

ლელა სულხანიშვილი, რუსუდან პაპასკირი,  
ირინე დავრასელიძე



ფინანსური ბაზრები და  
ფინანსური ინსტიტუტები

ლელია სულხანიშვილი, რუსუდან ჰაპასკირი,  
ირინე დავრამელიძე

# ფინანსური გაზრევი და ფინანსური ინსტიტუტები

თბილისი — 2021 წელი

UDC (უაკ) 336(075.8)

ს-939

*სახელმძღვანელოში წარმოდგენილია ფინანსური ბაზრებისა და ფინანსური ინსტიტუტების თეორია და პრაქტიკა. თეორიული ნაწილი მოიცავს სხვადასხვა ქართველ და არაქართველ მეცნიერთა შეხედულებებს ამ საკითხებზე, პრაქტიკული კი — ფინანსური ბაზრების მუშაობის მაჩვენებლებს საქართველოში და მსოფლიოში.*

*სახელმძღვანელო რეკომენდებულია ბაკალავრებისთვის, მაგისტრებისთვის და აგრეთვე ამ საკითხებით დაინტერესებული ყველა პირისთვის.*

**რედაქტორი,  
პროფესორი**

**/ზ. ღუღუშაური/**

**რეცენზენტები:**

1. ასოცირებული პროფესორი **ნ. კახნიავილი**
2. ასოცირებული პროფესორი **თ. ედიშერაშვილი**

© **ლ. სულხანიშვილი, რ. პაპასკირი, ი. დავრაველიძე.**

**ფინანსური ბაზრები და ფინანსური ინსტიტუტები. თბილისი. 2021 წელი.**

გამომცემლობა: „საჩინო“

ISBN 978-9941-9712-9-7

# სარჩევი

წინასიტყვაობა ----- 6

## თავი I. ზოგადი დებულებები ფინანსური ბაზრების შესახებ

- I.1. ფინანსური ბაზრები: არსი, ფუნქციები, სტრუქტურა, სახეები, მონაწილეები ----- 8
- I.2. ფინანსური ბაზრის ევოლუცია და განვითარების ისტორია ----- 15
- I.3. ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტები ----- 20

## თავი II. საბაზრო ინფრასტრუქტურა

- II.1. მეცნიერული კონცეფციები ბაზრის ინფრასტრუქტურის შესახებ ----- 24
- II.2. საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის შედგენილობა ----- 31
- II.3. საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის თავისებურებები ----- 41

## თავი III. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

- III.1. ფასიანი ქაღალდების არსი და სახესხვაობები ----- 48
- III.2. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზოგადი დახასიათება ----- 53
- III.3. ფასიანი ქაღალდების განთავსების და გარიგებების ორგანიზაცია ----- 60
- III.4. ფასნარმოქმნა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, კლირინგი და ანგარიშსწორება ----- 70

## თავი IV. ფასიანი ქაღალდების პორტფელი და ოპერაციები წარმოებული

### ფასიანი ქაღალდებით

- IV.1. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ცნება: არსი, ფორმირება ----- 81
- IV.2. წარმოებული ფასიანი ქაღალდების (დერივატივების) არსი და სახეები ----- 86
- IV.3. ფორვარდული და ფიუჩერული კონტრაქტები ----- 88
- IV.4. ოფციონი, სვოპი და ვარანტი ----- 89

## თავი V. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეაქცია ცვლილებებზე და ბაზრის

### „მოთამაშეთა“ ქცევა

- V.1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საფონდო ინდექსები ----- 93
- V.2. საფონდო ბაზრის „მოთამაშეთა“ ქცევა ----- 101

## თავი VI. სავალუტო ბაზარი

- VI.1. საბირჟო საქონელი სავალუტო ბაზარზე ----- 107
- VI.2. სავალუტო ბაზარი და გარიგებათა სახეები სავალუტო ბირჟაზე ----- 107
- VI.3. ვალუტის კურსი და მასზე მომქმედი ფაქტორები ----- 118

**თავი VII. სასესხო კაპიტალის ბაზარი**

VII.1. კრედიტი, როგორც განსაკუთრებული „საბირჟო საქონელი“ ----- 124  
VII.2. ბანკის საკრედიტო ოპერაციების ორგანიზება ----- 130  
VII.3. საკრედიტო ბაზარი ----- 136  
VII.4. საკრედიტო ბაზრის მონაწილენი ----- 139

**თავი VIII. ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის და ღირებულების განსაზღვრა**

VIII.1. ფასიანი ქაღალდების ღირებულება ----- 146  
VIII.2. ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა ----- 148

**თავი IX. ძვირფასი ლითონების ბაზარი**

IX.1. განვითარების ისტორია ----- 159  
IX.2. ოქროს ბაზრები და ოქროთი ვაჭრობა ----- 165  
IX.3. ძვირადღირებული ლითონების საერთაშორისო ბაზრის მონაწილენი ----- 172

**თავი X. ფინანსური ბაზრების რეგულირება**

X.1. ფინანსური ბაზრების რეგულირება საზღვარგარეთ ----- 176  
X.2. საფონდო ბაზრის რეგულირება საქართველოში ----- 178  
X.3. სასესხო ბაზრის რეგულირება საქართველოში ----- 189

**თავი XI. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი**

XI.1. ჩამოყალიბების ისტორია ----- 196  
XI.2. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების დღევანდელი  
მდგომარეობა ----- 197

**თავი XII. ფინანსური ბაზრის მომსახურე ინსტიტუტები**

XII.1. ეროვნული (ნაციონალური) ინსტიტუტები ----- 207  
XII.2. საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები ----- 213

**თავი XIII. საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი**

XIII.1. საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი და მისი მონაწილეები ----- 234  
XIII.2. საერთაშორისო კრედიტის ბაზარი ----- 241  
XIII.3. ფასიანი ქაღალდების (აქციების და ობლიგაციების) საერთაშორისო ბაზრები ----- 247

**თავი XIV. რისკები ფინანსურ ბაზრებზე**

XIV.1. საფინანსო რისკების არსი და რისკების კლასიფიკაცია -----260  
XIV.2. საფინანსო რისკების ნეიტრალიზაციის გზები -----263  
XIV.3. საკრედიტო რისკების მართვა -----267

**თავი XV. საერთაშორისო ინვესტიციების ბაზარი**

XV.1. საერთაშორისო ინვესტიციების არსი და პრინციპები -----270  
XV.2. ფინანსური (პორტფელური) ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზარი -----278

## წინასიტყვაობა

წინამდებარე სახელმძღვანელო ფინანსურ ბაზრებზე და მათ მომსახურე ინსტიტუტებზეა დაწერილი. ნებისმიერ ქვეყანაში ფინანსური ბაზრები პროდუქტებისა და შემოსავლების წრებრუნვაში შუამავლად გვევლინება. იგი ბანკების, საფონდო და სავალუტო ბირჟების, ინვესტიციური ფონდების და სხვათა ერთობლიობაა, რომელიც ქვეყნის ყველა პირს — ფიზიკურსაც და იურიდიულსაც — აწოდებს ფულად საშუალებებს მართვის საჭირო პროდუქტების და რესურსების შესაძენად. მაშასადამე, ფინანსურ ბაზრებზე მოძრაობენ ფინანსური აქტივები და ეს საგანიც შეისწავლის ამ აქტივებს, მათი მოძრაობის თავისებურებებს, დანიშნულებებს, საჭიროებას და მათთან დაკავშირებულ ურთიერთობებს.

მოცემულ სახელმძღვანელოში სტუდენტები ისწავლიან:

- ❖ ზოგად დებულებებს ფინანსური ბაზრების შესახებ;
- ❖ საბაზრო ინფრასტრუქტურას;
- ❖ ფასინი ქაღალდების ბაზარს;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების პორტფელს;
- ❖ საფინანსო ბაზრის „მოთამაშეთა“ ქცევას;
- ❖ სავალუტო და საკრედიტო ბაზარს;
- ❖ ძვირფასი ლითონების ბაზარს;
- ❖ ფინანსური ბაზრების რეგულირებას;
- ❖ საერთაშორისო ფინანსურ ბაზარს და ა. შ.

სახელმძღვანელოში წარმოდგენილი თემების დასამუშავებლად გამოყენებულია ქართულ და უცხოურ ენებზე ამ თემატიკაზე უკვე არსებული ლიტერატურა, კერძოდ:

1. მოსიაშვილი ვ., ჭელიძე მ., ხიდირბეგიშვილი ნ. ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. თბ., 2017.
2. მესხია ი. საერთაშორისო ფინანსები. თბ., 2013.
3. კაკულია რ., ლავთაძე გ. ეკონომიკური და ფინანსური რისკების მართვა. თბ., 2012.
4. შონია ნ., გუგეშაშვილი თ., ლავთაძე გ. ფინანსური ბაზრები და ფასიანი ქაღალდები. ქუთაისი, 2003.
5. გოგობია მ. საბანკო საქმე. თბ., 2006.
6. ბახტაძე ლ. ფინანსური ბაზარი. თბ., 2007.
7. ქოქიაური ლ. საბანკო საქმის საფუძვლები. თბ., 2007.
8. ლორთქიფანიძე მ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა. თბ., 2005.

9. Фундаментальный анализ финансовых рынков, под ред. **Колмыковой Л., М.**, 2005.  
და სხვა.

სახელმძღვანელოს ავტორებს არ გვაქვს პრეტენზია, რომ ყველა საკითხი სრულყოფილად და მთელი სისრულით არის განხილული. ამის გამო, ყველა სასარგებლო რჩევა-რეკომენდაციას სიამოვნებით მივიღებთ და მომავალში გავითვალისწინებთ.

**ავტორთა კოლექტივი**

# თავი I. ზოგადი დებულებები ფინანსური ბაზრების შესახებ

## I.1. ფინანსური ბაზრები: არსი, ფუნქციები, სტრუქტურა, სახეები, მონაწილეები

**ბაზრის არსი.** ფინანსურ ბაზრებზე საუბრის დაწყებამდე, საჭიროა, პირველ რიგში, მოვახდინოთ ბაზრის დახასიათება და გავვერკვეთ მის არსში.

კითხვაზე, თუ „რა არის ბაზარი?“, თითქოს ადვილია პასუხის გაცემა. ბაზარი არის სპეციალურად გამოყოფილი ადგილი, სადაც შეიძლება საქონლის — ტანსაცმლის, ფეხსაცმლის, სურსათის, ვალუტის, ფასიანი ქაღალდების და ა. შ., ყიდვა-გაყიდვა. ასეთი განმარტება, მართალია, სრულყოფილი არ არის, მაგრამ იგი სწორია. თავდაპირველად, ბაზრის შინაარსი სწორედ ამით ამოიწურებოდა. შემდეგში მომხდარმა ტექნიკურმა პროგრესმა, ისეთი ცვლილებები მოახდინა კომუნიკაციურ საშუალებებში (კომპიუტერი, ინტერნეტი, მობილური ტელეფონი და ა. შ.), რამაც გააღრმავა და გააფართოვა ბაზრის შინაარსი. ამჟამად ბაზარი შეიძლება ვუნოდოთ **მყიდველთა და გამყიდველთა ურთიერთობებისა და მათი არსებობის პირობების მთელ ერთობლიობას, რომელიც ხელს უწყობს ერთსა და იმავე საქონელზე ფასების სწორ გამართანებას**. ასეთი გაგებით, ბაზარს შეიძლება ჰქონდეს ან არ ჰქონდეს სპეციალურად გამოყოფილი ადგილი. თანამედროვე პირობებში ეს მოთხოვნა მისთვის სავალდებულო არ არის. ამიტომ მის განმარტებაში ეს მოთხოვნა აღარ დავაფიქსირეთ. კომუნიკაციის საშუალებები შესაძლებლობას აძლევენ მყიდველებს და გამყიდველებს, რომ ჰქონდეთ ერთმანეთთან პირდაპირი კავშირები, შეხვდნენ ერთმანეთს და აჩვენონ საქონელი უშუალოდ ან ინტერნეტის მეშვეობით. ცხადია, ასეთ დროს, აღარც სავაჭრო დარბაზებია საჭირო და არც სააუქციონო ფართობები.

დღეისათვის არსებობენ როგორც ერთი, ისე მეორე ტიპის ბაზრები, უფრო სწორად, უპირატესად არსებობენ შერეული ბაზრები, რომლის მონაწილეთა ერთი ნაწილი ამჯობინებს ურთიერთობას ინტერნეტით და კომუნიკაციის სხვა საშუალებებით, მეორე ნაწილი კი, უპირატესობას აძლევს კონტრაგენტის და მისი საქონლის გაცნობას ბაზრის (ბირჟის) გულში — სააუქციონო დარბაზში.

**ბაზრის საზღვრები.** ბაზრის საზღვრების დადგენა მეტად რთული საქმეა. ამის მიუხედავად, პირობითად ბაზრები მაინც იყოფა: **საერთაშორისო (მსოფლიო), რეგიონალურ (ევროპის, აზიის და ა. შ.) და ეროვნულ (ქვეყნის) ბაზრებად**.

ბაზარს ახასიათებს გაფართოება და შეკუმშვა. ეს ხდება რომელიმე საქონელზე მოთხოვნის გაზრდის ან პირიქით — შემცირების დროს. ამდენად, ნებისმიერი ბაზარი, ეროვნული იქნება იგი თუ საერთაშორისო, პერიოდულად ხან ფართოა, ხან შეზღუდული.

**ბაზრის სახეები.** არსებობენ სპეციალიზებული და უნივერსალური ბაზრები. სპეციალიზებულ ბაზრებზე ერთი რომელიმე საქონელი იყიდება, უნივერსალურ ბაზრებზე კი — რამოდენიმე.

**საეკონომიკური ბაზრების სახეები:**

1. სასაქონლო ბაზარი (იყიდება საქონელი და ნედლეული).
2. შრომის ბაზარი (ქირავდება სამუშაო ძალა).
3. ფინანსური ბაზარი (იყიდება ან ქირავდება ფინანსური აქტივები).

საბაზრო ეკონომიკა ობიექტურად განაპირობებს საქონლის, ნედლეულის და სამუშაო ძალის ბაზრების გვერდით არსებობდეს ფინანსური ბაზრებიც.

ფინანსური ბაზარი კაპიტალზე მოთხოვნის და მიწოდების სფეროა. იგი უზრუნველყოფს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების აკუმულაციას, განაწილებას და გადანაწილებას, რითაც ხელს უწყობს ეკონომიკაში საქმიანი აქტივობის გაძლიერებას, ინვესტირების გაზრდას და მოგების მაქსიმიზაციას.

ნებისმიერი ქვეყნის ეკონომიკაში არსებობს ინვესტირებისთვის დამატებითი ფულადი სახსრების მოზიდვის მოთხოვნილება. ამასთან, ყოველთვის გამოინახება ფულადი სახსრები, რომელიც ეძებს მომგებიანი დაბანდების სფეროს. ეკონომიკის ნებისმიერ სექტორში წარმოიქმნება თავისუფალი ფულის როგორც დეფიციტი, ისე საჭიროება. ასეთებია: კერძო სექტორი (იურიდიული და ფიზიკური პირები), სახელმწიფო სექტორი და მოსახლეობა. თითოეული მათგანი ფინანსურ ბაზარზე გამოდის მსესხებლის ან გამსესხებლის როლში. ასე რომ, გარკვეული თვალსაზრისით, ფინანსური ბაზარი არის შუამავალი თავისუფალი ფულადი სახსრების მფლობელებსა, ანუ გამსესხებლებსა და მსესხებლებს შორის.

ზემოთნათქვამდიან გამომდინარე, ფინანსური ბაზარი ასრულებს შემდეგ სამ ფუნქციას:

1. **დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების აკუმულაცია და მოპოვება.**
2. **თავისუფალი ფინანსური რესურსების განაწილება.**
3. **ფინანსური რესურსების გადანაწილება.**

**პირველი ფუნქციის** არსი იმაშია, რომ ფინანსური ბაზარი პოულობს სხვადასხვა არხებს ფირმების თავისუფალი ფულადი კაპიტალისა და მოსახლეობის დანაზოგების მომგებიანი დაბანდებისთვის. თავისუფალი ფულის მობილიზება, ძირითადად, ხდება ორი არხით — ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით და ბანკების სადეპოზიტო საქმიანობით. თავის მხრივ, ფირმებს და მოსახლეობას საჭირო შემთხვევაში ფულზე მოთხოვნილების დაკმაყოფილება შეუძლიათ ბანკიდან სესხის აღებით და ფასიანი ქაღალდების ბირჟაზე გაყიდვით.

**მაორა ფუნქციის** — თავისუფალი ფინანსური რესურსების განაწილება-განხორციელება გამოიხატება იმით, რომ თავისუფალი ფულადი კაპიტალი, რომელიც სესხის ფორმას იღებს, ნაწილდება საბრუნავი სახსრების შესაძენად, ძირითადი კაპიტალის შესაძენად და ა. შ. აქ რაიმე ნორმატივები არ არსებობს. მას ბაზრის „უჩინარი ხელი“ არეგულირებს.

**მესამე ფუნქცია** — ფინანსური რესურსების გადანაწილება — იმაში გამოიხატება, რომ ფულის მოძრაობის პროცესი არ ჩერდება, ფული მუდმივად გადადინდება (გადანაწილდება) ერთი სფეროდან მეორეში, მეორედან მესამეში, ან პირიქით და ა. შ. მოქმედ ეკონომიკაში იგი ხან ბანკებს „აფარებს თავს“, ხან პირიქით — ბანკებიდან მიედინება ფირმებში ან მოსახლეობაში. ფინანსური ბაზარი გადამანაწილებელი როლის შესრულებით უზრუნველყოფს ფულის ნაკადების შეუფერხებელ მოძრაობას.

მაშასადამე, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, **საფინანსო ბაზარი — ეს არის სხვა-დასხვა ფინანსური ატივების** (ფული, ფასიანი ქაღალდები, ვალუტა, ოქრო, ფინანსური დერივატივები და ა. შ.) მოთხოვნა-მიწოდების ფორმირების და ყიდვა-გაყიდვის სფერო. ცნობილია პირველადი და მეორადი ფინანსური ბაზარი. პირველად ბაზარზე ფინანსური აქტივი პირველად იყიდება, მეორად ბაზარზე, კი, მეორედ. ეს ძირითადად ეხება ფასიან ქაღალდებს. ფინანსური ბაზრის სეგმენტებია:

- ❖ საკრედიტო სახსრების და კაპიტალის ბაზარი;
- ❖ ვალუტის და ძვირფასი კაპიტალის ბაზარი;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი;
- ❖ ინვესტიციების ბაზარი;
- ❖ ძვირფასი ლითონების (მ. შ. ოქროს) ბაზარი.

**საკრედიტო სახსრების და კაპიტალის ბაზარი.** ეს იგივე სასესხო-საკრედიტო რესურსების ბაზარია. ფულად ბაზარზე ვაჭრობენ მხოლოდ მოკლევადიანი დაფარვის ვადით (1 წლამდე), კაპიტალის ბაზარზე კი, 1 წელზე მეტი ვადის ვალდებულებებით. ფულად ბაზარზე ვაჭრობენ ბანკის მოკლევადიანი კრედიტებით, სახაზინო თამასუქებით, გადასაყვანი დეპოზიტებით, სერთიფიკატით. კაპიტალის ბაზარზე კი — გრძელვადიანი აქციებით და ობლიგაციებით. ფინანსური ინსტიტუტების და სხვადასხვა სტრუქტურების ქსელი, რომლებიც უზრუნველყოფენ ფულზე მოთხოვნა-მიწოდების ურთიერთქმედებას, იწოდება ფულის ბაზრად.<sup>1</sup> აქ ხდება, ერთის მხრივ, თავისუფალი ფულის გენერირება და მეორეს მხრივ, მისი განთავსება-გასესხება. ამ ბაზრის ძირითადი ნარმომადგენლები კომერციული ბანკებია.

<sup>1</sup> *Долан Э. Деньги, банки и денежно-кредитная политика. Санкт-Петербург, 1994, гл. 284.*

**ვალუტის ბაზარი.** ეს არის დამოუკიდებელი, სპეციალიზებული საბროკერო კომპანიების, ანდა ბანკების, საბროკერო კომპანიების, ვალუტის ბირჟების ერთობლიობა. აქ ხდება ვალუტების ურთიერთგაცვლა და ყიდვა-გაყიდვა.

საზღვარგარეთ არსებობენ სავალუტო ბანკებიც. არსებობენ საერთაშორისო, ეროვნული და ადგილობრივი სავალუტო ბაზრებიც. ყველა ამ ბაზარზე ხდება ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა, მათ შორის განსხვავება მხოლოდ მასშტაბებშია.

ვალუტის ბაზრის არსებობას დიდი მნიშვნელობა აქვს ექსპორტ-იმპორტის ოპერაციების სანარმოებლად, ეროვნული (ცენტრალური) ბანკების სავალუტო რეზერვების შესაქმნელად, საერთაშორისო ანგარიშსწორებისთვის და ა. შ.

სრულყოფილ ვალუტის ბაზარზე ვალუტის მინოდება შეუზღუდავია, კონკურენცია პარიტეტულ პირობებზეა დამყარებული.

ვალუტის ბაზარზე ვალუტის გასაცვლელი კურსი ყალიბდება მასზე მოთხოვნა-მიწოდების მიხედვით. ვალუტის ბაზარზე ანგარიშსწორება ხდება როგორც ნაღდი, ისე კომბინირებული და ვადიანი გადახდის ფორმით.

**ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.** ეს არის ფასიანი ქაღალდების (აქციები, ობლიგაციები, თამასუქები, ვარანტები და ა. შ.) მიმოქცევის სფერო. ფასიანი ქაღალდების ბაზარს საფონდო ბაზარსაც (საფონდო ბირჟას) უწოდებენ.

**ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციები:<sup>1</sup>**

1. საბაზრო ფასის ფორმირება.
2. საინფორმაციო ფუნქცია.
3. გადამნაწილებლის ფუნქცია.
4. საფინანსო რისკებისგან დაზღვევის ფუნქცია.
5. მასტიმულირებელი ფუნქცია.
6. მაკონტროლებელი ფუნქცია.

**ფასიანი ქაღალდების ბაზრები იყოფა მრავალი კრიტერიუმის მიხედვით:**

- ❖ ფასიანი ქაღალდების რეალიზაციის პროცესის სტადიების მიხედვით — პირველადი და მეორადი;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის ორგანიზაციის მიხედვით — საბირჟო და არასაბირჟო;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის წესების მიხედვით — ორგანიზებული და არაორგანიზებული;
- ❖ ვაჭრობის პროცესის ავტომატიზაციის დონის მიხედვით — ტრადიციული და კომპიუტერული;

<sup>1</sup> *Колпакова Т. Финансы, денежное обращение, кредит, М., 2006, гл. 79.*

- ❖ ემიტენტების მიხედვით — სახელმწიფო, რეგიონული, მუნიციპალური, კორპორაციული და საბანკო ფასიანი ქაღალდები;
- ❖ გარიგების შესრულების დროის მიხედვით — სალაროს („საკასო“) მეთოდი (სრულდება 1-2 სამუშაო დღეში) და ვადიანი (სრულდება 2 დღეზე მეტ ვადაში).

ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა ხდება საფონდო ბირჟაზე. ასე რომ, ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის ორგანიზატორი არის საფონდო ბირჟა. საფონდო ბირჟა არის არაკომერციული ორგანიზაცია. ბირჟაზე ვაჭრობას ახორციელებენ მხოლოდ ბირჟის წევრები. გარდა დამოუკიდებელი საფონდო ბირჟებისა, საფონდო განყოფილებები (სეგმენტები) აქვთ სასაქონლო და სავალუტო ბირჟებსაც.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ქვეყანაში შეიძლება იყოს **მონოცენტრული, პოლიცენტრული და გარდაგავალი**. **მონოცენტრული** ბაზარი აქვს დიდ ბრიტანეთს, ფინეთს, საფრანგეთს. ამ ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების თითო მსხვილი ბირჟაა შექმნილი. **პოლიცენტრული** ბირჟები აქვთ გერმანიას, კანადას, ავსტრიას, ესპანეთს, იტალიას. ამ ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების რამდენიმე მსხვილი ბირჟაა გახსნილი. რაც შეეხება გარდამავალ ბაზარს, ასეთ ბაზარზე მოქმედებს ერთი მსხვილი და რამდენიმე შედარებით მცირე სიდიდის ფასიანი ქაღალდების ბირჟები. ამის მაგალითია იაპონია და აშშ.

**ინვესტიციების ბაზარი** არის საინვესტიციო რესურსებზე მოთხოვნა-მიწოდების ფორმირების და საინვესტიციო საქონლის ყიდვა-გაყიდვის სფერო.<sup>1</sup> ინვესტიციების ბაზრის მექანიზმით ხდება ორგანიზაციებისა და მოქალაქეების თავისუფალი სახსრების გადასვლა იმ პირთა ხელში, ვინც დაკავებულია ინვესტიციური საქმიანობით. ამ საქმეში შუამავლების როლს ასრულებენ საინვესტიციო ბანკები, ბირჟები, საინვესტიციო ფონდები და სხვა. მათ შორის წამყვანი ადგილი უკავიათ საინვესტიციო ბანკებს.

**პირფასი ლითონების ბაზარი**. ამ ბაზარზე იყიდება ოქრო, ვერცხლი, პლატინა და სხვა სამრეწველო ან ყოფითი მოხმარებისთვის. ოქროს ბაზრებზე მომწოდებლები ძირითადად ოქროს მომწოდებელი ქვეყნებია.

ყველა სახის კლასიკურ ვარიანტში, ბაზარი წარმოდგენილია ბირჟის სახით. თითქმის ყველა ქვეყანაში იგი დაფუძნებულია აქციონერული საზოგადოების ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმით.

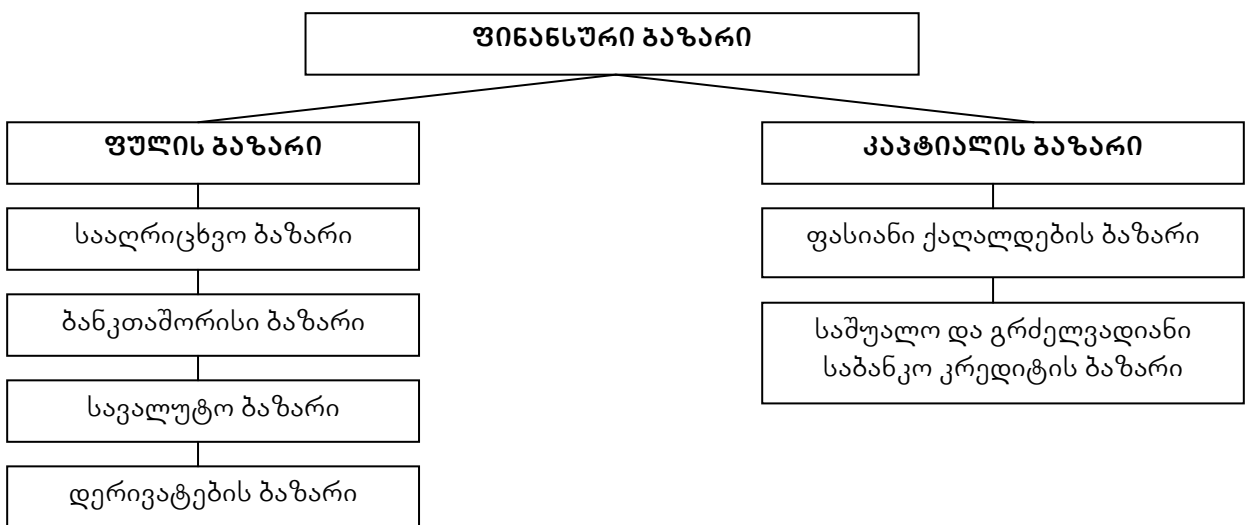
**ფინანსური ბაზრების სტრუქტურა**. რადგან ფინანსური ბაზარი სხვადასხვა ბაზრებისგან (ფულის, ფასიანი ქაღალდების, ვალუტის და ა. შ.) შესდგება, მათი ხვედრითი წილი ბაზრის საერთო ტევადობაში წარმოადგენს ფინანსური ბაზრის სტრუქტურას. ფინანსური ბაზრის სტრუქტურა რამდენიმე ასპექტით განიხილება. მაგალითად, ფინანსურ ბაზარში — საბირჟო და არასაბირჟო ბაზრის წილებით, ფასიანი ქაღალდების

<sup>1</sup> *ქოქიაური ლ. საბანკო საქმიანობის საფუძვლები, თბ., 2007, ტ. 1, გვ. 177.*

ბაზარში — ობლიგაციების, აქციების და სხვა ფასიანი ქაღალდების გარიგებათა ხვედრითი წილებით, ფულადი რესურსების ბაზარში — ბანკის მოკლევადიანი სესხების და მოკლევადიანი დაფარვის ფასიანი ქაღალდების (თამასუქები, დეპოზიტური სერთიფიკატები და ა. შ.) ხვედრითი წილებით და ა. შ.

ფინანსურ ბაზარში არა მხოლოდ ფინანსური აქტივების ორგანიზებული ვაჭრობა (ბირჟების მეშვეობით) იგულისხმება, არამედ, ბირჟისგარეშე ვაჭრობაც. ასეთ კლიენტებთან დილერები და ბროკერები კომპიუტერული ქსელით არიან დაკავშირებულნი. ბირჟის გარეთ განსაკუთრებით დიდი მოცულობით იყიდება უცხოური ვალუტა. ასე რომ, როცა ფინანსური ბაზრის სტრუქტურას ვანგარიშობთ, აუცილებლად უნდა ჩავრთოთ მისი ეს ელემენტიც, თუმცა, უნდა გვახსოვდეს, რომ აღრიცხვა-ანგარიშგება ამ სფეროში მეტად შორსაა სიზუსტისაგან.

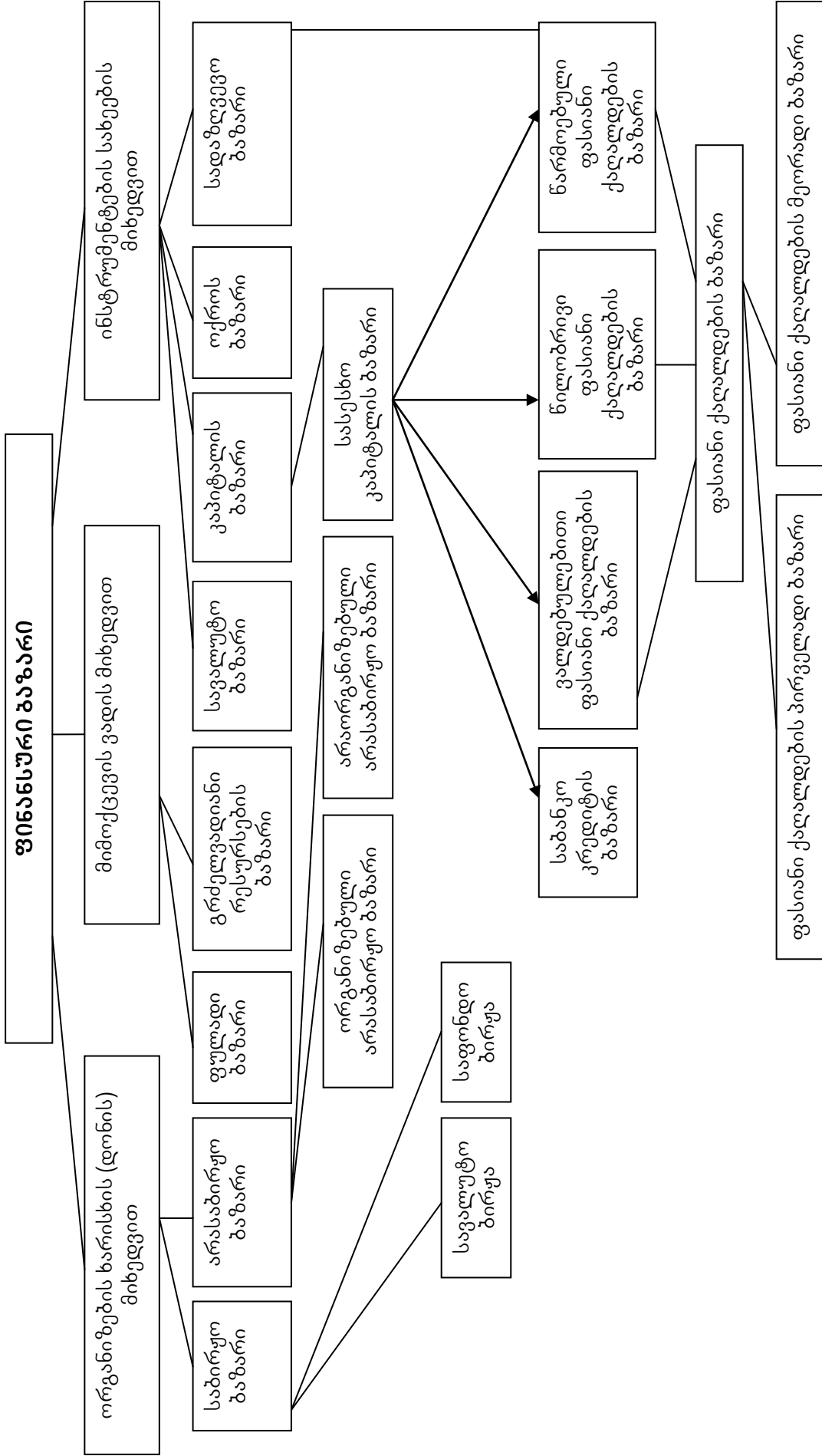
ერთ-ერთი, მეტ-ნაკლებად გავრცელებული კლასიფიკაციის მიხედვით, ფინანსური ბაზრის სტრუქტურა წარმოადგენს შემდეგი ბაზრების ურთიერთქმედებას: სავალუტო ბაზარი, ოქროს ბაზარი, კაპიტალის ბაზარი (სასესხო კაპიტალი და წილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზარი), ფულადი სახსრების ბაზარი (ნახაზი 1).<sup>1</sup>



ნახაზი 1. ფინანსური ბაზრის სტრუქტურა

ფინანსური ბაზრის და მისი მონაწილეების სტრუქტურა შედარებით დეტალურად მოცემულია ნახაზზე 2.

<sup>1</sup> [http://nuru.ru/ek/genera/025\\_1.htm](http://nuru.ru/ek/genera/025_1.htm)



ნახაზი 2. ფინანსური ბაზრისა და მისი მონაწილეების სტრუქტურა<sup>1</sup>

<sup>1</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები. თბ., 2017.

## 1.2. ფინანსური ბაზრის ევოლუცია და განვითარების ისტორია

ბაზარი (ბირჟა), როგორც ორგანიზებული ვაჭრობის ადგილი, თანდათან შემოვიდა უძველესი დროიდან. ჯერ კიდევ ძველ რომში არსებობდა მოედანი, სადაც დაკანონებული იყო ვაჭრების შეკრების ადგილი და დრო. ასეთ შეკრებას „ფორუმი“ ეწოდებოდა. ძველ საბერძნეთში მსგავს ფუნქციას ასრულებდა სპეციალური მოედანი „აგორა“. ამის მიუხედავად, მაშინ არც ერთი, და, არც მეორე, არ გადაიზარდა ბირჟის მსგავს ორგანიზაციად. მხოლოდ შუა საუკუნეებში გამოჩნდნენ ჯერ წვრილი და შემდეგ მსხვილი ბაზრობები. მათი მუშაობის წესი უახლოვდებოდა ბირჟის მუშაობის წესს. აქ არა მხოლოდ კონკრეტული საქონლის პარტიები იყიდებოდა, არამედ, ვაჭრობა მიმდინარეობდა ნიმუშების მიხედვითაც. ამასთან, ანგარიშსწორება ხდებოდა ნაღდადაც და განვადებითაც.

ბირჟის სახელწოდების შესახებ რამდენიმე ვერსია არსებობს. ვარაუდობენ, რომ იგი დაკავშირებულია ლათინურ სიტყვასთან ბურსა („Bursa“), რაც ტყავის ქისას ნიშნავს. ფრანგულში, გერმანულსა და იტალიურშიც არსებობს ასეთი ტერმინები და ყველა ისინი დაკავშირებულია ფულთან ან საფულესთან, უფრო სწორედ, იმ დროს გავრცელებულ ტყავის ქისასთან.

არის კიდევ ერთი ვერსია, რომლის თანახმად, ბირჟის სახელწოდების წარმოშობას უკავშირებენ ჰოლანდიელი ვაჭრის, პატარა ქალაქ ბრიუგეში მცხოვრებ ვან დერ ბურსეს სახელს. მის საგვარეულო გერბზე, სწორედ სამი ტყავის ქისა იყო გამოსახული. ვან დერ ბურსეს ბინა ჰქონდა ქალაქის ცენტრში, სადაც ვაჭრები მისი სახლის წინ მდებარე მოედანზე იკრიბებოდნენ. შემდეგში ვაჭრების შეკრების ადგილმა ვან დერ ბურსეს სახლში გადაინაცვლა, რომელიც რაღა თქმა უნდა, უფრო მოხერხებული იყო ვაჭრების შეკრებისათვის, მოლაპარაკებებისთვის და სავაჭრო გარიგებათა გასაფორმებლად.

ბირჟების წარმოშობის ისტორია ხანგრძლივ პერიოდს მოიცავს. საბირჟო ვაჭრობის პირველი ფორმა იყო **საქარავეო ფორმა**, რომელიც შემდეგ შეიცვალა **საბაზრო ვაჭრობით**, ხოლო ეს უკანასკნელი შეცვალა **თანამედროვე ბირჟამ**. არსებითი განსხვავება მათ შორის ის იყო, რომ **საქარავეო ვაჭრობა ატარებდა ეპიზოდურ ხასიათს** (როცა ქალაქში ვაჭართა ქარავანი შემოვიდოდა), **ბაზრობები პერიოდულად ტარდებოდა**, ხოლო **ბირჟები არის სტაციონალური სავაჭრო ადგილი მუშაობის განსაზღვრული რაჟიმით**.

პირველი ბირჟები ევროპის მთელ რიგ ქვეყნებში რამოდენიმე საუკუნის წინ აღმოცენდნენ, თუმცა, საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისი მათ შორის იყო

მხოლოდ ანტვერპენის ბირჟა. იგი დაარსდა 1531 წელს. ბირჟას ჰქონდა საკუთარი შენობა, რომელშიც განთავსებული იყო როგორც სასაქონლო, ისე საფონდო სექციები.

დროთა განმავლობაში ჩამოყალიბდა სპეციალიზებული ბირჟები. **ჩიკაგოს ბირჟა** ვაჭრობდა მარცვლეულით, ცოცხალი საქონლით, ლითონებით და ფასიანი ქაღალდებით. **ჰანზას-სიტის ბირჟა** — ფასიანი ქაღალდებით და მარცვლეულით და ა. შ.

ამჟამად, საბირჟო ვაჭრობის ცენტრებია **ლონდონი** და **ნიუ-იორკი** (ნიუ-იორკში 12 უმსხვილესი ბირჟა). ისინი მნიშვნელოვნ გავლენას ახდენენ მსოფლიო ვაჭრობაზე. არანაკლებია **ჩიკაგოს** და **ლივერპულის** ბირჟების როლიც.

უნდა აღვნიშნოთ, რომ მსოფლიო საბირჟო ვაჭრობაში წამყვანი როლი თანამედროვე ეტაპზე ეკუთვნით საფონდო ბირჟებს. მსოფლიოს საფონდო ბირჟებს შორის გამორჩეული ამერიკის საფონდო ბირჟებია. მსოფლიოში 200-მდე საფონდო ბირჟა გახსნილი. მათ შორის პირველ ადგილზეა **ნიუ-იორკის ბირჟა**, მეორეზე — **ტოკიოს ბირჟა**, მესამეზე — **ფრანკფურტის**, მეოთხეზე — **ციურიხის ბირჟა** და ა. შ. მოკლედ განვიხილოთ ისინი.

**ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა.** 1792 წელს, ნიუ-იორკის, ე. წ. ფასიანი ქაღალდებით მოვაჭრენი იკრიბებოდნენ უოლ-სტრიტზე მდგარ დატოტვილ ჭადართან. მოგვიანებით, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა სხვადასხვა კაფეში ტარდებოდა, რომელთა შორის ცნობილი იყო „ტონტინ კაფე“. იგი 1792 წელს, სხვადასხვა კერძო პირების გაერთიანების ფორმით შეიქმნა.

ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟამ მნიშვნელოვანი ადგილი მოიპოვა მხოლოდ პირველი მსოფლიო ომის შემდეგ. მას შემდეგ, მას საბირჟო ბრუნვის სიდიდით მსოფლიოში ტოლი არა ჰყავს. ამ ბირჟაზე ბრუნავს 2084 მლრდ დოლარის ღირებულების აქცია და 21 მლრდ დოლარი ღირებულების ობლიგაცია.

ნიუ-იორკის ბირჟის ბრუნვა მთელი მსოფლიოს საფონდო ბირჟების დაახლოებით 50%-ს შეადგენს. ბირჟაზე ძირითადად, ამ ქვეყნის ემიტენტების აქციები იყიდება.

აშშ-ში აქციონერთა რიცხვი 30 მლნ-ს შეადგენს, ანუ აშშ-ს ყოველი მეოთხე მოზრდილი მცხოვრები აქციონერია.

ნიუ-იორკის ბირჟაზე, ძირითადად ხდება საკასო (ნალდი) ვაჭრობა, ვადიანი ვაჭრობა შეზღუდულია.

ნიუ-იორკის ბირჟა ხასიათდება სპეციფიკურობით. მისი წევრები შეიძლება იყონ მხოლოდ **ფიზიკური პირები**. ბირჟის წევრად გახდომა შეიძლება იმ პირობით, თუ შექმნილია ადგილი ბირჟაზე. 1974 წელს, ასეთი ადგილი 6200 დოლარი ღირდა. ბირჟაზე სულ 1366 ადგილია. ამიტომ, როცა წევრობაზე მეტია მოთხოვნილება, მაშინ ადგილის ფასი იზრდება. მაგალითად, 1968 წელს, ერთი ადგილის ფასი ნიუ-იორკის ბირჟაზე 515 000 დოლარს შეადგენდა. ბევრ მსხვილ ფირმას რამდენიმე ადგილი აქვს ბირჟაზე.

ნიუ-იორკის ბირჟაზე, ისე როგორც სხვა ბირჟებზე, საბირჟო კურსების მოძრაობის შეფასებისთვის გამოითვლება აქციების ინდექსი. ნიუ-იორკის ბირჟაზე ამ საქმეს ემსახურება დოუ-ჯონსის ინდექსი. ეს ინდექსი დოუმ შექმნა 1897 წელს. მან შეკრიბა 12 სხვადასხვა აქციის კურსი და გაჰყო 12-ზე (დოუ-ჯონსის ინდექსის მსგავსია დიდ ბრიტანეთში რეიტერის ინდექსი).

**ტოკიოს ბირჟა** შეიქმნა 1828 წელს. მას „კაბუტონო“ ეწოდება. აქციების მფლობელთა რიცხვი იაპონიაში 6 მლნ კაცია.

ტოკიოს ბირჟაზე ძირითადად, შიდა ემიტენტების აქციები იყიდება. აქციები ძირითადად სახელობითია. ბირჟაზე ვაჭრობა საკასოა, არ გვხვდება ვადიანი ვაჭრობა.

ტოკიოს ბირჟაზე ფიზიკური პირების წევრობა არ არის დაშვებული. ბირჟის წევრებად მხოლოდ მაკლერები ითვლებიან. ისინი ახორციელებენ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვას, როგორც საკუთარ, ისე კლიენტების დავალებით.

ბირჟაზე მუშაობენ შუამავალი ფირმები. მათ საიტორები ეწოდებათ.

ტოკიოს ბირჟა ყოველდღე მუშაობს (გარდა კვირისა) 9:11 საათამდე, ორშაბათს და პარასკევს — 13-დან 15 საათამდე. ბირჟაზე ოპერაციების განხორციელებისთვის დაშვებულია 95 ფირმა.

ბირჟაზე არსებობს ბრუნვის გადასახადი.

**ლონდონის ბირჟა.** ლონდონში XVII საუკუნეში საფონდო ფასეულობებით ვაჭრობას ჩაეყარა საფუძველი. ასეთი ვაჭრობა კაფე „ჯინტანსი“ ხდებოდა. ამიტომაც არის, რომ ახლაც კი, საფონდო ბირჟის მომსახურე პერსონალს ოფიციალტებს უწოდებენ.

1793 წელს, საფონდო ფასეულობებით (ფასიანი ქაღალდები) მოვაჭრეებს გამოუჩნდათ დროებითი შენობა, რომელმაც საფონდო ბირჟის სახელწოდება მიიღო. 1802 წელს დაფუძნდა ლონდონის სამეფო ბირჟა. პირველ მსოფლიო ომამდე იგი იყო მსოფლიოში ერთადერთი საფონდო ბირჟა. შემდეგ მას პირველობა ნიუ-იორკის ბირჟამ ჩამოართვა. თუმცა, ბირჟაზე დაშვებული ფასიანი ქაღალდების რაოდენობით დღესაც ლონდონის ბირჟა ინარჩუნებს პირველობას.

1975 წელს, ლონდონის ბირჟაზე რეგისტრირებული იყო 4000 წევრი.

ლონდონის ბირჟაზე მუშაობენ **ბროკერები** და **ჯობერები**.

**ბროკერების** სახით მოქმედებენ ბირჟის წევრები, რომელთაც ნება ეძლევათ გარიგება მოახდინონ კერძო მეანაბრებთან. **ჯობერები** გარიგებებს აწარმოებენ ბროკერებთან თავისი ანგარიშით. ასე რომ, ბროკერს შეუძლია დაიქირავოს ჯობერი თავისი კლიენტის დავალების უკეთ შესრულებისთვის.

ლონდონის ბირჟა მუშაობს ორშაბათიდან პარასკევამდე — 9:30 საათიდან, 15:30 საათამდე.

ლონდონის ბირჟა მსოფლიოს ძვირ ბირჟათა რიცხვს ეკუთვნის. საკომისიო გადასახადის გარდა, აქ დაწესებულია ღერბული გადასახადიც.

**ფრანკფურტის ბირჟა.** მისი დაფუძნების თარიღია 1585 წელი, თუმცა, საფონდო ფუნქცია, ანუ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა, მან XVIII საუკუნიდან დაიწყო.

ფრანკფურტის ბირჟაზე ვაჭრობა მიმდინარეობს როგორც უცხოური, ისე ადგილობრივი ემიტენტების აქციებით და ობლიგაციებით. უცხოური აქციებიდან ჭარბობს ამერიკული და იაპონური.

1981 წელს, ფრანკფურტის ბირჟის წევრები იყვნენ: 92 საკრედიტო დაწესებულება, 33 კერძო მაკლერი და 26 სახელმწიფო მაკლერი.

**ციურიხის ბირჟა.** ეს ბირჟა შეიქმნა 1876 წელს. ამ ბირჟის მნიშვნელობა განსაკუთრებით პირველ და მეორე მსოფლიო ომებს შორის გაიზარდა. ამ პერიოდში შვეიცარია იყო ქვეყანა, სადაც სხვა ქვეყნებიდან „გამოქცეული“ კაპიტალი კონცენტრირდებოდა. მას ხელს უწყობდა შვეიცარიის კანონი „საბანკო საიდუმლოების შესახებ“.

ციურიხის ბირჟაზე ძირითადად სახელობითი აქციები ბრუნავს. ვაჭრობა არის საკასო. ბირჟაზე დაშვებულია 2041 სახის ობლიგაციის და 354 სახის აქცია.

ციურიხის ბირჟა მუშაობს ორშაბათიდან პარასკევადე, 10-დან 13 საათამდე.

საინტერესოა ბირჟების განვითარების მდგომარეობა **რუსეთში** და **საქართველოში**.

**რუსეთის ბირჟა** დაარსდა პეტრე I-ის დროს, რომელმაც ჰოლანდიაში მოგზაურობისას ნახა „ეს საკვირველება“, კერძოდ, ამსტერდამის ბირჟა. 1903-1908 წლებში რუსეთში ფუნქციონირებდა 114 ბირჟიდან 50 სასაქონლო იყო, დანარჩენი კი, საფონდო.

პირველი მსოფლიო ომის დაწყებისთანავე რუსეთში ყველა ბირჟა და ბირჟის მსგავსი ორგანიზაცია დაიხურა. 1921 წელს კი, ხელახლა შეიქმნა 6 ბირჟა („ნეპის“ პოლიტიკის დროს). შემდეგ, მათი რიცხვი 114-მდე გაიზარდა. მათ შორის იყვნენ ბათუმის და თბილისის სასაქონლო ბირჟები. 1930 წლიდან საბჭოთა კავშირის მთელ ტერიტორიაზე, მათ შორის საქართველოშიც, არსებული ბირჟები გაუქმდნენ.

1922 წელს, **საქართველოში, კერძოდ, ქ. თბილისში**, შეიქმნა სავალუტო-სასაქონლო ბირჟა. ბირჟა მდებარეობდა სოლოლაკში. ბირჟის კომიტეტში შედიოდნენ ჭიათურის მარგანეცის მრეწველობის მფლობელნი (როგორც დიდი ოდენობით ვალუტის მფლობელნი). ამ ბირჟაზე პირველად მხოლოდ სავალუტო ოპერაციები მიმდინარეობდა, რის გამოც, ბირჟის განკარგულებაში არსებული ვალუტა ოფიციალური კურსის მიხედვით ნაწილდებოდა სპეციალური კომისიის მიერ დამფუძნებლებსა და ფირმებს შორის, რომლებიც სინამდვილეში საჭიროებდნენ ვალუტას. ბირჟაზე განაწილების ეს წესი მალე გაუქმდა და შემოდგომულ იქნა ვალუტის თავისუფალი კოტირება, მასზე მოთხოვნა მიწოდების მიხედვით.

1923 წელს მოცემულ ბირჟაზე გაიხსნა სასაქონლო განყოფილებაც, მაგრამ იგი კიდევ უფრო ნაკლებ სიცოცხლისუნარიანი აღმოჩნდა, ვიდრე საფონდო განყოფილება. სახალხო ბანკმა ჩქარა შეწყვიტა ბირჟის მომარაგება ვალუტით და მისი მუშაობაც შეჩერდა. 1923 წელს მოცემული ბირჟა დაიხურა. სანაცვლოდ, გაიხსნა ახალი ბირჟა, ახალ შენობაში და ახალი ხელმძღვანელობით. მას თავიდანვე ჰქონდა კოტირების კომისია, საარბიტრაჟო და საექსპერტო კომისიები, საინფორმაციო განყოფილება და საკუთარი გამომცემლობა. ერთი სიტყვით, ამ ბირჟის ორგანიზაციული სტრუქტურა უფრო სრულყოფილი იყო, ვიდრე მისი წინამორბედი ფირმისა. შედეგმაც არ დააყოვნა. უკვე 1923-1924 წლებში, ამ ბირჟაზე თავმოყრილი იყო ქ. თბილისის მთელი საბითუმო ვაჭრობის 70%, გაყიდვის საერთო თანხაში პირველი ადგილი ეკავათ სახელმწიფო ორგანოებს, შემდეგი ადგილი კი, კერძო პირებს.

1927-1928 წლებიდან, მოცემულ ბირჟაზე გარიგებები თითქმის აღარ განხორციელებულა. ბირჟის ნაცვლად შეიქმნა სახელმწიფო საშუამავლო ორგანიზაციები. ისინი განსაზღვრავდნენ პროდუქციის მიწოდების ლიმიტს და ფასებს. უნდა ვიფიქროთ, რომ რადგან „ნეპის“ პერიოდი დამთავრდა, ბირჟებიც იმიტომ გაუქმდა. მათი დაშვება საბჭოთა მთავრობის მიერ დროებითი ღონისძიება იყო. ეს მას სჭირდებოდა ქვეყნის მოსაძლიერებლად, ისე კი, ბირჟებს ისინი თვლიდნენ კაპიტალიზმის გადმონაშთად.

საერთოდ, უნდა აღვნიშნოთ, რომ საფონდო ბირჟების რაოდენობა მსოფლიოში შემცირდა და ეს გამოიწვია იმან, რომ ბირჟის ფუნქციების ნაწილი თავის თავზე აიღეს მსხვილმა ბანკებმა.

მაშასადამე, ბაზრებს, მათ შორის, ფინანსურ ბაზრებს გააჩნიათ საკმაოდ ხანგრძლივი არსებობის ისტორია. მათი წარმოშობის ძირითადი წინაპირობა იყო ინტერნაციონალიზაციის პროცესები. შემდეგ ეს პროცესები კიდევ უფრო გარღმავდა. ფინანსური კაპიტალის საერთაშორისო მოძრაობის განვითარების პროცესებისა და მისი ექსპანსიის მასტიმულირებელი ფაქტორია ბრეტონ-ვუდსის სავალუტო სისტემის კრახი, აღნიშნულის შედეგად გაუქმდა დოლარის ოქროზე გადაცვლის შესაძლებლობა და ქვეყნები გადავიდნენ ცვლადი სავალუტო კურსების რეჟიმზე. ამგვარად, ბრეტონ-ვუდსის სისტემის კრახის შემდგომ, კაპიტალს შესაძლებლობა გაუჩნდა თავისუფლად დატოვოს ერთი ქვეყნის საზღვრები და მიმართულ იქნას სხვა ქვეყანაში უფრო დიდი შემოსავლების მიღების მიზნით. ამგვარად, დაიწყო ნაციონალური ფინანსური ბაზრების ერთიან საერთაშორისო ბაზარში გაერთიანების პროცესი.

მსოფლიო ფინანსური ბაზრის ევოლუციის პროცესი ასახავს ფინანსური გლობალიზაციისა და სამეურნეო კავშირების ინტერნაციონალიზაციის პროცესის დინამიკასა და ხასიათს. აღნიშნული პროცესი არ მიმდინარეობდა ერთგვარად, ყოველ მის ეტაპს

გააჩნდა განმასხვავებელი თვისებები. პირობითად, მსოფლიო ბაზრის სასესხო კაპიტალების ევოლუციის პროცესი შეიძლება დაიყოს შემდეგ ეტაპებად:<sup>1</sup>

**პირველი ეტაპი** ხასიათდება მსოფლიო სამეურნეო სისტემის განვითარების მონოპოლისტურამდე სტადიად. ამ ეტაპზე სასესხო კაპიტალის მსოფლიო ბაზარი წარმოადგენდა სასესხო კაპიტალის ნაციონალური ბაზრების განზოგადოებულ ერთობლიობას. მათ არ შეეძლოთ ერთმანეთთან დაკავშირება, ვინაიდან არსებობდა ეკონომიკური და პოლიტიკური ბარიერები.

**მეორე ეტაპი** მიმდინარეობდა იმპერიალიზმისა და სამეურნეო საქმიანობის ინტერნაციონალიზაციის ეპოქაში. თავდაპირველად იგი წარმოდგენილი იყო მხოლოდ ნაციონალურ ბანკებში საერთაშორისო ოპერაციებით. დროთა განმავლობაში უმსხვილესი ბაზრები ლონდონში და ნიუ-იორკში გარდაიქმნებოდნენ მსოფლიო ფინანსურ ცენტრებად, რომლებიც ახორციელებდნენ ოპერაციებს ოქროთი და ვალუტით.

**მესამე ეტაპი** მიმდინარეობდა მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის — „დიდი დეპრესიისა“ (1929-1933 წ.წ.) და მეორე მსოფლიო ომის (1939-1945 წ.წ.) პერიოდში. აღნიშნულმა გამოიწვია შიდა და საერთაშორისო ოპერაციების შემცირება ნაციონალურ და მსოფლიო ფინანსურ ცენტრებში.

**მეოთხე ეტაპი** ხასიათდება 50-იანი წლების ბოლოს ევრობაზრის შექმნით. აღნიშნული ბაზრის შექმნა განპირობებული იყო ნაციონალურ-ეკონომიკურ სისტემებს შორის საერთაშორისო ფინანსური კაპიტალის გადადინების საჭიროებით. თუმცა, მკაცრი სავალუტო შეზღუდვები და ნაციონალურ ბაზრებს შორის მნიშვნელოვანი განსხვავებები არსებობდა აფერხებდა აღნიშნული პროცესის განვითარებას.

### **1.3. ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტები**

ფინანსურ ბაზარზე მიმოქცევადი ინსტრუმენტები, რომლებიც მისი სხვადასხვა სახეობის ოპერაციებსა და სეგმენტებს ემსახურება, თანამედროვე ეტაპზე დიდი მრავალფეროვნებით ხასიათდება. განვიხილოთ ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტების შინაარსი და თავისებურება, რომლებიც სხვადასხვა სახის ფინანსურ ბაზრებზე ოპერაციების მომსახურებისათვის გამოიყენება.

**საკრედიტო ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტებიდან შეიქმნა გამოვყოთ შემდეგი:**

- ❖ **ფულადი აქტივები** კრედიტორსა და მსესხებელს შორის საკრედიტო ურთიერთობების ძირითად ობიექტებს შეადგენს.

<sup>1</sup> *მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 13.*

- ❖ **ჩეკები** დადგენილი ფორმის ფულად საბუთს წარმოადგენს და ბანკში მიმდინარე ანგარიშის მფლობელის ნიშან-თვისებას მოიცავს. მასში ჩანერილი ფულადი თანხის გადახდის ნიშნით არსებობს: სახელობითი ჩეკი, ჩეკი წარმომდგენზე და საორდერო ჩეკი.
- ❖ **აკრედიტივაზი** კომერციული ბანკის ფულადი ვალდებულებებია, რომლებიც მათ კლიენტი-მყიდველის დავალებით გადაეცემა მყიდველის ან სხვა კომერციული ბანკის სასარგებლოდ, მასში ჩანერილი თანხის ჩარჩოებში ანგარიშსწორების განხორციელების მიზნით. განასხვავებენ გამოთხოვად და გამოთხოვის გარეშე, ასევე უბრალო და გადასაყვან აკრედიტივებს.
- ❖ **თამასუქები** მევალის უპირობო ფულადი ვალდებულებაა თამასუქის მფლობელს გადაუხადოს მასში მითითებული ვადის დადგომის შემდეგ განსაზღვრული თანხა.

**თანამედროვე პრაქტიკაში შიშვები სახის თამასუქები გამოიყენება:**

- ❖ **კომერციული.** მათი მეშვეობით ხორციელდება სასაქონლო კრედიტის მიხედვით პროდუქციის მყიდველის საანგარიშსწორებო ფულადი ვალდებულების გაფორმება;
- ❖ **საბანკო ანუ ფინანსური.** მათი მეშვეობით ხორციელდება მიღებული ფინანსური კრედიტის მიხედვით კომერციული ბანკის ან სხვა საკრედიტო ინსტიტუტის ფულადი ვალდებულებების გაფორმება.

**საკრედიტო გარათიხვა ფინანსური ოპერაციის ჩატარებისას შიშვება გამოიყენებულ იქნას:** პროცენტული თამასუქი, დისკონტური თამასუქი, ემიტირებული თამასუქები. თამასუქები იყოფა შემდეგ სახეობებად: **უბრალო თამასუქები, გადასაყვანი თამასუქები.**

**საკრედიტო ბაზრის სხვა დანარჩენი ფინანსური ინსტრუმენტებიდან** უფრო ცნობილია საგირავნო სიგელი.

**ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტები მოიცავს შიშვებს:**

- ❖ **აქციები** ფასიანი ქაღალდებია, რომელიც სააქციო საზოგადოების სანესდებო ფონდის ფორმირებაში მისი მფლობელის მონაწილეობის დამადასტურებელი და მოგების შესაბამისი წილის დივიდენდის ფორმით მიღებაზე უფლებამოსილების დოკუმენტია;
- ❖ **ობლიგაციებიც** ასევე, ფასიანი ქაღალდებია, რომლებიც მისი მფლობელის მიერ ფულადი სახსრების გადაცემას ადასტურებს და მითითებულ ვადაში

აღნიშნული ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულებისა, და ფიქსირებული პროცენტის ანაზღაურების ვალდებულებას;

- ❖ **საშემანახველო (დავოზიტური) სერტიფიკატები** წარმოადგენენ ბანკის მიერ ფულადი სახსრების დეპონირების შესახებ წერილობით მოწმობას, რომელიც დადგენილი ვადის შემდეგ დეპოზიტისა და მასზე დარიცხული პროცენტის მიღებაზე მესაზღვრის უფლების დამადასტურებელი საბუთიცაა;
- ❖ **ღირვანტები** შედარებით ახალი ფასიანი ქაღალდების ჯგუფს მიეკუთვნება. მათ მიეკუთვნება: ოპციონური კონტრაქტები; ფიუჩერსული კონტრაქტები; ფორვარდული კონტრაქტები; კონტრაქტი — „სვოპი“ და სხვები;
- ❖ **საფონდო ბაზრის დანარჩენი ფინანსური ინსტრუმენტები** — მათ მიეკუთვნება საინვესტიციო სერთიფიკატები, საპრივატიზაციო ფასიანი ქაღალდები, სახაზინო ვალდებულებები და სხვები.

**სავალუტო ბაზრის ძირითად ფინანსურ ინსტრუმენტებიდან შეიქმნა გამომყოფი:**

- ❖ **სავალუტო აქტივები** ანუ იგივე ვალუტა, რომელთა სავალუტო ბაზარზე ფინანსური ოპერაციების ძირითადი ობიექტია;
- ❖ **დოკუმენტური სავალუტო აკრედიტივი** გამოიყენება საგარეო ეკონომიკურ ანგარიშსწორებებში;
- ❖ **სავალუტო საბანკო ჩეკი**. ეს არის უცხოეთში სავალუტო ავუარების ბანკი — მფლობელის წერილობითი ბრძანება ბანკი-კორესპონდენტისათვის მიმდინარე ანგარიშიდან ჩეკის მფლობელისათვის შეთანხმებული თანხის გადარიცხვის შესახებ;
- ❖ **სავალუტო საბანკო თამასუქი**. ეს არის საანგარიშსწორებო საბუთი, რომელიც ბანკის მიერ უცხოელ კორესპონდენტზეა წარმოდგენილი;
- ❖ **გადასახვეიანი სავალუტო კომერციული თამასუქი**. ეს არის საანგარიშსწორებო საბუთი, რომელიც იმპორტიორის მიერ კრედიტორზე ან პროდუქციის პირდაპირ ექსპორტიორზეა გამოწერილი;
- ❖ **სავალუტო ფიუჩერსული კონტრაქტი**. იგი წარმოადგენს სავალუტო ბირჟაზე გარიგების განხორციელების ფინანსურ ინსტრუმენტი;
- ❖ **სავალუტო ოპციონური კონტრაქტი** — სავალუტო ბაზარზე დასადები კონტრაქტი ადრე გათვალისწინებული ფასებით, სავალუტო აქტივების შეძენაზე ან გაყიდვაზე უარის თქმის უფლებით;
- ❖ **სავალუტო სვოპი** — გარიგების განხორციელების პროცესში სხვადასხვა ქვეყნების ვალუტების პრიორიტეტული გაცვლის უზრუნველმყოფელი.

### **სადაზღვევო ბაზრის ძირითად ფინანსურ ინსტრუმენტებში შედის:**

- ❖ **სადაზღვევო მომსახურების კონკრეტულ სახეობაზე დადებული კონტრაქტები.** ისინი სადაზღვევო ბაზარზე კლიენტებთან ფინანსური ოპერაციების ძირითად ობიექტს წარმოადგენენ. აღნიშნული კონტრაქტები ფორმდება სპეციალური მონუმობის — „სადაზღვევო პოლისის“ სახით, რომელსაც სადაზღვევო კომპანია დაზღვეულს გადასცემს;
- ❖ **გადაზღვევის ხელშეკრულებები** არის დამზღვევ კომპანიებს შორის ფინანსური ურთიერთობის ფორმირებისას გამოყენებული ვალდებულებების ამსახველი დოკუმენტი;
- ❖ **ავარიული ხელმოწერა** — არის ტვირთმომღების მიერ ტვირთის გადაზიდვისა და საერთო ავარიიდან მიღებული ზარალის საკუთარი წილის გადახდის ფინანსური ვალდებულება.

### **ოქროს ბაზრის ძირითად ფინანსურ ინსტრუმენტებში შედის:**

- ❖ **ოქრო, როგორც ფინანსური ავზარი.** იგი არის ბაზარზე ფინანსური ოპერაციის ძირითადი ობიექტი;
- ❖ **მრავალფეროვანი დარივატივების სისტემა.** ეს არის ოპციონები, სვოპები და სხვა, რომლებიც გამოიყენება ძვირფასი ლითონების ბირჟაზე გარიგების განხორციელებისას.

ფინანსური ბაზრის ზემოთ განხილული ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტები იმყოფება მუდმივ დინამიკაში, რაც გამოწვეულია ცალკეული ბაზრების სახელმწიფოებრივი რეგულირების ნორმების ცვლილებით, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნების გამოცდილების გამოყენებით, ფინანსური ინოვაციებითა და სხვა ფაქტორებით.

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. რას ეწოდება ბაზარი?
2. ჩამოთვალეთ ბაზრის სახეები: 1) ტერიტორიის მიხედვით; 2) ყიდვა-გაყიდვის ობიექტების მიხედვით;
3. რა საქონელი იყიდება ფინანსურ ბაზრებზე?
4. დაასახელეთ ფინანსური ბაზრის სახეები.
5. რამდენ და რომელ ფუნქციას ასრულებენ ფინანსური ბაზრები?
6. დაახასიათეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ანუ საფონდო ბირჟა.
7. ჩამოთვალეთ დღევანდელი მნიშვნელოვანი ბირჟები.
8. რას ეწოდება ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტები? მოიყვანეთ ერთი, ორი მაგალითი.

## თავი II. საბაზრო ინფრასტრუქტურა

### II.1. მეცნიერული კონცეფციები ბაზრის ინფრასტრუქტურის შესახებ

ვიდრე უშუალოდ ამ საკითხის განხილვას დავიწყებდეთ, საჭიროდ ჩავთვალეთ, ჯერ განვმარტოთ ტერმინი „ინფრასტრუქტურა“, ხოლო შემდეგ „საბაზრო ინფრასტრუქტურა“. ინფრასტრუქტურის თვით განმარტებაც კი მეცნიერთა შორის მწვავე დისკუსიებს იწვევს. უფრო მეტია მათი დაპირისპირებები მის შედგენილობაზე.

ტერმინი „ინფრასტრუქტურა“ წარმოდგება ლათინური სიტყვიდან („Infra Structure“ — ქვედა განლაგება) და იგი პირველად თავიანთ კვლევებში გამოიყენეს დასავლელმა ეკონომისტებმა XIX საუკუნის 40-იან წლებში. მეცნიერ პ. სამუელსონის აზრით<sup>1</sup> ეკონომიკურ მეცნიერებაში ტერმინი „ინფრასტრუქტურა“ შემოიტანა და დაამკვიდრა ამერიკელმა მკვლევარმა პ. როზენშტაინ-როზანმა, რომელმაც გამოსცა ნაშრომი „ინფრასტრუქტურის ადგილი და როლი განვითარებად და განვითარებულ საზოგადოებებში“ და რომელმაც ინფრასტრუქტურაში ეკონომიკის საბაზრო დარგებად წარმოადგინა — „ენერგეტიკა, ტრანსპორტი და კავშირგაბმულობა“.<sup>2</sup>

მეცნიერთა შორის არსებობს ისეთი აზრიც, რომ ეკონომიკური ტერმინი — „ინფრასტრუქტურის“ — პირველი აღმომჩენი იყო ხ. ზინგერი, რომელმაც 40-იანი წლების დასაწყისში თავის ნაშრომებში გამოიყენა ცნება „ზედნადები კაპიტალი“. იგი მან უწოდა იმ ინვესტიციებს, რომელიც დაიხარჯებოდა ინფრასტრუქტურის განსავითარებლად და გამოიწვევდა ეკონომიკის განვითარებაში „კუმულატიურ პროცესს“.<sup>3</sup> მეცნიერი ო. უილიამსონი ეკონომიკურ თეორიას „ტექნოლოგიურ“ და ინსტიტუციონალურ პარადიგმებად ყოფს.<sup>4</sup> ტექნოლოგიური თვალსაზრისით იგი ობიექტს განიხილავს სანარმოო ფუნქციების და ურთიერთკავშირების პრიზმაში. ასეთი შეფასებით ინფრასტრუქტურა არის საფონდო ფასეულობათა მოძრაობის სამართლებრივ და ორგანიზაციულ ფორმათა ერთობლიობა. ინსტიტუციონალური (ფუნქციონალური) ინფრასტრუქტურა კი ახორციელებს სამართლებრივ, მეცნიერულ და ინფორმაციულ უზრუნველყოფას. იგი წერს, რომ „ინსტიტუციონალური პარადიგმა ობიექტში ხედავს

<sup>1</sup> *Самуэльсон П. Экономика. 13, 2-томах, 1, М., ВНИИСИ, 1992, гл. 21.*

<sup>2</sup> *Норт Д. С. Институты и экономический рост: историческое введение, М., Nthesis, 1993, т. 1. гл. 69-91.*

<sup>3</sup> *North D. C. Transaction costs, institutions, and economic history. – “Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1984, v. 140, #1, гл. 254.*

<sup>4</sup> *Williamson O. E. Transaction Cost Economics: Handbak of Industrial Organization. Ed. by R. Schmalensee and R. L. Willing. Elsevier Science Publishers B. v., 1989, vol. 1, гл. 119.*

ინსტიტუტს, ორგანიზაციას, ანდა კონტრაქტების ქსელს“.<sup>1</sup> ამ თვალსაზრისით, ინფრასტრუქტურა წარმოადგენს გარკვეულ ორგანიზაციების (საწარმოების) და ინსტიტუტების ერთობლიობას, რომლებიც ემსახურებიან ბაზარს და გარკვეული ფუნქციების შესრულებით უზრუნველყოფენ მის სტაბილურ მუშაობას.

ინფრასტრუქტურის არსზე მრავალფეროვანია საბაზრო ინფრასტრუქტურის განმარტებები. საბაზრო ინფრასტრუქტურის განმარტებათა მრავალსახეობას ინვესს ამ ცნების შინაარსის მიმართ მიდგომათა სიმრავლე. ზოგადად ამ ცნების განსაზღვრის 3 ძირითადი ჯგუფია ცნობილი.<sup>2</sup>

რ. კარენოვას განმარტებით საბაზრო ინფრასტრუქტურა ეს არის „დარგების, ქვედარგების და საქმიანობის სფეროების კომპლექსი, რომელთა ძირითად ამოცანას წარმოებიდან მომხმარებლებამდე საქონლის დაყვანა წარმოადგენს...“<sup>3</sup> ე. მუხანოვას განმარტებით საბაზრო ინფრასტრუქტურა არის სეგმენტებისგან შემდგარი ერთიანი სისტემა, რომელიც ემსახურება სხვადასხვა ტიპის ბაზრებს“.<sup>4</sup> გ. მუფტიევი საბაზრო ინფრასტრუქტურას წარმოგვიდგენს „ბაზრის კარკასად, რომელიც საქონლის მოძრაობის (გაცვლა და სხვა) მოსამსახურებლად აერთიანებს საწარმოთა და მეურნეობათა მეტად განშტოებულ და ურთიერთდაკავშირებულ ქსელს...“<sup>5</sup> მეცნიერ ვ. ნოვიკოვის აზრით, საბაზრო ინფრასტრუქტურა არის „სახელმწიფო და არასახელმწიფო საწარმოთა და ორგანიზაციათა ერთობლიობა, რომელიც უზრუნველყოფს სასაქონლო, ფინანსურ, სამუშაო ძალის და სხვა ბაზრების ფუნქციონირებას“.<sup>6</sup> ი. ბელიავსკი თვლის, რომ „საბაზრო ინფრასტრუქტურა არის ტექნიკური საშუალებების და მონეობილობის კომპლექსი, რომელიც ემსახურება საბაზრო პროცესების განხორციელებას“.<sup>7</sup> მეცნიერი ე. რუმინცევა იმის გარდა, რომ საბაზრო ინფრასტრუქტურად მიიჩნევს საბაზრო ინსტიტუტების ერთობლიობას, ჩამოთვლის კიდევ მასში შემავალ სუბიექტებს, რომელთა რიცხვში შეჰყავს კომერციული ბანკები, საფონდო ბირჟები, საკონსულტაციო კომპანიები, სადაზღვევო კომპანიები და სხვები.

საბაზრო ინფრასტრუქტურის განსაზღვრის ამ ურთიერთგანსხვავებულ შეხედულებათა მიუხედავად, მათში არის საერთო ნიშანი, რომელსაც ყველა მეცნიერი აღიარებს.

---

<sup>1</sup> **Williamson O. E.** *Transaction Cost Economics: Handbak of Industrial Organization*. Ed. by R. Schmalensee and R. L. Willing. Elsevier Science Publishers B. v., 1989, vol. 1, გვ. 119.

<sup>2</sup> **Новоселов А. С.** *Рыночная инфраструктура региона: проблемы формирования и развития*, Новосибирск, Экспресс, 2006, გვ. 9.

<sup>3</sup> **Каренов Р. С.** *Терминология рыночной экономики и бизнеса*, Алмаати, Гылым, 1994, გვ. 133.

<sup>4</sup> **Муханова Е. С.** *Теоретические основы и пути формирования рыночной инфраструктуры*, М., ИЭ РАН, 1994, გვ. 5.

<sup>5</sup> **Муфтиев Г. Г.** *Рынок средств производства в системе региональной экономики*, М., Наука, 1993, გვ. 167.

<sup>6</sup> **Новиков В.** *Толковый словарь: термина рыночной экономики*, М., Наука, 2001, გვ. 75.

<sup>7</sup> **Белявский И. К.** *Статистика рынка товаров и услуг*, М., Финансы и статистика, 2002, გვ. 364.

**ეს არის ინფრასტრუქტურის ფუნქცია, რომ მან შეუქმნას პირობები ბაზრის ფორმირებას, განვითარებას და ეფექტურ ფუნქციონირებას.**

რადგან ფინანსურ ბაზრებს შორის მსოფლიოშიც და საქართველოშიც ყველაზე განვითარებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ანუ საფონდო ბაზარი, ამიტომ თავს უფლებას მივცემთ, სახელმძღვანელოს ამ ნაწილში მისი ინფრასტრუქტურა განვიხილოთ და გარკვეული დაშვებით იგი ყველა სახის ფინანსური ბაზრისთვის ნიმუშად წარმოვიდგინოთ.

ბაზარი მრავალგვარია. მათ შორის ერთ-ერთი არის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და როგორც ყველა სხვა სახის ბაზარს — სასაქონლოს, სამუშაო ძალისას თუ სხვას — მის ეფექტურ ფუნქციონირებასაც, თავისი ინფრასტრუქტურა სჭირდება. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, რაღა თქმა უნდა, ქვეყნის საბაზრო ინფრასტრუქტურის ნაწილია. მასაც, ისევე როგორც საბაზრო ინფრასტრუქტურას, მეცნიერები სხვადასხვანაირად განსაზღვრავენ, თანაც, მეტად ხშირად არა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, არამედ საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურას უწოდებენ.

მეცნიერი ი. სიზოვი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურად მიიჩნევს „სისტემების ერთობლიობას, რომელიც უზრუნველყოფს ბაზრის ფუნქციონირებას...“<sup>1</sup> ი. სიზოვს თავის ნაშრომში მოაქვს აგრეთვე მისი შედგენილობა, რომ „ფასიანი ქაღალდების ინფრასტრუქტურა თავის თავში მოიცავს **სამართლებრივ, ინფორმაციულ, საანგარიშსწორებო-საკლირინგო, დავოზიტურ და სავაჭრო მდგენელებს**“.<sup>2</sup>

მეცნიერების ვ. გალანოვის და ა. ბასოვის განმარტებით საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურა წარმოადგენს „საფონდო ბაზრის მომსახურე ორგანიზაციების ერთობლიობას, რომლებიც დასპეციალიზებული არიან მისი ყველა მონაწილის მომსახურებაში“.<sup>3</sup>

მეცნიერი ე. მაცკაილოვა საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურას განიხილავს როგორც „თვითორგანიზებად სისტემას, რომელიც მოიცავს ფასიანი ქაღალდების საქონელმოდრაობის პროცესისთვის მომსახურე სამეურნეო სუბიექტებს და ტექნოლოგიების კომპლექსს, რომელთა მეშვეობით ხდება საფონდო ბაზრის ფუნქციონირება“.<sup>4</sup> იხილავს რა საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურას, ე. მაცკაილოვა იგი მის კლასიფიცირებას შემდეგნაირად წარმოგვიდგენს:

- ❖ ბაზრის მომსახურე საქმიანობების სფეროების კომპლექსი;

<sup>1</sup> *Сизов Ю. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг, М., Планета, 2000, გვ. 45.*

<sup>2</sup> *იქვე, გვ. 47.*

<sup>3</sup> *Галанов В. А., Басов А. И. Рынок ценных бумаг, М., Финансы и статистика, 2006, გვ. 100.*

<sup>4</sup> *Мацкалова Е. В. Развитие фондового рынка в России (Диссертация), Волгоград, 2005, გვ. 20.*

- ❖ ბაზარზე გარიგებების დადების და აღსრულების პროცესის მომსახურე ინსტიტუტების ერთობლიობა;
- ❖ მონყობილობის და ტექნიკური საშუალებების კომპლექსი;
- ❖ ბაზარზე რისკების დაზღვევის სისტემა.

საფინანსო-საკრედიტო ენციკლოპედიურ ლექსიკონში საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურა განმარტებულია როგორც „იმ ორგანიზაციების ერთობლიობა, რომლებიც ხელს უწყობენ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას და ამ ვაჭრობაში პროფესიონალურ დონეზე მონაწილეობენ. იგი მოიცავს ბროკერებს და დილერებს, სავაჭრო სისტემებს (ბირჟებს, ბირჟისგარეთა ვაჭრობის ორგანიზება), კლირინგულ ცენტრებს, დეპოზიტორებს, რეგისტრატორებს, საანგარიშსწორებო ცენტრებს და ბანკებს. ყველა ისინი ერთიანი ტექნოლოგიური ჯაჭვით არიან შეკავშირებულნი და ქმნიან ორგანიზებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტრუქტურას“.<sup>1</sup>

რუსი მეცნიერი ვ. ოვჩინიკოვი საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურას მიიჩნევს ინვესტორთა უფლებების დაცვის გლობალურ ინსტრუმენტად. ასეთი განმარტება რამდენამდე აფართოებს ინფრასტრუქტურის ცნებას, რადგან მასში ინვესტიციური შუამავლების ფუნქციებიც ხვდება.<sup>2</sup>

არსებობს განსხვავებული განმარტებებიც. მაგალითად, ვ. ა. ტარაჩევს მიაჩნია, რომ „ინფრასტრუქტურა ეს არის ფუნქციონალურად დაკავშირებულ ელემენტთა ერთობლიობა, რომელიც მოიცავს არა მხოლოდ სავაჭრო და საანგარიშსწორებო-დეპოზიტარულ ორგანიზაციებს, არამედ ინვესტორებს, ემიტენტებს, საბროკერო და დილერულ ორგანიზაციებს, ერთი სიტყვით ინვესტიციური პროცესის ყველა მონაწილეს“.<sup>3</sup>

მეცნიერმა ი. მ. მირკინმა საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურა დაყო რამდენიმე ნაწილად და თავის ნაშრომში იგი შემდეგ სახეებად წარმოადგინა:<sup>4</sup>

- ❖ სამართლებრივი;
- ❖ ინფორმაციული (ფინანსური ჟურნალ-გაზეთები და მონაცემთა ბაზები);
- ❖ სარეგისტრაციო ქსელი;
- ❖ დეპოზიტორული და საანგარიშსწორებო-კლირინგული ქსელი.

ქართველი მეცნიერი მ. ლორთქიფანიძის აზრით, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურაში იგულისხმება იმ ინსტიტუტების (ორგანიზაციების) და სისტემების ერთობლიობა, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეობას ხელს

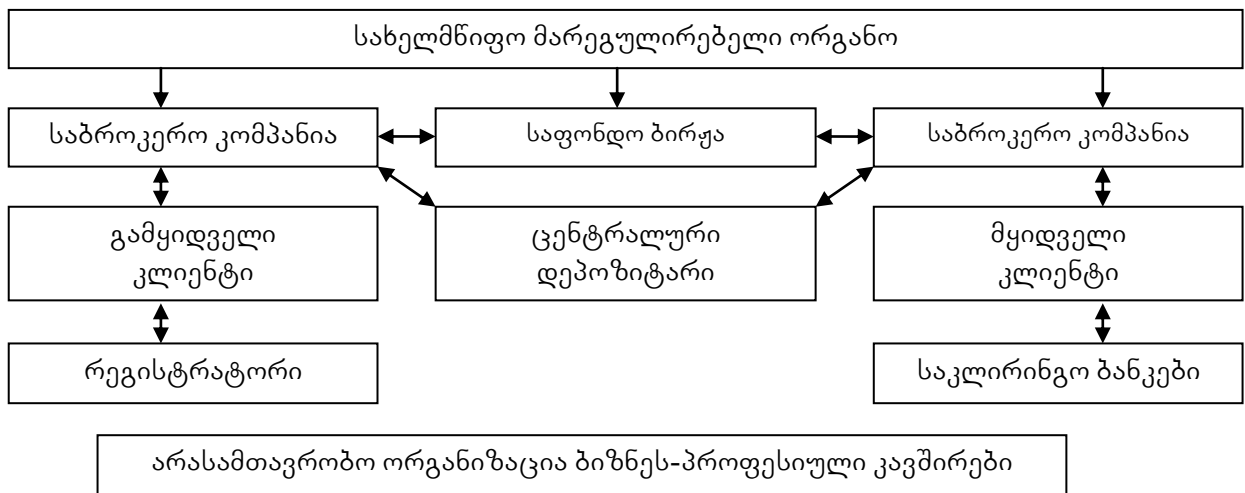
<sup>1</sup> *Финансово-кредитный энциклопедический словарь (под ред. А. Грязновой), М., Финансы и статистика, 2004, გვ. 376.*

<sup>2</sup> *Овчиннико В. В. Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг, М., Коммьюлог, 1998, გვ. 88-91.*

<sup>3</sup> *Гарачев В. А. Российский рынок ценных бумаг и механизмы привлечения инвестиций в народное хозяйство, М., 1997, გვ. 287.*

<sup>4</sup> *Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок, М., Перспектива, 1995, გვ. 550.*

უნყობენ მათი საქმიანობის ეფექტურობის ამაღლებასა და გარიგების დადებისას რისკის შემცირებაში“.<sup>1</sup> მისივე აზრით, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურაში მოიაზრება: საქართველოს საფონდო ბირჟა, ფასიანი ქაღალდების საქართველოს ცენტრალური დეპოზიტარი, საბროკერო კომპანიები, რეგისტრატორები, საანგარიშსწორებო ბანკები (კომერციული ბანკები, რომელთა მეშვეობით ხდება ანგარიშსწორება), საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია და არასამთავრობო ორგანიზაცია ბიზნეს-პროფესიული კავშირი. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას მეცნიერი მ. ლორთქიფანიძე სქემატურად ასე წარმოგვიდგენს (ნახაზი 3).



ნახაზი 3. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა<sup>2</sup>

ამ ნახაზიდანაც და ტექსტიდანაც ჩანს, რომ მეცნიერ მ. ლორთქიფანიძე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურაში შეჰყავს თვით საფონდო ბირჟა, მისი მარეგულირებელი ორგანო (დღეის მდგომარეობით საქართველოს ეროვნული ბანკი), ფასიანი ქაღალდების მყიდველები, გამყიდველები და არასამთავრობო ორგანიზაცია ბიზნეს-პროფესიული კავშირი (ასოციაცია). ჩვენი აზრით, ბიზნეს-პროფესიული კავშირი ინფრასტრუქტურაში არ უნდა შედიოდეს, რადგან მართალია აღნიშნული ასოციაცია ხელს უწყობს ბაზრის განვითარებას, მაგრამ ეს ხელის შეწყობა არც ისეთი მასშტაბურია და არც ისეთი მნიშვნელოვანია (სემინარების ჩატარება, ბიულეტენის გამოცემა და სხვა), რომ ის ინფრასტრუქტურის ელემენტად დასახელდეს.

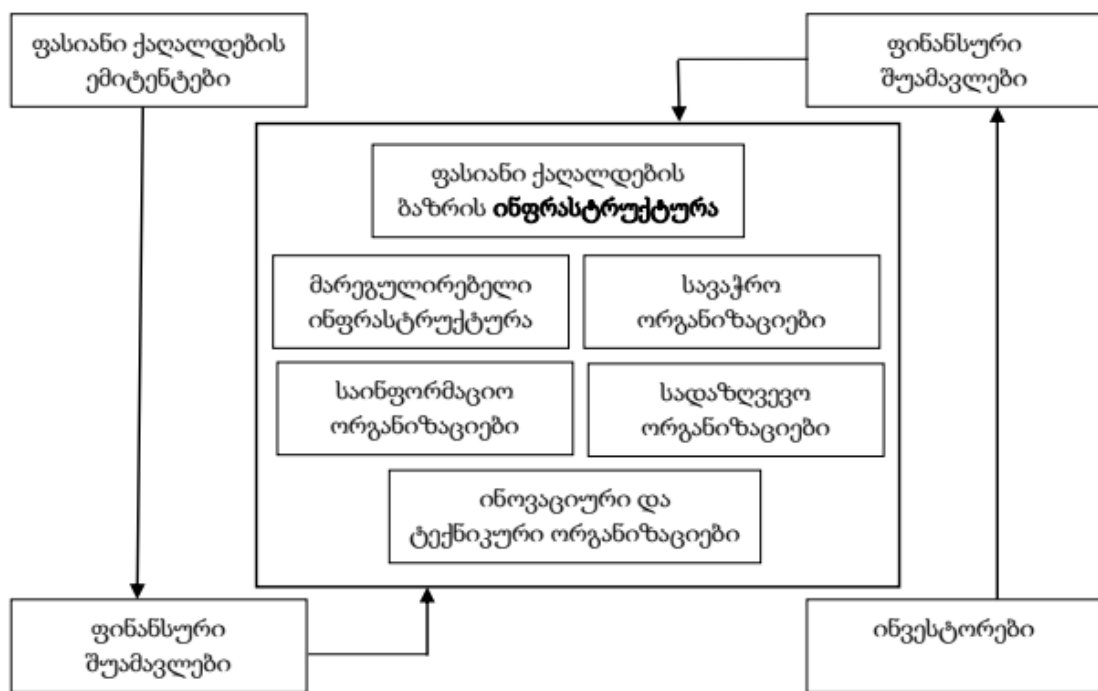
ამრიგად, როგორც საბაზრო ინფრასტრუქტურის ისე საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის განმარტებებიდან დავინახეთ, რომ ისინი სხვადასხვანაირია. ჩვენთვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ინფრასტრუქტურის შედგენილობის სხვადასხვაობა, რაც გვაძლევს საფუძველს, რომ არა თუ საქართველოში, არამედ, მთელ მსოფლიოში არ

<sup>1</sup> ლორთქიფანიძე მ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, თბ., 2005, გვ. 10.

<sup>2</sup> იქვე, გვ. 39.

არსებობს მისი ერთიანი სტრუქტურა. ეს ვითარება მოითხოვს მის დეტალურ განხილვას და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურაში შემავალ ინსტიტუტების სისტემატიზაციას. უნდა აღვნიშნოთ, რომ ფასიანი ქაღალდების კონკრეტული სახეების წარმოშობასთან ერთად ბაზარზე მათ მოსამსახურებლად გაჩნდა სპეციალიზებულ ინსტიტუტების ფორმირების და განვითარების აუცილებლობა. მაგალითად, რეგისტრატორების ინსტიტუტის განვითარება დაუკავშირდა სახელობითი ფასიანი ქაღალდების ბრუნვას, დეპოზიტორების — არადოკუმენტირებულ ფასიანი ქაღალდების შენახვის და მათზე საკუთრების უფლების აღრიცხვის აუცილებლობას, კლირინგის ინსტიტუტის — საანაგრიშნორებო ოპერაციების დაჩქარებას და მათი საიმედობის ამაღლებას და ა. შ. სწორედ ამ ინსტიტუტების ერთობლიობა წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას და მისი ძირითადი დანიშნულება არის უზრუნველყოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სიმყარე და სტაბილურობა, შეამციროს კაპიტალიზებული აქტივების და დაგროვილი ვალდებულებების რისკები, გადაარჩინოს ბაზარი ჩამოშლას და სხვა ფორს-მაჟორული სიტუაციების უარყოფით გავლენებს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზი საშუალებას იძლევა დაჯგუფდეს მისი სუბიექტები ბაზარზე დაკავებული მათი ფუნქციონალური როლის მიხედვით (ნახაზი 4). ბაზრის სუბიექტი შეიძლება იმყოფებოდეს მყიდველის ან გამყიდველის პოზიციაში, ანდა მხოლოდ ბაზარზე ჩამოყალიბებულ ეკონომიკურ ურთიერთობებს ემსახურებოდეს. ამ ნიშნით ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სუბიექტები განურჩევლად იმისა, ბაზარი პირველადია თუ მეორადი, 3 ძირითად ჯგუფად ჯგუფდებიან: 1. კლიენტები. 2. შუამავლები. 3. მომსახურე ორგანიზაციები.



ნახაზი 4. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სუბიექტების სტრუქტურა

აუცილებლად უნდა აღვნიშნოთ, რომ ფასიანი ქალაქების ემიტენტებისა და ინვესტორებისთვის ანუ გამყიდველების და მყიდველებისთვის დასახელებული ბაზარი არის სფერო, სადაც ერთნი, კერძოდ, ემიტენტები, გაყიდიან ფასიან ქალაქებს, მეორენი, კერძოდ, ინვესტორები კი იყიდიან მათ. მათი ძირითადი საქმეც და ძირითადი პროფესიული ინტერესიც ამ ბაზრის გარეთაა (ამიტომაც ნახაზზე — ფასიანი ქალაქების ბაზრის ჩარჩო-მოდელში ისინი ცენტრში კი არ დგანან, არამედ, გარედან არიან ჩართულნი). მაგალითად, თუ ემიტენტი სს „კოკა-კოლა“, რომელსაც გაუჩნდა გარკვეული ფულადი თანხის საჭიროება და გადაწყვიტა გამოუშვას აქციები, გაყიდოს ფასიანი ქალაქების ბაზარზე და ასე მიიღოს ეს რესურსი, ამ ოპერაციის შესრულების შემდეგ ის ამთავრებს ამ ბაზართან ურთიერთობას, ასევე ინვესტორიც. რაც შეეხება ფინანსურ შუამავლებს და ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტებს, ისინი დასპეციალიზებული არიან ბაზრის მონაწილეების მომსახურებაზე. ფინანსური შუამავლები ასრულებენ რა ბაზარზე საბროკერო, სადილერო და სატრასტო ოპერაციებს, ამით ისინი უზრუნველყოფენ ინვესტორებს შორის, ანდა ინვესტორებსა და ემიტენტებს შორის კავშირს. ბაზრის ინფრასტრუქტურის სხვა ინსტიტუტები ასრულებენ ბაზარზე მარეგულირებელ, სავაჭრო, დეპოზიტარულ, სარეგისტრაციო, საანგარიშსწორებო, ინფორმაციულ, კლირინგულ, სადაზღვევო და სხვა ოპერაციებს. ამით ისინი ფასიანი ქალაქების ბაზარზე გარიგებების დადების და აღსრულების პირობებს უზრუნველყოფენ.

ფასიანი ქალაქების ბაზრის ინსტიტუტების ჩვენს მიერ ზემოთ ჩამოთვლილი სახელები საყოველთაო და უნიფიცირებული არ არის. სხვადასხვა ქვეყანა მათ სხვადასხვანაირად მოიხსენიებს. ეს დამოკიდებულია მათ ეროვნულ კანონმდებლობაზე და ისტორიულ ტრადიციებზე. მაგალითად, ფასიანი ქალაქების ბაზარზე საანგარიშსწორებო-საკლირინგო საქმიანობას ერთ ქვეყანაში შეიძლება ეწოდეს ამავე დასახელების ერთი ცენტრი, სხვა ქვეყანაში კი, იგი ორი დასახელებით (საანგარიშსწორებო ცენტრი, საკლირინგო ცენტრი) ფუნქციონირებდეს (ასეა რუსეთში).

ფასიანი ქალაქების ბაზრის სინონიმად იყენებენ „საფონდო ბაზარსაც“. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქალაქების შესახებ“ მათ იდენტურ ცნებებად აღიარებს. მეცნიერთა შრომებში ყველაზე ხშირად ორივე ეს ტერმინი გამოიყენება, როგორც იდენტური ცნებები, თუმცა, არის გამონაკლისებიც, როცა ფასიანი ქალაქების ბაზარს თვლიან საფონდო ბაზრის ნაწილად.

## II.2. საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის შეღებვის

დღეს საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურა ისეთივეა როგორც არის საზღვარგარეთის განვითარებადი საფონდო ბაზრების ინფრასტრუქტურა. საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის შესახებ მეცნიერთა შორის ერთიანი შეხედულება არ არსებობს, მაგრამ ყველა ისინი თანმხედებიან იმაში, რომ ამ ინფრასტრუქტურაში მოიაზრება იმ ინსტიტუტების ერთობლიობა, რომლებიც ბაზრის მუშაობას უწყობენ ხელს.

ასეთი სტრუქტურული რგოლები, მათი საჭიროებიდან გამომდინარე, საქართველოში შეიქმნა საფონდო ბირჟის დაფუძნებისთანავე. ესენი იყვნენ **საბროკერო და სადილერო კომპანიები, საკლირინგო პალატა, ცენტრალური დეპოზიტარი და რეგისტრატორები** (ისინი სხვადასხვა დროს სხვადასხვა რაოდენობით შეიქმნენ (გამონაკლისია ცენტრალური დეპოზიტარი). მთლიანობაში ისინი საფონდო ბირჟასთან ერთად ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას წარმოადგენდნენ. განვიხილოთ ისინი ცალ-ცალკე ქრონოლოგიურად.

**საბროკერო და სადილერო კომპანიები.** საბროკერო კომპანია წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდებს ბაზრის რეგულირებად მონაწილეს. იგი არის ფასიანი ქაღალდების მყიდველსა და გამყიდველს შორის შუამავალი და მხოლოდ ლიცენზიის საფუძველზე შეუძლია განახორციელოს ერთი ან რამდენიმე საშუამავლო საქმიანობა ზოგადად საბროკერო კომპანიის საქმიანობა იყოფა ოთხ ძირითად სფეროდ: საკონსულტაციო მომსახურების განვითარება; საშუამავლო (აგენტური) მომსახურება; აქტივების მართვა. დილერული საქმიანობა (საკუთარი სახსრებით ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა; ფასიანი ქაღალდების გარანტირებული ანდერ-აიტინგი).

ამ სფეროებში საბროკერო კომპანიას უფლება აქვს: კონსულტაციები გაუწიოს ინვესტორებს ფასიანი ქაღალდებში ინვესტიციების განხორციელების საკითხებში, კონსულტაციები გაუწიოს ემიტენტებს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების საკითხებში, განახორციელოს ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების განთავსება, მიიღოს და გადასცეს კლიენტის დავალებები ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებით, მართოს კლიენტის საინვესტიციო პორტფელები, აწარმოოს კლიენტების საინვესტიციო სახსრების ან ფასიანი ქაღალდების შენახვა და აღრიცხვა და ა. შ.

ყველა დასახელებული საქმიანობა საბროკერო კომპანიისთვის მნიშვნელოვანი და შემოსავლის მომტანია, მაგრამ მათ შორის მაინც ძირითადი არის საშუამავლო (აგენტური) მომსახურება. ასეთი მომსახურება არის სხვა პირის ანუ პრინციპალის სახელით და ნდობით ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვაში შუამავლობა. საბროკერო

კომპანია ივალდებულებს ამ პროცესში პრინციპალის დავალებები შეასრულოს. საფონდო ბორჟა საქართველოში 1999 წელს დაფუძნდა. ამ დღიდან დაიწყო მის შუამავალ ინსტიტუტთა ჩამოყალიბება. ერთ-ერთი ასეთი იყვნენ საბროკერო-სადილერო კომპანიები. 2002 წლისთვის საქართველოს საფონდო ბირჟაზე უკვე 42 ლიცენზირებული საბროკერო-სადილერო კომპანია მუშაობდა. მათ შორის ექვსი იყო კომერციული ბანკების შვილი-შვილი კომპანიები, კერძოდ:

- ❖ გაერთიანებული ქართული ბანკის „ქართული საფონდო კომპანია“;
- ❖ თიბისი ბანკის — „თიბისი-ბროკერი“;
- ❖ ბანკი „ქართუს“ — „ქართუ-ბროკერი“;
- ❖ საქართველოს ბანკის — „სბ-ინვესტი“;
- ❖ საქართველოს საზღვაო ბანკის — „GMB GROUP“;
- ❖ ბაზისბანკის — „ბაზისი“.

საფონდო ბირჟის ამუშავების საწყის წლებში 42 საბროკერო კომპანიიდან 2 იყო სააქციო საზოგადოება („ინდუსტრია-ინვესტი“ და „ქაბარჯინა“), ხოლო დანარჩენი შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება. ყველა ისინი იყვნენ საქართველოს საფონდო ბირჟის მესაკუთრე წევრები, ხოლო მათგან 39 „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის“ წევრი. ბირჟის მიერ დამტკიცებული წესების მიხედვით მხოლოდ 14 საბროკერო კომპანიას ჰქონდა უფლება ევაჭრა სავაჭრო დარბაზში.

საბროკერო კომპანიები ყოველთვის როდი იცავდნენ დადგენილ წესებს. მარტო 2002 წლის განმავლობაში 6 საბროკერო კომპანიას შეუჩერდა ლიცენზიის მოქმედება. ესენი იყვნენ: შპს „ქართული საბროკერო კომპანია“, სპს „დავი+“, შპს „საქართველო“, შპს „სოლომონ სალმანი“, შპს „კვანტი“, შპს „საბროკერო კომპანია ანირა“.

2002 წელს საქართველოში ბროკერის ლიცენზია მიცემული ჰქონდა 125 ფიზიკურ პირს. ისინი იმ კომპანიების სახით მოქმედებდნენ, სადაც იყვნენ დაქირავებულნი.

საწყისი წლები მეტად მძიმე იყო საფონდო ბირჟისთვისაც და მისი შუამავალ ორგანიზაციების, კერძოდ, საბროკერო კომპანიებისთვისაც. ისინი არა მხოლოდ ეხლა ყალიბდებოდნენ, არამედ ეხლა სწავლობდნენ ამ, მათთვის სრულიად ახალ საქმეს, რადგან საბჭოთა საქართველოში ამის პრაქტიკა არ არსებობდა. რა თქმა უნდა, ეს არ ეხება იმ ორ-სამ საბროკერო კომპანიას, რომლებიც ირლანდიის, აშშ-ს და დიდი ბრიტანეთის წარმომადგენლების მიერ იყო გახსნილი.

გარკვეული წლების გასვლის შემდეგ, კერძოდ, 2008 წლის დასაწყისში საქართველოს საფონდო ბირჟის წევრი საბროკერო კომპანიების რიცხვი 42-დან 11-მდე შემცირდა. ესენია:

1. საბროკერო კომპანია სს „დი ბი ელ კაპიტალი“.
2. შპს საბროკერო კომპანია „ფინანსური მომსახურების ჯგუფი დოენი“.

3. შპს საბროკერო კომპანია „თბილისერკაპიტალი“.
4. შპს საბროკერო კომპანია „ქართული საფონდო კომპანია“.
5. შპს საბროკერო კომპანია „თიბისი ბროკერი“.
6. სს საბროკერო კომპანია „გალტ ენდ თაგგარტ სიქიურითი“.
7. შპს საბროკერო კომპანია „ქართუ-ბროკერი“.
8. შპს საბროკერო კომპანია „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი“.
9. შპს საბროკერო კომპანია „კაუკასუს ფაინენშიალ სერვისი“.
10. სს საბროკერო კომპანია „კაუკასუს კაპიტალ კგუფი“.
11. შპს საბროკერო კომპანია „პაბლიკ ინვესტმენტ მენეჯმენტ კომპანი“.

მათ შორის ერთ-ერთი ლიდერი საბროკერო კომპანია იყო „გალტ ენდ თაგგარტი“. შპს „გალტ ენდ თაგგარტი“, როგორც საბროკერო კომპანია დაარსდა 2000 წელს. 2004 წელს იგი გახდა საქართველოს ბანკის შვილობილი კომპანია.

2006 წლის ფინანსური მაჩვენებლებით „გალტ ენდ თაგგარტი“ ორეხ-ის მიერ აღიარებულ იქნა საუკეთესო კომპანიად, აქტიურ ბროკერად ბირჟაზე და უმსხვილესი გარიგებების შემსრულებლად.

კომპანია „გალტ ენდ თაგგარტს“ მიზნად ჰქონდა დასახული:

- ❖ კორპორაციული კულტურის ჩამოყალიბება და შენარჩუნება;
- ❖ მაღალკვალიფიციური ორ ან მრავალენოვანი პერსონალით მომსახურება;
- ❖ კლიენტზე და ურთიერთობაზე ორიენტაცია;
- ❖ ოპტიმალური კაპიტალიზაცია;
- ❖ ერთი ფირმის პრინციპით მომსახურება.

კომპანია კლიენტებს სთავაზობდა:

- ❖ დამოუკიდებელ და ობიექტურ რჩევებს;
- ❖ სამართლიან ტარიფებს და გამჭვირვალე ტრანზაქციებს;
- ❖ სს „საქართველოს ბანკის“ მიერ მარტივ კასტოდირიანურ და მოქნილ შემნახველ პირობებს.

„გალტ ენდ თაგგარტის“ მეშვეობით შესაძლებელია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა მსოფლიოს სხვადასხვა ბირჟებზე, კერძოდ, საქართველოს, უკრაინის, Euro next-ზე, რუსეთის, ყაზახეთის, ლონდონის, უზბეკეთის, გერმანიის Boerse-ზე, Wiener Boerse-ზე, მადრიდის, SWX, მილანის, სტოკჰოლმის, ნიუ-იორკის, ნაზდაკის, ამექსის, ავსტრალიის საფონდო ბირჟებზე. აგრეთვე ობლიგაციების სხვადასხვა ბირჟებზე. ისინი აღნიშნულ ბირჟებზე ეწევიან კორპორაციულ საბროკერო მომსახურებასაც, რომლის მიზანია:

- ❖ კონსულტაციები ტრანსფარენტულობის და კორპორაციული მართვის გაუმჯობესებაზე;
- ❖ კლიენტების საფუძვლიანი კვლევა;
- ❖ ბაზრის ანალიზი და უკუკავშირი;
- ❖ სექტორის და ბაზრის სიახლეები;
- ❖ კონკურენტების კვლევა;
- ❖ ვაჭრობის მიმდინარეობა;
- ❖ ურთიერთობების გამყარებაზე გამიზნული ღონისძიებები;
- ❖ კლიენტისათვის ბალანსის უწყისის წარდგენა.

„გალტ ენდ თაგგარტი“ მეშვეობით მრავალი უცხოელი ინსტიტუციონალური და ფიზიკური პირი, ახორციელებს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას და კასტოდიანურ მომსახურებას. ამის გარანტადაც სს „საქართველოს ბანკი“ გამოდის. კომპანია კლიენტებს ემსახურება დაბალი ტარიფებით. ამაზე მეტყველებს მათი კლიენტების სიმრავლე და მრავალფეროვნება.

კომპანია დაინტერესებულ პირებს სადილერო მომსახურებასაც უწევს. მას უმსხვილესი სადილერო პორტფელი გააჩნია. იგი მაღალლიკვიდური აქტივებისგან შედგება.

„გალტ ენდ თაგგარტი“ ინდექსი ქვეყნდება შექმნის დღიდან, ანუ 2000 წლიდან. იგი წარმოადგენს ერთადერთ აქციათა ინდექსს საქართველოში, რომელიც ასახავს საქართველოს საფინანსო ბირჟის დინამიკას.

კომპანია „გალტ ენდ თაგგარტი“ საბროკერო მომსახურებასთან ერთად ახორციელებს მსოფლიო კლასის საინვესტიციო საბანკო მომსახურებას, რომელიც ცნობილია „გალტ ენდ თაგგარტი სიქიურიტის“ სახელით. საინვესტიციო საბანკო მომსახურებაში ითვლება:

- ❖ კვალიფიციური რჩევები, შესრულების მაღალი ხარისხი და რესურსების გაზრდა, იმ მზარდი კომპანიებისთვის, რომლებიც საჭიროებენ სააქციო და სასესხო კაპიტალის გაფართოებას;
- ❖ მაღალი სელექციურობა ახალი კლიენტების შერჩევაში;
- ❖ კლიენტების დაფინანსება სასესხო კაპიტალით საქართველოს ბანკის რესურსებიდან.

გამოცდილებიდან გამომდინარე „გალტ ენდ თაგგარტი“ არის კომპეტენტური კომპანია. მას გააჩნია უნარი განახორციელოს გარიგება საბაზრო გარემოს მოთხოვნების გათვალისწინებით. ამასთან არის ინოვაციური და პრაქტიკული. ეს საბროკერო კომპანია დღესაც წარმატებით მუშაობს.

2015 წლის მაისში, როდესაც საქართველოს კაპიტალის ბაზრის სამუშაო ჯგუფი მუშაობდა საქართველოს საფონდო ბაზრის შესწავლაზე, ბირჟაზე აქტიურად მხოლოდ 9 საბროკერო კომპანია მოქმედებდა. ესენი იყვნენ:

1. სს „გალტ & თაგარტი“.
2. სს „აბი ასეტ მენეჯმენტი“.
3. შპს „კაუკასუს ფაინენშიალ სერვის“-ი.
4. სს „ლიბერთი სიქიურიტი“.
5. შპს „თიბისი ბროკერი“.
6. შპს „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი“.
7. სს „კაუკასუს კაპიტალ ჯგუფი“.
8. შპს „ქართუ ბროკერი“.
9. შპს „STOX“.

დღეს მდგომარეობა კიდევ შეცვლილია. ბირჟის 2018 წლის წლიური ანგარიშგებით ირკვევა, რომ ბირჟაზე ვაჭრობენ და აქტიურობენ:

1. შპს „თიბისი კაპიტალი“.
2. სს „გალტ ენდ თაგარტი“.
3. შპს „ქართუ ბროკერი“.
4. სს „კავკასუს კაპიტალ ჯგუფი“.
5. სს „ჰერიტიჟ სიქიურიტიზ“.

ამრიგად, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საქართველოს საფონდო ბირჟაზე მოქმედი საბროკერო კომპანიების რაოდენობა 42-ით დაიწყო და 2015 წლამდე 5-მდე შემცირდა. ასე დარჩა იგი დღემდის (იხ. ცხრილი 1). 2000-2004 წლამდე 42-დან 16-მდე შემცირდა, 2004-2008 წლებში სტაბილური იყო და 16-17-ს შეადგენდა, 2009 წელს დაიწყო კლება, 2015 წელს 5-მდე შემცირდა, და დარჩა ასე 2018 წელშიც.

ამ დარგის სპეციალისტები საბროკერო კომპანიების შემცირების რამდენიმე მიზეზს ასახელებენ. ერთ მიზეზად ისინი თვლიან, 2007-2008 წლებში საქართველოს პარლამენტის მიერ საჯარო (ბირჟაზე მყოფი) ფასიანი ქაღალდების საბროკერო კომპანიების მეშვეობით ყიდვა-გაყიდვის გაუქმებას და მისი ბირჟის გარეშე დაფიქსირებით, ე. ი. „ფიქსინგით“ გასხვისების დაშვებას, ხოლო მეორე მიზეზად 2015 წელს საბროკერო კომპანიისთვის 500 000 ლარის მოთხოვნის დაწესებას ლიცენზიის შენარჩუნებისთვის. დ. ასლანიშვილის აზრით, ეს არის მეტად დიდი თანხა. ჩვენ ვეთანხმებით ორივე ამ მოსაზრებას.

საბროკერო კომპანიათა რაოდენობა და დინამიკა  
საქართველოში 2000-2018 წლებში

წლები	საბროკერო კომპანიათა რაოდენობა	დინამიკა	
		%-ად 2000 წელთან	%-ად წინა წელთან
2000	42	-	-
2001	38	90,4	90,4
2002	35	83,3	92
2003	26	62,0	74,2
2004	16	38,1	61,5
2005	16	38,1	100
2006	17	40,1	106,2
2007	17	40,1	100
2008	16	38,1	94,2
2009	9	21,4	56,2
2010	8	19	88,9
2011	8	19	100
2012	7	16,6	87,5
2013	7	16,6	100
2014	7	16,6	100
2015	5	11,9	71,4
2016	5	11,9	100
2017	5	11,9	100
2018	5	11,9	100

**რეგისტრატორის ინსტიტუტი.** ეს ინსტიტუტი თითოეული აქციონერის მფლობელობაში (საკუთრებაში) არსებული ფასიანი ქაღალდების და მათი გადაცემის ზუსტი ასახვისთვის არის საჭირო. საქართველოში პირველი ლიცენზია ასეთ რეგისტრატორზე გაიცა 2002 წლის 24 იანვარს. ეს იყო შპს „რეესტრი — XXI“. იგი 14 ემიტენტის რეესტრს აწარმოებდა. 2003 წლის დასაწყისში საქართველოს საფონდო ბირჟაზე უკვე ფუნქციონირებდნენ რვა ლიცენზირებული ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორები, რომელთაგან 7 მუშაობდა ქ. თბილისში, 1 ბათუმში. ესენი იყვნენ:

1. შპს „ეროვნული რეესტრი“.
2. შპს „ICT დელამინი“.
3. შპს „რეესტრი“.
4. შპს „რეესტრი — XXI“.
5. შპს „რეესტრ-ცენტრი“.
6. შპს „კაპტიალ რეესტრი“.
7. სს „კავკასრეესტრი“.
8. შპს „კომპანია ცენტრი“.

ერთობლივად ყველა ისინი 807 ემიტენტის რეესტრს აწარმოებდნენ. აქედან ყველაზე მეტ ემიტენტს, კერძოდ, 160-ს ემსახურებოდა შპს „ეროვნული რეესტრი“, ყველაზე ნაკლებს, კერძოდ, 14-ს — შპს „რეესტრი — XXI“.

2015 წლის ივნისისთვის საქართველოში მოქმედებდა უკვე არა 8, არამედ ფასიანი ქაღალდების ლიცენზირებული 3 რეგისტრატორი — კავკასიურ რეესტრი, გაერთიანებული რეგისტრატორი და ეროვნული რეგისტრატორი.

2019 წლის 1 იანვრისთვის საქართველოში უკვე მოქმედებს 5 რეგისტრატორი — შპს „კაპიტალრეესტრი“, სს „კავკასიურ რეესტრი“, სპს „რეესტრი“, შპს „ეროვნული რეესტრი“ და სს „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების გაერთიანებული რეგისტრატორი“.

ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაცია არის საშუალება, რომლითაც ფასიანი ქაღალდების მფლობელის უფლებები საკუთრებაზე მისი გადაცემის ან ვალდებულებებით დატვირთვის ფაქტები აღრიცხული და გარანტირებულია. უცხოეთის პრაქტიკით და იქ მოქმედი კანონმდებლობით ამ საქმით დაკავებული უნდა იყოს სპეციალური ორგანიზაცია (ორგანიზაციები), რომელიც ამ საქმის შესასრულებლად სახელმწიფოსგან მიიღებს ლიცენზიას. ამასთან რეგისტრატორს ეკრძალება რომელიმე სხვა საქმიანობის წარმოება.

რეგისტრატორის ფუნქციებში შედის:<sup>1</sup>

- ❖ ემიტენტის მიერ გადმოცემული დოკუმენტაციის მიხედვით რეესტრის წარმოებისთვის საჭირო ელექტრონული ბაზის შექმნა;
- ❖ რეესტრის მონაცემთა ბაზის სისწორისა და წარმოების უსაფრთხოება, ყველა იმ შემოსული დოკუმენტების ოპერატიული აღრიცხვით, რომელთა საფუძველზე მოხდა რეესტრში ცვლილებების შეტანა;
- ❖ ემიტენტის უზრუნველყოფა რეგისტრირებულ მფლობელთა მიმდინარე სიით შესაბამისი წერილობითი მოთხოვნებისთანავე;
- ❖ რეგისტრირებულ მფლობელთა მომსახურება;
- ❖ ემიტენტებთან დადებული ხელშეკრულებიდან გამომდინარე, სხვა სახის მომსახურების განწევა.

განვითარებული ქვეყნების გამოცდილებიდან გამომდინარე, რეგისტრატორი 5 ფუნქციონალურ სფეროში უნდა საქმიანობდეს. ეს სფეროებია: მენეჯმენტი, ემიტენტების ანგარიშების მართვა, საოპერაციო სფერო, ფინანსური კონტროლი და მარკეტინგი. არსებობს მოსაზრება, რომ განვითარებად ქვეყანაში რომლის საფონდო ბირჟის რეგისტრატორებს არა აქვთ საკმარისი შემოსავალი, ყველა ამ სფეროების გაძღოლისთვის (დამოუკიდებელი შტატი, დამოუკიდებელი ხელმძღვანელი და ა. შ.) შესაძლებელია ფუნქციების კომბინაცია, მაგალითად, მენეჯმენტის მარკეტინგთან ან

<sup>1</sup> ლორთქიფანიძე მ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, თბ., 2005, გვ. 102.

ანგარიშების მართვასთან. მხოლოდ კონტროლი არ უნდა დაწყვილდეს არცერთ ფუნქციასთან. რადგან განვითარებადი ქვეყანაა საქართველოც და სუსტად განვითარებულია მისი საფონდო ბირჟაც, ეს მოსაზრება ვრცელდება საქართველოზეც. საქართველოს საფონდო ბირჟის ინფრასტრუქტურას მთლიანად, და მათ შორის რეგისტრატორებს, თუნდაც ხარჯების შემცირების თვალსაზრისით მართლაც სჭირდებათ გარკვეული ოპტიმიზება. ამ საკითხზე ნაშრომის მესამე თავში გვექნება საუბარი, სადაც ამ მიმართულებით ჩვენს პოზიციასაც დავაფიქსირებთ.

**დეპოზიტორიუმი და დეპოზიტორები.** ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებად მონაწილეს და ამ ბაზრის საკლირინგო-საანგარიშსწორებო სისტემას. მას მხოლოდ ლიცენზიის ალების შემთხვევაში აქვს მოქმედების უფლება ცენტრალური დეპოზიტარი არის პირი, რომელიც ნომინალური მფლობელის დავალებით უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ კლირინგს და ანგარიშსწორებას, ან ეწევა მარეგულირებელი ორგანოს წესებით განსაზღვრულ სხვა საქმიანობას.

დეპოზიტარი მოქმედებს არა მარტო ნომინალური მფლობელის დავალებით, არამედ, მას თავადაც გააჩნია ნომინალური მფლობელის ფუნქციები. ცენტრალურ დეპოზიტარს გარდა, დეპოზიტარის ფუნქციებისა, უფლება აქვს შეითავსოს რეგისტრატორის ფუნქციებიც. ასე რომ, მას შეიძლება ჰქონდეს ორმაგი ლიცენზია.

2001 წლის 1 მარტს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეროვნული კომისიის მიერ გაიცა ცენტრალური დეპოზიტარის ლიცენზია და „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი“ (სფქცდ) აღიარებული იქნა თვითრეგულირებად ორგანიზაციად, რომელმაც თავის წევრებსა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვა მონაწილეებს შემდეგი ძირითად მომსახურება შესთავაზა:<sup>1</sup>

- ❖ ფასიანი ქაღალდების შენახვის, ბლოკირების და სავაჭრო ანგარიშების გახსნა-დახურვა ბირჟის წევრებისთვის, ფიზიკური და იურიდიული პირებისთვის და წევრების კლიენტებისთვის;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების დაშვება-შეჩერების მოთხოვნების განხილვა და შესრულება;
- ❖ ფასიანი ქაღალდებით იმპროტ-ექსპორტის ოპერაციები;
- ❖ კლირინგი და ანგარიშსწორება;
- ❖ ბლოკირების ოპერაციები;
- ❖ ოპერაციები ფასიანი ქაღალდების გადარიცხვაზე, რომელიც არ არის დაკავშირებული ვაჭრობასთან ან ბლოკირებასთან.

ბირჟაზე დადებული ყველა გარიგება ავტომატურად ეგზავნება სფქცდ-ს კლირინგისა და ანგარიშსწორებისთვის, ყიდვისა და გაყიდვის განაცხადების სავაჭრო

<sup>1</sup> შონია ნ., გიგეშაშვილი თ. საბირჟო საქმე, ტ. 1, ქუთაისი, 2009, გვ. 204.

სისტემაში შეყვანამდე, ბირჟა მოითხოვს ფასიანი ქაღალდებისა და ფულის 100%-იან წინასწარ დეპონირებას დეპოზიტარში, რაც ბაზრის განვითარების ეტაპზე საპირისპირო მხარის გარიგების შესრულების რისკს ფაქტიურად აბათილებს.

სფქცდ-ის დავალებით ბანკები ახორციელებენ ბირჟაზე დადებული გარიგებების ფულად ანგარიშსწორებას. საქართველოს საფონდო ბირჟამ ანგარიშები გახსნა ოთხ წამყვან ბანკში — „გაერთიანებული ქართული ბანკი“, „საქართველოს ბანკი“, ბანკი „ქართუ“ და „თიბისი ბანკი“. თითოეულ ამ ბანკში დეპოზიტარის გახსნა საკუთარი და კლიენტების ანგარიშები და თავისი წევრებისაგანაც მოითხოვს თითოეულ მათგანში როგორც საკუთარი, ასევე კლიენტების ანგარიშის გახსნას. საერთოდ, სსბ-ის სავაჭრო სისტემაში ფასიანი ქაღალდების ყიდვაზე განაცხადის შეყვანამდე, ბირჟის წევრმა, ანუ შუამავალმა, საკმარისი თანხა უნდა გადარიცხოს ცენტრალური დეპოზიტარის ანგარიშზე. გარიგების დადების შემდეგ დეპოზიტარი წევრების ანგარიშზე აბრუნებს აღნიშნულ თანხას.

აღნიშნული ტიპის კლირინგი და ანგარიშსწორება შესაძლებლობას იძლევა, რომ ბირჟაზე გარიგების ანგარიშსწორება T+1 დროში განხორციელდეს. ამასთან ადგილი აქვს რისკის ფაქტორის შემცირებას.

ცენტრალური დეპოზიტარის წევრობა შეუძლია საფონდო ბირჟას, საბროკერო კომპანიას, ბანკს, სადაზღვევო კომპანიას, ემიტენტს და საინვესტიციო კომპანიასაც. 2001 წლის 31 დეკემბერს სფქცდ-ს 36 წევრი საბროკერო კომპანია ჰყავდა.

სფქცდ-ის ძირითადი ფუნქციებია:

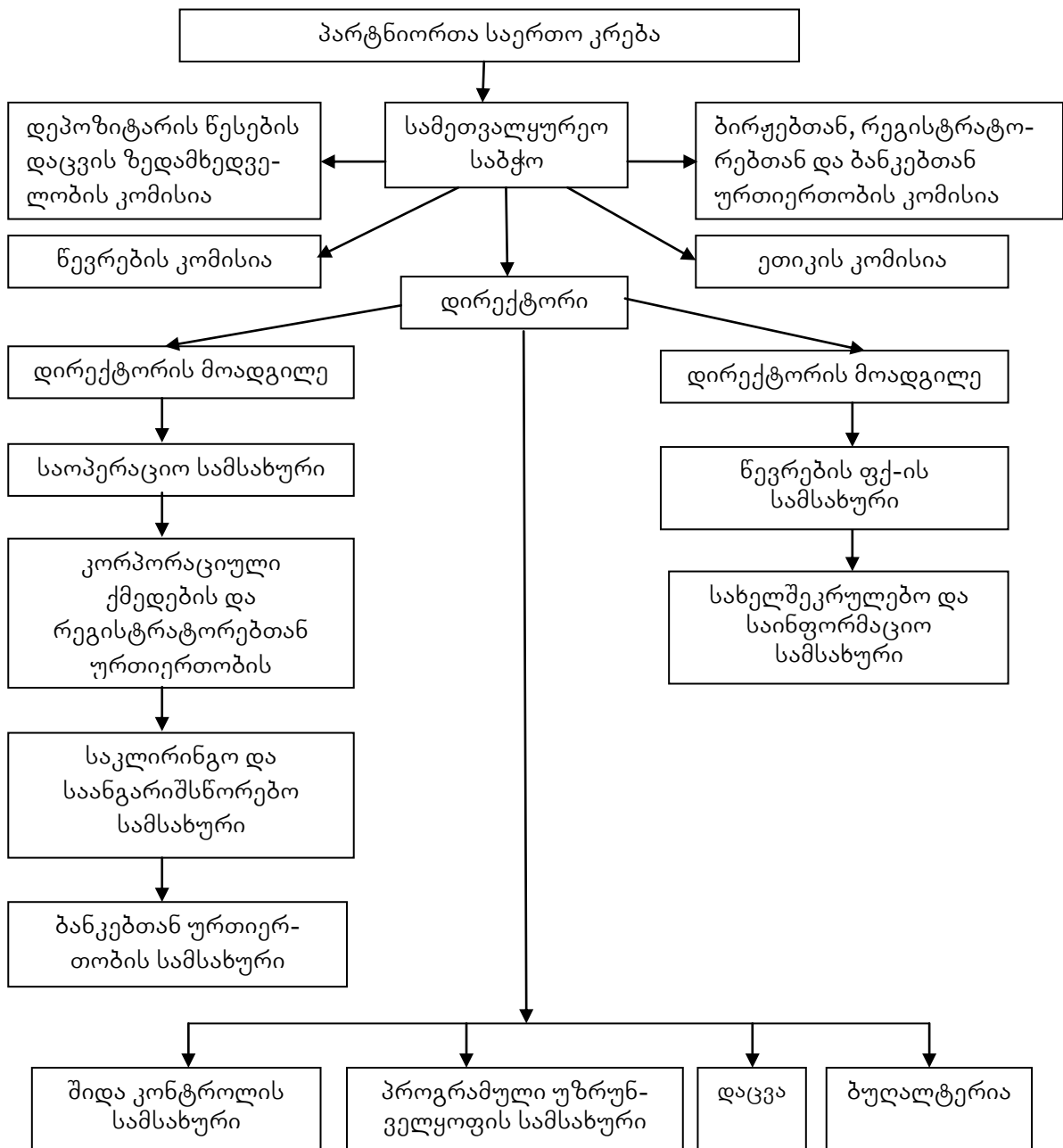
- ❖ მიიღოს ფასიანი ქაღალდები ნომინალურ მფლობელობაში შენახვის მიზნით და განახორციელოს სსბ-ზე დადებული გარიგებების კლირინგი და ანგარიშსწორება;
- ❖ გახსნას, აამოქმედოს და დახუროს ფასიანი ქაღალდების ანგარიშები მისი წესების შესაბამისად;
- ❖ ხელი შეუწყოს ფასიანი ქაღალდებით გარიგებათა ანგარიშსწორებას ფასიანი ქაღალდების სერთიფიკატების ფიზიკური მიწოდების გარეშე;
- ❖ როგორც თვითრეგულირებადმა ორგანიზაციამ, მოამზადოს წესები თავისი წევრებისთვის და დაანესოს მათ შესრულებაზე კონტროლი;
- ❖ წესების დარღვევის შემთხვევაში წევრების მიმართ გამოიყენოს მისი შინაგანაწესით, წესებითა და წესდებით გათვალისწინებული სანქციები.

შპს სფქცდ-ის ორგანიზაციული სტრუქტურა ასეთია (იხ. ნახაზი 5).

სსბ-ზე სავაჭროდ დაშვებული ყველა ფასიანი ქაღალდი ავტომატურად დაშვებულია სფქცდ-ში. ცენტრალური დეპოზიტარი შემდეგ ოპერაციებს ასრულებს:

- ❖ ფულის გადარიცხვა სავაჭრო ანგარიშიდან საკლირინგო ანგარიშზე;

- ❖ ფულის გადარიცხვა საკლირინგო ანგარიშიდან სავაჭრო ანგარიშზე;
- ❖ ფულის ჩარიცხვა საბროკერო კომპანიების საკლირინგო ანგარიშზე;
- ❖ ფულის გადარიცხვა საკლირინგო ანგარიშებიდან საბროკერო კომპანიების ანგარიშზე ბანკებში;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების გადარიცხვა სავაჭრო ანგარიშებიდან შემნახველზე;
- ❖ ბირჟაზე დადებული გარიგებების ანგარიშსწორება;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების დეპონირება;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების გაცემა;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების გადარიცხვა შემნახველიდან სავაჭრო ანგარიშზე.



ნახაზი 5. შპს სფქცდ-ის ორგანზიაციული სტრუქტურა

თითოეული ოპერაცია წარმოადგენს რამდენიმე პროცედურის ერთობლიობას, მინიმუმ 5-7 ქმედებას: ოპერაციაზე შევსებული დავალების ბლანკის მიღება და შემოწმება სააღრიცხვო სისტემაში შეყვანა, შედარება, დამოწმება და შესრულება, ამონაწერის გაცემა და სხვა.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი ერთადერთი ლიცენზირებული ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარია ქვეყანაში. საქართველოს საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგებების ანგარიშსწორება ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის მიერ.

ცენტრალური დეპოზიტარის შესახებ საქართველოს კანონში „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“ ჩანერილია შემდეგი:<sup>1</sup> „ცენტრალური დეპოზიტარი (დეპოზიტარი) არის საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ლიცენზირებული იურიდიული პირი, რომელიც უფლებამოსილია რეგისტრირებული მესაკუთრის ან ნომინალური მფლობელის დავალებით აწარმოოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური კლირინგი და ანგარიშსწორება. აგრეთვე, განახორციელოს სპეციალიზებული დეპოზიტარის და საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი წესებით განსაზღვრული სხვა მომსახურება“.<sup>2</sup>

### **II.3. საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის თავისებურებები**

საქართველოს საფონდო ბირჟა კომერციული ბანკების კონკურენტი სტრუქტურაა. აქედან გამომდინარე, საქართველოშიც და სხვა ქვეყნებშიც, თუ ბანკებს კანონი ამას არ უკრძალავთ, ისინი ცდილობენ თავისი გავლენის ქვეშ მოაქციონ ბირჟა. ფასიანი ქაღალდები — აქციები, ობლიგაციები, სახაზინო თამასუქები თუ სხვა ფინანსური ინსტრუმენტები, თავიანთი სტანდარტულობის, სერიულობის, ლიკვიდურობის და სხვა თვისებების გამო, ინტენსიურად მიმოიქცევიან საფონდო ბაზრებზე, და, აქედან გამომდინარე, კომერციული ბანკებისთვის ისინი უფრო მიმზიდველი ფინანსური ინსტრუმენტები არიან, ვიდრე მათი ტრადიციული საქმიანობა, კერძოდ, სესხების გაცემა. ამასთან, საქართველოში საფონდო ბირჟა ჯერ-ჯერობით ძლიერი კონკურენტი არ არის, მაგრამ მაღალგანვითარებული ქვეყნების პრაქტიკის მაგალითზე საქართველოს კომერციული ბანკები ხედავენ, რომ განვითარებული საფონდო ბირჟა მისი ძლიერი კონკურენტი იქნება და მას მნიშვნელოვნად შეუმცირდება საბანკო კრედიტებზე მოთხოვნილება. საქართველოს კომერციულმა ბანკებმა ეს „მომავალი“ თავიდანვე იწინასწარმეტყველეს და ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ჩამოყალიბების დაწყების-

<sup>1</sup> საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“, მუხლი 1, პუნქტი 50.

<sup>2</sup> საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“, მუხლი 1, პუნქტი 44.

თანავე მის ინიციატორებად მოგვევლინენ — ჯერ საკუთარი აქციების გამყიდველის როლში, შემდეგ კი ქალიშვილი საბროკერო კომპანიების მეშვეობით — ფირმებზე საბროკერო მომსახურების როლში. ასე რომ, დღეს საქართველოს საფონდო ბირჟის ინფრასტრუქტურაში ქართულ კომერციულ ბანკებს, უფრო ზუსტად მათ კუთვნილ საბროკერო კომპანიებს, მნიშვნელოვანი ადგილი უკავიათ და, რადგან, ამ საბროკერო კომპანიების უკან კომერციული ბანკები დგანან, თანაც ძლიერი კომერციული ბანკები — თიბისი ბანკი, საქართველოს ბანკი, ბანკი „ქართუ“ და სხვები, უნდა ჩავთვალოთ, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟა მათი „ტყვეა“. „ისინი ცდილობენ ბაზარზე სხვა მოქმედი სუბიექტები მაქსიმალურად შეზღუდონ“. ეს თავისებურება არის საქართველოს საფონდო ბაზრის №1 თავისებურება.

დღეს საქართველოს საფონდო ბირჟის მეორე სპეციფიკა იმაში მდგომარეობს, რომ ქართულ კომერციულ ბანკებს შემდეგი საქმიანობის განხორციელება შეუძლიათ:

- ❖ საემისიო საქმიანობის (უშვებენ აქციებს და ახდენენ საფონდო ბირჟაზე მათ პირველად განთავსებას, როგორც ბანკი — ემიტენტები წარადგენენ ანაგრიშგებებს და ა. შ.);
- ❖ ინვესტიციურ საქმიანობის (აბანდებენ სახსრებს (ინვესტიციებს) ფასიანი ქაღალდების შექენაში, რათა მათგან მიიღონ პირდაპირი (მაგალითად, დივიდენდი), ანდა არაპირდაპირი შემოსავალი;
- ❖ პროფესიული საქმიანობის (ენვეიან საბროკერო და სადილერო საქმიანობას, ფასიანი ქაღალდების პაკეტების მართვას, საანგარიშსწორებო საქმიანობას);
- ❖ სხვა საქმიანობის (სესხების გაცემა კლიენტებზე ფასიანი ქაღალდების შესაძენად).

განვიხილოთ თითოეული ოპერაცია ცალ-ცალკე.

**საემისიო ოპერაცია.** ამ ოპერაციაში იგულისხმება საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და ბაზარზე მათი პირველადი განთავსება. ამ პროცესში ეს ორგანიზაციები ემიტენტებად მოიხსენებიან. ამ როლში გამოდიან ნებისმიერი სააქციო საზოგადოებები, რომელთა კაპიტალის უდიდესი ნაწილი ბირჟაზე მათი აქციების გაყიდვით ყალიბდება.

საქართველოს კომერციული ბანკები სააქციო საზოგადოების ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმით არიან ჩამოყალიბებულნი. ეს მათ აძლევთ უფლებას გამოუშვან ჩვეულებრივი და პრივილეგირებული აქციები, სავალო ფასიანი ქაღალდები — ობლიგაციები, დეპოზიტური სერთიფიკატები და წარმოებული ფასიანი ქაღალდები (ფიუჩერსები, ოპციონები, ვარანტები). მათვე ევალებათ და ისინი ახორციელებენ კიდევაც, მათი ფასიანი ქაღალდების მყიდველების ანუ ინვესტორების უფლებების უზრუნველყოფას ამ ქაღალდებთან მიმართებაში. ეს არის მათთვის დივიდენდების

გადახდა — თუ ინვესტორებს აქციები აქვთ შეძენილი, ანდა პროცენტების გადახდა, თუ ობლიგაციები აქვთ შეძენილი.

საქართველოს ბანკები, ჯერ კიდევ 90-იან წლებში როცა ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განვითარების საწყისი ეტაპი იყო, უკვე უშვებდნენ აქციებს და „კავკასიის ბირჟაზე“ (დაარსდა 1991 წელს) და „თბილისის საფონდო ბირჟაზე“ ანთავსებდნენ. ესენი იყვნენ „იბერია ბანკი“, „კერძო ბანკი“, ბანკები — „ქართლი“, „ჰერმესი“, „კრედიკა“ და სხვები. დროთა განმავლობაში ეს ბანკები ან გაკოტრდნენ ან სხვა ბანკებს შეუერთდნენ, მაგრამ დღეს საქართველოში მოქმედი კომერციული ბანკები — საქართველოს ბანკი, თიბისი ბანკი და სხვები ამ საქმეს აქტიურად ახორციელებენ (ცხრილი 2).

**ცხრილი 2**

**საქართველოს კომერციული ბანკების რეგისტრაციის ემიტენტების საქმიანობა საქართველოს საფონდო ბირჟაზე აქციაზე გარიგებისას**

	2016 წელი			2017 წელი			2018 წელი		
	გარიგებების რაოდენობა	გარიგებების მოცულობა (აქციების რაოდენობა)	გარიგებების ღირებულება (ლარებში)	გარიგებების რაოდენობა	გარიგებების მოცულობა (აქციების რაოდენობა)	გარიგებების ღირებულება (ლარებში)	გარიგებების რაოდენობა	გარიგებების მოცულობა (აქციების რაოდენობა)	გარიგებების ღირებულება (ლარებში)
სს „ლიბერთი ბანკი“	45	3472252	56068	170	7243703	238449	61	39933471	912847
სს „საქართველოს ბანკი“	28	8245	410393	13	827	64765	4	11069303	1172324692
სს „ვითიბი ბანკი ჯორჯია“	-	-	-	1	101	101	-	-	-

კომერციული ბანკების სამისიო ოპერაციებს მიზნად აქვთ:

1. ბანკის კაპიტალის ფორმირება (თუ ახლად იხსნება) და გაფართოება (თუ ბანკი მოქმედია).
2. ფულადი სახსრების მოზიდვა საინვესტიციო პროექტებში მონაწილეობის მისაღებად.
3. სხვა სააქციო საზოგადოებაში წილის შესყიდვა.

ფასიანი ქალაქების ემისია და პირველად ბაზარზე განთავსება ბანკებს საშუალებას აძლევს მოახდინონ საკუთრების რეკონსტრუირება. ისინი უპირატესობას აძლევენ თავის საკუთრებაში შემოიყვანონ მენილეები (ესენი არიან ისინი, ვინც მათ აქციებს იყიდებიან) და მოსალოდნელი რისკები მათზეც გადაანაწილონ.

**საინვესტიციო ოპერაციები.** საფონდო ბირჟაზე კომერციული ბანკები ინვესტირებადაც გვევლინებიან. ამ როლში ისინი გამოდიან მაშინ, როდესაც საფონდო ბირჟაზე ყიდულობენ სხვა ორგანიზაციის (ან სახელმწიფოს) ფასიანი ქალაქებს, იქნება ეს აქციები, ობლიგაციები, თამასუქები თუ სხვა ფინანსური ინსტრუმენტები. ამას ბანკი აკეთებს მაშინ, როცა თავისუფალი ფულადი რესურსი აქვს და, მაშინ, როდესაც ამ რესურსზე როგორც სესხზე, დიდი მოთხოვნა არ არის. ამის გარდა კრედიტის გაცემა რისკიანია, იგი შეიძლება აღარ დაბრუნდეს, ფასიანი ქალაქებში ინვესტირება კი მანევრირების ბევრ საშუალებას აძლევს ბანკს — საჭირო შემთხვევაში მან ეს ფასიანი ქალაქი შეიძლება მეორად ბაზარზე უფრო სარფიანადაც კი გაყიდოს. ბანკის საინვესტიციო ოპერაციები არის აქტიური საქმიანობა და ბანკი იქიდან შემოსავალს იღებს.

კომერციული ბანკების საინვესტიციო ობიექტებს შორის დომინირებენ სავალო ფასიანი ქალაქები — ვექსელები და ობლიგაციები.

საქართველოს კანონით „კომერციული ბანკების შესახებ“ მათ უფლება აქვთ „საკუთარი და კლიენტთა სახსრებით ფულადი საბუთების (ჩეკების, თამასუქების და სადეპოზიტო სერთიფიკატორის ჩათვლით), ფასიანი ქალაქების, ფიუჩერებისა და ოფციონების სავალო ინსტრუმენტებით ან საპროცენტო განაკვეთებით, სავალუტო და საპროცენტო ინსტრუმენტების, სავალო საბუთების, უცხოური ვალუტის, ძვირფასი ლითონების და ძვირფასი ქვების ყიდვა-გაყიდვის“.<sup>1</sup> კანონის ამ ამონარიდიდან ჩანს, რომ კომერციულ ბანკებს როგორც თავისი, ისე კლიენტის სახსრებით, ფასიანი ქალაქების ყიდვა-გაყიდვის უფლება აქვთ. კანონში არ არის გამოყენებული სიტყვა „გამოშვება“ (ემისია). უცხოეთის შესაბამის კანონებში სიტყვა გამოშვებაც დაფიქსირებულია, გაყიდვაც და ყიდვაც. ძნელია იმის მტკიცება, რომ რადგან კანონი არ იყენებს სიტყვა „გამოშვებას“, ამის უფლება კომერციულ ბანკებს არ ჰქონდეთ. ეტყობა ეს ბეჭდვის ლაფსუსია (ანდა გაყიდვის უფლების ქვეშ ისიც იგულისხმება), რადგან ბანკები არიან სააქციო საზოგადოებები და მათ ემისიის უფლება აქვთ.

რადგან კომერციულ ბანკებს ყველა სხვა ორგანიზაციებთან (და მით უფრო ფიზიკურ პირებთან) შედარებით ინვესტირების უაღრესად დიდი შესაძლებლობები აქვს, ვფიქრობთ, რომ ბირჟაზე ფინანსური ინვესტირების ლომის წილი მათ ხელშია. ეს თუ ასეა, მაშინ თავისუფალი ფულის მიღების ეს მეორე წყაროც ბანკების ხელში იქნება

<sup>1</sup> საქართველოს კანონი „კომერციული ბანკების შესახებ“, სსიპ „საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე“, 17.06.2019, მუხლი 20.

და თუ ასე გაგრძელდა, საქართველოს საფონდო ბირჟა მათი კონკურენტი ვერასდროს ვერ იქნება.

**პროფესიული საქმიანობა.** საქართველოს კანონში „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საბირჟო საქმიანობაზე ლიცენზირების მოთხოვნები წარედგინება საბროკერო კომპანიას, საფონდო ბირჟას, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის და ცენტრალურ დეპოზიტარს.<sup>1</sup> ამ ჩამონათვალიდან ჩანს, რომ საქართველოს კომერციულ ბანკებს ბირჟაზე პირდაპირ პროფესიული საქმიანობის განხორციელების უფლება არა აქვთ. მთელ რიგ ქვეყნებში (გერმანია, რუსეთი, ავსტრია და სხვები) ეს უფლებები მათ კანონით აქვთ დამტკიცებული. ამის მიუხედავად, საქართველოს საფონდო ბირჟის საქმიანობის შესწავლისას მისი მონაწილეების ჟრილში უკვე 2001-2002 წლებში ვხედავთ კომერციული ბანკების მიერ დაფუძნებულ 6 ქალიშვილ საბროკერო კომპანიას: „ქართული საფონდო კომპანია (გაერთიანებული ქართული ბანკის), „თიბისი-ბროკერი (თიბისი ბანკის), ქართუ-ბროკერი (ქართუ ბანკის), „სბ-ინვესტი“ (საქართველოს ბანკი), „ბაზისი“ (ბაზის ბანკის), GMB GROUP (საქართველოს საზღვაო ბანკის). მათი ერთი ნაწილი დღესაც ოპერირებს საქართველოს ბირჟაზე. ეს იმას ნიშნავს, რომ ეს ბანკები პროფესიულ საქმიანობას ეწევიან საქართველოს საფონდო ბირჟაზე მხოლოდ არა პირდაპირ, არამედ, ქალიშვილი საბროკერო კომპანიების მეშვეობით.

საფონდო ბირჟაზე შესრულებულ **პროფესიულ** საქმიანობაში შედის:

- ❖ საბროკერო საქმიანობა;
- ❖ სადილერო საქმიანობა;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების პაკეტის მმართველობითი საქმიანობა;
- ❖ კლირინგი;
- ❖ დეპოზიტური საქმიანობა;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების მესაკუთრეთა რეესტრის წარმოება;
- ❖ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის წარმოება.

საქართველოს კანონი „კომერციული ბანკების შესახებ“ მხოლოდ აფიქსირებს კომერციული ბანკების მიერ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის უფლებას და არ აკონკრეტებს, რა ვიგულისხმობთ მის შიგნით, ყველა ეს ჩამოთვლილი ოპერაციები, ზოგიერთი, თუ არცერთი. რაც შეეხება კანონს — „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“, მასში კომერციული ბანკი მხოლოდ მაშინ მოიხსენიება, როცა მას ეძლევა საბროკერო კომპანიის გახსნის უფლება.

საფონდო ბირჟაზე შესრულებულ პროფესიულ საქმიანობებს შორის ძირითადია **საბროკერო საქმიანობა**. ეს არის ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდების მყიდველსა და

<sup>1</sup> საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის შესახებ“, თავი V, მუხლი 20 — ლიცენზირების მოთხოვნები.

გამყიდველს შორის საშუამავლო საქმიანობა. იგი ფასიანი ქაღალდების მყიდველის სახსრებით ხორციელდება (გამონაკლისია მარჟინალური გარიგება, როცა მყიდველი საჭირო ფულს გარკვეული პროცენტით სესხულობს საბროკერო კომპანიისგან).

**დილარული კომპანია** თავისი სახსრებით ახორციელებს შუამავლურ ოპერაციებს და ბროკერისგან განსხვავებით მას დიდი რისკი აქვს.

კიდევ უფრო სარისკოა **კლინტის ფასიანი ქაღალდების აკაიტი მართვა**, რომელიც ასევე წარმოადგენს ბირჟაზე პროფესიულ საქმიანობას. ასეთ დროს მმართველი ბროკერი თუ დილერი, რომელმაც ეს ფუნქცია თავის თავზე აიღო, საბაზრო კონიუნქტურის შეცვლისას ზარალზე თვითონ აგებს პასუხს. საქართველოს ბანკებს ყველა ამ საქმიანობას წარმართვის დიდი რესურსი აქვთ.

**კლირინგი** საფონდო ბირჟის პროფესიული საქმიანობაა, კლირინგი არის ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგებებზე წარმოშობილ ვალდებულებათა ურთიერთჩათვლა. კლირინგული საქმიანობა უშუალო კავშირშია კლირინგის მონაწილეთა საბანკო ანაგრიშებთან. მათ შორის ანგარიშსწორებას ბანკი ახორციელებს და სწორედ იმიტომ, რომ საქართველოში, ისე როგორც სხვა ქვეყნებში, მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის, ანგარიშსწორება ბანკების მეშვეობით ხდება, საფონდო ბირჟაზეც ბანკები კლირინგული ოპერაციების შემსრულებლები არიან. ბანკების გარეშე საფონდო ბირჟის კლირინგული საქმიანობის განხორციელება საერთოდ წარმოუდგენელია.

საფონდო ბირჟაზე შემდეგი პროფესიული საქმიანობა არის **დეპოზიტარული საქმიანობა**. მის შემსრულებელს დეპოზიტარი ეწოდება, ხოლო სტრუქტურას, რომელიც მთლიანობაში ამ საქმიანობას ასრულებს დეპოზიტარიუმი. მისი ფუნქცია არის ფასიანი ქაღალდებზე უფლებების შენახვის და გაყიდვის შემთხვევაში, უფლებების გადაცემის უზრუნველყოფა.

უკანასკნელ წლებში საკრედიტო ორგანიზაციების დეპოზიტარულ მომსახურებაზე მოთხოვნა მეტად გაიზარდა. ეს იმან გამოიწვია, რომ ბანკებს შეუძლიათ საფონდო ბირჟაზე კომპლექსური მომსახურების შეთავაზება საბროკერო, სადეპოზიტო, კლირინგულ და სხვა საქმიანობაში. მათ შეუძლიათ დეპოზიტარულ ოპერაციების გარდა, თავიანთი კლიენტებზე სესხი გასცენ, მათი იმ ფასიანი ქაღალდების გარანტიის ქვეშ, რომლებიც დეპოზიტარიუმში იმყოფება. ამის გარდა, მათ უსაფრთხოდ შეუძლიათ შეინახონ დოკუმენტირებული ფასიანი ქაღალდები, რადგან ამის ტექნიკური საშუალებები გააჩნიათ და ა. შ. ბანკებიც მეტად დაინტერესებული არიან ამ ოპერაციებით საფონდო ბირჟაზე, რადგანაც ეს ოპერაციები საბროკერო და სადილერო ოპერაციებისგან განსხვავებით, ნაკლებ რისკიანი არიან.

ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა **რეგისტრაციის წარმოება**, რომელსაც რეგისტრატორები ახორციელებენ, არის საფონდო ბირჟის პროფესიონალური საქმიანობა.

რეესტრი ეს არის ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა შესახებ აღრიცხული ინფორმაცია ქაღალდზე ანდა ელექტრონული ფორმით. რეგისტრატორი აგროვებს ფასიანი ქაღალდების მფლობელების შესახებ ინფორმაციას, ახდენს მათ ფიქსაციას, დამუშავებას, შენახვას და საჭირო შემთხვევაში ემიტენტებისათვის წარდგენას, რომ მათ იცოდნენ, ვის წინაშე არიან ანგარიშვალდებული. ბანკებს ამ საქმიანობის განხორციელების უფლება საქართველოში არა აქვთ.

და ბოლოს, საფონდო ბირჟის ისეთი პროფესიული საქმიანობა, როგორც არის **ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზება**. საქართველოში კომერციულ ბანკს არ შეუძლია გახსნას საფონდო ბირჟა და აწარმოოს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა, რადგან საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის შესახებ“ საფონდო ბირჟას უკრძალავს სხვა საქმიანობას (მუხლი 27, პუნქტი „ვ“).

#### **საკონტროლო კითხვები:**

1. განმარტეთ საბაზრო ინფრასტრუქტურა.
2. რომელი მდგენლებისგან შედგება საბაზრო ინფრასტრუქტურა?
3. რომელი სტრუქტურები შედიან საქართველოს საფონდო ბირჟის ინფრასტრუქტურაში?
4. დაახასიათეთ საბროკერო და სადილერო კომპანიები.
5. დაახასიათეთ რეგისტრატორის ინსტიტუტი.
6. დაახასიათეთ დეპოზიტორიუმი და დეპოზიტორები.
7. ჩამოთვალეთ საქართველოს საფონდო ბირჟის ინფრასტრუქტურის თავისებურებები.

## თავი III. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

### III.1. ფასიანი ქაღალდების არსი და სახესხვაობები

**ფასიანი ქაღალდების არსი და კლასიფიკაცია.** ფასიანი ქაღალდი არის ფინანსური დოკუმენტი, რომელიც მის მფლობელს აძლევს ქონებრივ უფლებას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფასიანი ქაღალდი არის კაპიტალის განსაკუთრებული ფორმა, რომლის განსაკუთრებულობა იმაშია, რომ მის მფლობელს აქვს არა თვით კაპიტალი, არამედ უფლება, რომელიც ფასიან ქაღალდშია დაფიქსირებული.

ფასიანი ქაღალდების არსის და კლასიფიკაციის შესახებ რამდენიმე განსხვავებული აზრი არსებობს. მეცნიერთა ერთი ნაწილის (ს. რუბცოვი) აზრით „ფასიანი ქაღალდი ესაა სასესხო ვალდებულება (ობლიგაცია, თამასუქი) ან მონაწილეობა დაბანდებულ კაპიტალზე (აქცია)“. მეორე ნაწილის (მ. ალექსევი) აზრით „ფასიანი ქაღალდი დოკუმენტია, რომელიც ასახავს მასთან დაკავშირებულ ქონებრივ უფლებას, შეუძლია მიმოქცეოდეს ბაზარზე და იყოს ყიდვა-გაყიდვის ან გარიგების ობიექტი“. მესამე ნაწილი — ფასიან ქაღალდად მიიჩნევს მონაწილას იმის შესახებ, რომ მისი მფლობელი არის კრედიტორი, რომელიც სესხის სახით აძლევს გარკვეულ თანხას ან მონაწილეობს სააქციო საზოგადოების დაფინანსებაში“.

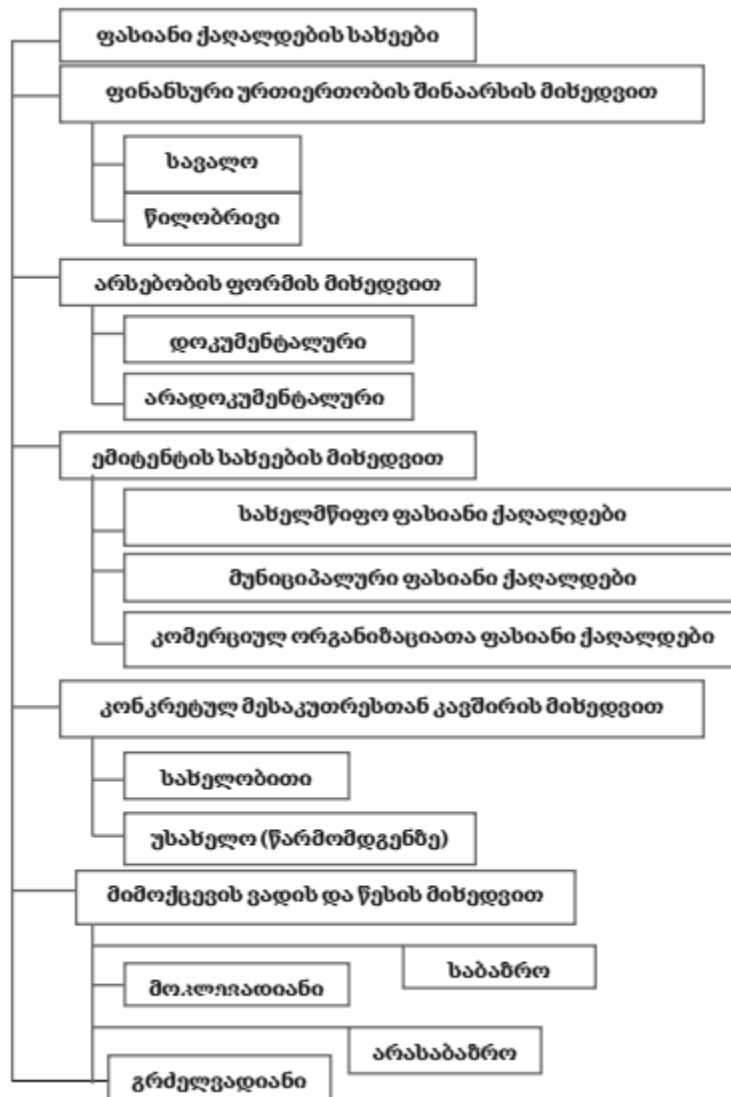
ფასიანი ქაღალდები მთელ რიგ აუცილებელ მოთხოვნებს უნდა პასუხობდეს:

- ❖ მიმოქცევადობას;
- ❖ სტანდარტულობას და სერიულობას;
- ❖ დოკუმენტალურობას;
- ❖ სახელმწიფოს მხრიდან აღიარებას;
- ❖ ლიკვიდურობას;
- ❖ სამოქალაქო ბრუნვაში ჩართვის ხელმისაწვდომობას.

ფასიანი ქაღალდების დაჯგუფება მრავალი ნიშნით ხდება. ეს ნიშნებია: ფინანსური ურთიერთობის შინაარსი, არსებობის ფორმა, ემიტენტის სახეები, ფორმირების წესი, კონკრეტულ მფლობელთან კავშირის წესი, მიმოქცევის პერიოდი. ნახაზი 6 გვიჩვენებს ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაციას ამ ნიშნების მიხედვით.

როგორც ნახაზიდან ჩანს, **ფინანსური ურთიერთობის შინაარსის ნიშნის მიხედვით** არსებობს **წილობრივი** და **სავალო ფასიანი ქაღალდები**. პირველს მიეკუთვნება აქციები, მეორეს ობლიგაციები. აქციის მფლობელი მისი ემიტენტი ფირმის სანესდებო კაპიტალის მონაწილეა, ხოლო ობლიგაციის მფლობელს სესხად აქვს ფული

გაცემული ობლიგაციის ემიტენტზე. მაშასადამე, აქცია საინვესტიციო ფასიანი ქაღალდია, ობლიგაცია კი — სასესხო. ასეთივეა თამასუქიც.



ნახაზი 6. ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია ძირითადი ნიშნების მიხედვით

**სასესხო და საინვესტიციო ფასიანი ქაღალდები** ფირმის ბალანსში სხვადასხვა ადგილას არის ასახული. სასესხო ფასიანი ქაღალდები აისახება ბალანსის პასივში, იქ, სადაც შესებია მოცემული, ხოლო საინვესტიციო ფასიანი ქაღალდები — ასევე ბალანსის პასივში, მაგრამ არა შესებში, არამედ საკუთარ კაპიტალში, რადგან ისინი ფირმის საკუთრებაში შედიან.<sup>1</sup>

**არსებობის ფორმის მიხედვით** ცნობილია **დოკუმენტალური** და **არადოკუმენტალური ფასიანი ქაღალდები**. პირველს აქვს დოკუმენტის ფორმა (დაბეჭდილია ქაღალდზე), მეორე კი — მხოლოდ ბუღალტრული ჩანაწერებით არსებობს. როგორც აქცია, ისე ობლიგაცია, დოკუმენტალური ფასიანი ქაღალდებია.

<sup>1</sup> ლუდუშაური ზ. ფინანსური მენეჯმენტი. თბ., 2015, გვ. 217.

**ამიტანტის მისაღვით** ფასიანი ქალაღდები იყოფა **სახელმწიფო, მუნიციპალურ** და **კომერციულ ორგანიზაციითა ფასიან ქალაღდებად**. ფასიანი ქალაღდების ასეთ დაყოფას რისკის თვალსაზრისით დიდი მნიშვნელობა აქვს.

აქციის მყიდველი მეტად ენდობა სახელმწიფოს ფასიან ქალაღდებს, როგორც ნაკლებრისკიანს, თუმცა მათზე შემოსავალი მცირეა.

**ფორმირების ნიშნის მისაღვით არსებობს პირველადი და მეორადი ფასიანი ქალაღდები**. პირველად ფასიან ქალაღდებს მიეკუთვნება: აქციები, ვექსი ლები, ობლიგაციები, მეორადს კი — ვარანტები, ოპციონები, ფინანსური ფიუჩერსები.

**კონკრეტულ მფლობელთან კავშირის მისაღვით** არსებობს **სახელოვითი ფასიანი ქალაღდები**, რომელზეც მისი მფლობელის გვარია დაფიქსირებული და **უსახელო (ანუ ნარომოდგენზე) ფასიანი ქალაღდები**.

**მიმოქცევის (ბრუნვის) ხანგრძლივობის და წანის მისაღვით** ცნობილია **მოკლე** და **ხანგრძლივადიანი ფასიანი ქალაღდები**. მოკლევადიანი ფასიანი ქალაღდები მაღალი ლიკვიდობით ხასიათდებიან, თუმცა შემოსავალიც ნაკლები აქვთ. მმიმოქცევის წესის მიხედვით კი ცნობილია საბაზრო და არასაბაზრო ფასიანი ქალაღდები. პირველს მიეკუთვნება მიმოქცევაში მყოფი ფასიანი ქალაღდები (მაგალითად, აქციები), მეორეს კი — საშემნახველო და საპენსიო სერთიფიკატები.

**ფასიანი ქალაღდების ძირითადი სახეები**. ფასიანი ქალაღდების ძირითადი სახეებია: **აქციები, ობლიგაციები, ვექსილები, სასაზინო ვალდებულებები, ოპციონები, ვარანტები და ფინანსური ფიუჩერსები**.

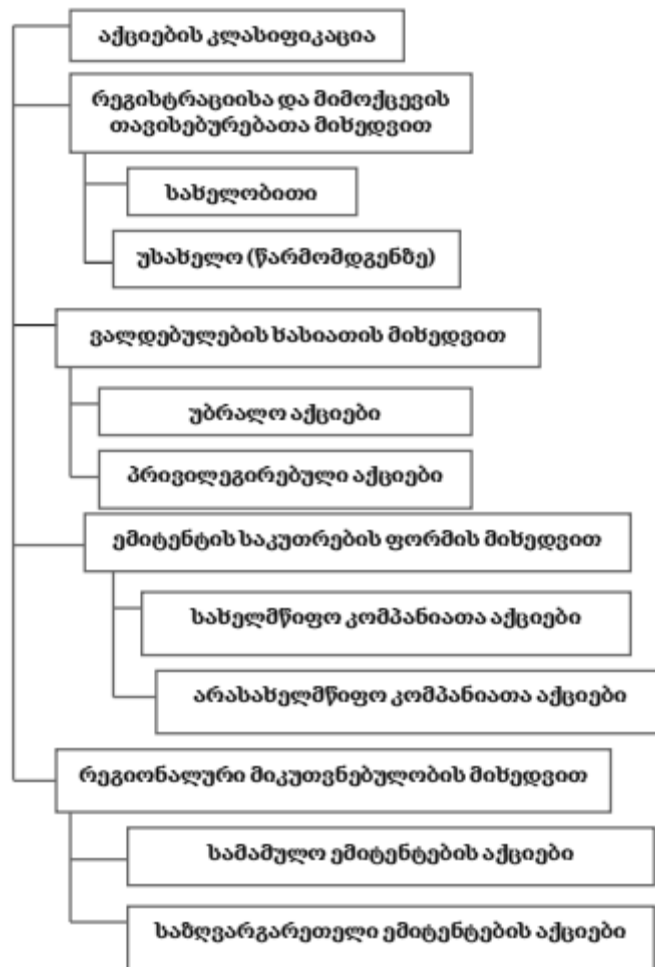
აქცია არის ფასიანი ქალაღდი, რომელიც მის მფლობელს (აქციონერს) უფლებას აძლევს მიიღოს სააქციო საზოგადოებიდან (ემიტენტი სანარმო) მოგების ნაწილი დივიდენდის სახით, მონაწილეობა მიიღოს მის მართვაში და ლიკვიდაციის შემთხვევაში დარჩენილი ქონების განაწილებაში.

საქართველოში მიღებული კლასიფიკაციით აქციები ჯგუფდება სახელობით და უსახელო, უბრალო და პრივილეგირებულ, სახელმწიფო და არასახელმწიფო, სამამულო და საზრავრავრეთულ აქციებად.

მე-7 ნახაზზე ნაჩვენებია ამ ნიშნებით აქციების კლასიფიკაცია.

ყველა სახის აქციას თავისი დადებითი მხარეც აქვს და უარყოფითიც. მაგალითად, უბრალო აქცია, რომელზეც შემოსავალი არ არის დაფიქსირებული, ემიტენტის მომგებიანობის შემთხვევაში მის მფლობელს აძლევს დიდ დივიდენდებს, ემიტენტის ზარალიანობის შემთხვევაში კი — დიდ ზარალს. პრივილეგირებული აქცია წინასწარ განსაზღვრული რაოდენობის დივიდენდს აძლევს მის მფლობელს, განურჩევლად იმისა, ზარალით იმუშავა ემიტენტმა კომპანიამ, თუ მოგებით. უბრალო აქციებს აქვს სხვა უპირატესობებიც. კერძოდ, მათი ლიკვიდობის დონე საფონდო ბირჟაზე მაღალია,

აქციონერებს შეუძლიათ ემიტენტ-ფირმის სამეურნეო საქმიანობაზე პირდაპირი ზეგავლენის მოხდენა და ა.შ. ასეთივე უპირატესობანი აქვთ პრივილეგიურ აქციებს, კერძოდ, მათზე შემოსავალი სტაბილურია, დაცული არიან რისკისაგან და ა. შ.



ნახაზი 7. აქციების კლასიფიკაცია

ასე რომ, როცა ფირმა აქციების მყიდველის როლში გამოდის, ე. ი. როცა იგი ახორციელებს ფინანსურ (პორტფელურ) ინვესტირებას, მის ფინანსურ მენეჯერს დიდი დაკვირვება, ალლო და ინტუიცია სჭირდება აქციების ამოსარჩევად. მან კარგად უნდა იცოდეს ემიტენტი კომპანიის მდგომარეობა წარსულში, აწმყოში და მომავლის რეალური პროგნოზი. მან კარგად უნდა იცოდეს კომპანია ემიტენტის კონკურენტების ზრახვები და სხვა ფაქტორები. ასეთი გათვლების შედეგადაც კი

შეიძლება ფინანსური მენეჯერი შეცდეს. ასეთ შემთხვევაში მან ოპერატიულად უნდა იმოქმედოს და გაყიდოს აქციები მანამ, სანამ საგრძნობლად დაეცემა მათი ფასები.

**ოპლიგაცია** ემისიური ფასიანი ქაღალდია, რომლის ძალითაც მის მფლობელს უფლება აქვს გარკვეული დროის გასვლის შემდეგ მიიღოს ემიტენტისაგან ოპლიგაციის ნომინალური ღირებულება და ოპლიგაციაში დაფიქსირებული პროცენტული სარგე-

ბელიც. ობლიგაციების დაფარვა შეიძლება ერთდროულად მოხდეს და შეიძლება ნაწილ-ნაწილ (სერიების მიხედვით).

განსხვავებით აქციების დივიდენდისაგან, რომელთა სიდიდე განსაზღვრული არ არის და შეიძლება საერთოდაც არ გაიცეს, ობლიგაციებზე სარგებელი მუდმივია, ანდა იცვლება მცირე დოზით. პროცენტის სიდიდე არ არის დამოკიდებული ემიტენტის მომგებიანობაზე. ამასთან, თუ ობლიგაციების ემიტენტი არის სააქციო საზოგადოება, მან ჯერ ობლიგაციების მფლობელებს უნდა გაუსწოროს ვალი და მხოლოდ შემდეგ გადაიხადოს აქციონერების დივიდენდები.

ობლიგაციები, ისევე როგორც აქციები, ჯგუფდებიან რამოდენიმე ნიშნის მიხედვით. ასეთი ნიშანი ხუთია:

1. ემიტენტის მიხედვით (ამ ნიშნის მიხედვით არსებობს სახელმწიფოს შინაგანი სესხის, ადგილობრივი შინაგანი სესხის და საწარმოთა ობლიგაციები).
2. დაფარვის ვადის მიხედვით (ამ ნიშნის მიხედვით არსებობს რენტული, პროლონგირებული და შუალედური ობლიგაციები. რენტული ობლიგაცია უვადოა, პროლონგირებული — ვადაგადაცილებული, შუალედური კი არის დროებითი ობლიგაცია).
3. დაფარვის და რეგისტრაციის თავისებურებების მიხედვით (ამ ნიშნის მიხედვით არსებობს სახელობითი და უსახელო ობლიგაცია).
4. შემოსავლების ფორმის მიხედვით (ამ ნიშნის მიხედვით არსებობს პროცენტის და უპროცენტო ობლიგაციები).
5. ემიტენტის რეგიონულ მიკუთვნებულობის მიხედვით (ამ ნიშნის მიხედვით არსებობს სამამულო და საზღვარგარეთული ემიტენტების ობლიგაციები).

ფინანსური ინვესტირების დროს ინვესტირების ობიექტად ობლიგაციის სახის შერჩევას ძალზე დიდი მნიშვნელობა აქვს, რადგანაც ისინი რისკის სხვადასხვა დონით ხასიათდებიან. მაგალითად, რაც უფრო ხანგრძლივია ობლიგაციის დაფარვის ვადა, მით უფრო მაღალია ინფლაციის რისკი. რისკის ყველაზე მაღალი დონე აქვთ საწარმოების მიერ გამოშვებული ობლიგაციებს, ყველაზე ნაკლები — სახელმწიფო ობლიგაციებს.

**ვექსელი** არის მოვალის წერილობითი ფულადი ვალდებულება. იგი დგება სტანდარტული ფორმით და მის მფლობელს უფლება აქვს განსაზღვრული ვადის გასვლის შემდეგ, მოსთხოვოს მოვალეს ვექსელში აღნიშნული თანხის გადახდა.

**სასაზინო ვალდებულებები** ფასიანი ქაღალდებია, რომლებიც მის მფლობელებს აძლევენ უფლებას მოითხოვონ ძირითადი ვალი და მისგან შემოსავალი.

**პარანტი** და **ოპციონი** წარმოებული (მეორადი) ფასიანი ქაღალდებია. **პარანტის** მფლობელს აქვს შეღავათიანი უფლება დროის გარკვეულ პერიოდში (როგორც წესი,

რამოდენიმე წელში) წინასწარ დათქმულ გარკვეულ ფასად იყიდოს ემიტენტისაგან აქციები.

**ოპციონი** მფლობელს აძლევს უფლებას დროის გარკვეულ პერიოდში გაყიდოს ან იყიდოს სხვა ფასიანი ქალაქი წინასწარ განსაზღვრულ ფასად. კონტრაგენტი გარკვეული გასამრჯელოს ფასად ვალდებულებას იღებს მოახდინოს ამ უფლების რეალიზაცია.

**ფასიანი ქალაქების მახასიათებლები.** მანამ სანამ ფირმა-ინვესტორი გადამწყვეტილებას მიიღებს ფასიანი ქალაქებში კაპიტალის განთავსების შესახებ, მან კომპლექსურად უნდა გაანალიზოს ფასიანი ქალაქების მახასიათებლები.

ფასიანი ქალაქების მახასიათებლები ერთიანდებიან 3 ჯგუფში:

1. დროითი მახასიათებლები;
2. სივრცობრივი მახასიათებლები;
3. საბაზრო მახასიათებლები.

**დროითი მახასიათებლები:** ფასიანი ქალაქები გამოშვების თარიღი და მათი მიმოქცევის ვადიანობა, ფასიანი ქალაქის წარმოშობა (ფულ, აქციები თუ სხვა).

**სივრცობრივი მახასიათებლები:** ფასიანი ქალაქების დოკუმენტობრივი თუ არადოკუმენტობრივი ფორმა, ეროვნული კუთვნილება, ტერიტორიული (რეგიონული) კუთვნილება.

**საბაზრო მახასიათებლები:** აქტივების ტიპი, რომელიც საფუძვლად უდევს ფასიანი ქალაქებს, გამოშვების ფორმა (ემისიური თუ ინდივიდუალური), ემიტენტის ვინაობა, მიმოქცევის ფორმა (თავისუფალი, შეზღუდული), რისკის დონე, შემოსავლიანობა, სახსრების დაბანდების ფორმა და ა. შ.

### III.2. ფასიანი ქალაქების ბაზრის ზოგადი დახასიათება

ფასიანი ქალაქების ბაზარი არის ისეთი ბაზარი, სადაც ხორციელდება ფასიანი ქალაქების მიმოქცევა, მათი ყიდვა-გაყიდვა.

ფასიანი ქალაქების ბაზარი, ისევე, როგორც სხვა ბაზარი, წარმოადგენს ეკონომიკურ ურთიერთობას გამოხატულს ყიდვა-გაყიდვის კუთხით, სადაც ერთმანეთს ხვდება მიწოდება და მოთხოვნა და განისაზღვრება ფასი. როგორც ცნობილია, ბაზრის სიდიდე უშუალოდ დაკავშირებულია სპეციალიზაციის ხარისხთან, რაც თავის მხრივ, განპირობებულია შრომის საერთაშორისო დანაწილებით. ამას მთლიანად შეესაბამება ფასიანი ქალაქების ბაზარი, რომელიც ასევე ვითარდება ემიტენტებისა და ინვესტორების ზრდის შედეგად. ეს ნიშნავს, რომ ფასიანი ქალაქების განვითარება დამოკიდებულია მისი მყიდველებისა და გამყიდველების რაოდენობის ზრდაზე. თანამედროვე ეტაპზე,

ერთი მხრივ, იზრდება ფასიანი ქაღალდების ემიტენტების რიცხვი, მეორე მხრივ, მიმდინარეობს მათი სახეების დიფერენცირება, იზრდება მათი მიმოქცევის მასშტაბი და ვითარდება ინვესტორთა წრე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციები შეიძლება დაიყოს ორ ჯგუფად: **საერთო-საბაზრო ფუნქციები**, რომელიც დამახასიათებელია ჩვეულებრივი ბაზრი-სათვის და **სპეციფიკური**, რომლითაც იგი განსხვავდება სხვა ბაზრებისაგან.

საერთო-საბაზრო ფუნქციებს განეკუთვნება ისეთი ფუნქციები, როგორცაა:<sup>1</sup>

- ❖ **კომერციული ფუნქცია** — მოცემულ ბაზარზე ოპერაციებიდან მოგების მიღების ფუნქცია;
- ❖ **ფასნარმომამართო ფუნქცია** — ბაზარი ქმნის და მის მონაწილეებამდე დაჰყავს საბაზრო ინფორმაცია ვაჭრობის ობიექტების და მასში მონაწილეების შესახებ;
- ❖ **მარაგულირებელი ფუნქცია** — ბაზარი ქმნის ვაჭრობისა და მასში მონაწილეობის წესს, აგრეთვე ბაზარში მონაწილეთა შორის დავების გადაჭრის მეთოდებს, მაკონტროლებელ ორგანოებს და ა. შ.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სპეციფიკურ ფუნქციებს განეკუთვნება გადამანაწილებელი ფუნქცია და რისკების დაზღვევის ფუნქცია.

- ❖ **გადამანაწილებელ ფუნქციას განეკუთვნება:** ფულადი სახსრების გადანაწილება საბაზრო სისტემის დარგებსა და სფეროებს შორის; დანაზოგების, უპირველეს ყოვლისა, მოსახლეობის დანაზოგების, გადანაწილება არასანარმოო ფორმიდან სანარმოო ფორმაში; სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის არაინფლაციური დაფინანსება, ანუ დამატებითი ფულადი სახსრების მიმოქცევაში გაშვების გარეშე.

- ❖ **დაზღვევის ფუნქცია** გულისხმობს ფინანსური რისკების დაზღვევას ანუ მათ გადამანაწილებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გამოყენების მეშვეობით.

თანამედროვე ეტაპზე მიმდინარეობს ფასიანი ქაღალდების ფორმების ტრანსფორმაციისა და დახვეწა-სრულყოფის პროცესი.

ვაჭრობის ხერხების მიხედვით განასხვავებენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შემდეგ სახეებს:

- ❖ **პირველადი და მეორადი;**
- ❖ **ორგანიზაციული და არაორგანიზაციული;**
- ❖ **საბირჟო და არასაბირჟო;**
- ❖ **ტრადიციული და კომპიუტერიზებული;**

<sup>1</sup> მესხია ი. საერთაშორისო ფინანსები. თბ., 2012, გვ. 117.

❖ **საკანონო და ვალდებულება.**

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უშუალოდ პირველადი და მეორადი ბაზრებისაგან ყალიბდება.

❖ **ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზარზე** ხდება სახელმწიფო და მუნიციპალური ობლიგაციის ემისია, აგრეთვე, აქციებისა და ობლიგაციების, რომელსაც უშვებენ როგორც ფინანსური, ასევე, არაფინანსური პროფილის სხვადასხვა აქციონერული კომპანიები. პირველად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების უშუალო ინვესტირებად გამოდიან კომერციული და ინვესტიციური ბანკები, საბირჟო ფირმები, სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო ფონდები, არაფინანსური კორპორაციები და კერძო პირები (ინდივიდუალური ინვესტირებები, რომლებიც უშუალოდ ან საბირჟო ფირმების და ინვესტიციური ბანკების მეშვეობით შეიძენენ აქციებს და ობლიგაციებს).

❖ **ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი** წარმოადგენს ემიტირებული ფასიანი ქაღალდების ცენტრალიზებულ და არაცენტრალიზებულ ყიდვა-გაყიდვას. არაცენტრალიზებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსებობა არ ნიშნავს ქაოსურ ვაჭრობას. როგორც წესი, წვრილი აქციონერული კომპანიები თავიანთ ფასიან ქაღალდებს განათავსებენ მცირერიცხოვან ცნობილ პირთა მეშვეობით. მეტი წილი მსხვილი და საშუალო კორპორაციების ფასიანი ქაღალდების განთავსება, რომლებიც არ კოტირებენ საფონდო ბირჟებზე, ხდება კომერციული ბანკების საბროკერო-სალიდერო ფირმების მეშვეობით.

❖ **ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზარი** ისეთი ბაზარია, სადაც ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა ხდება მკაცრად დადგენილი წესების მიხედვით, ანუ ბაზარი, სადაც მისი საქმიანობის ყველა მხარე პრაქტიკულად რეგულირდება.

❖ **ფასიანი ქაღალდების არაორგანიზებული ბაზარი** არის ისეთი ბაზარი, სადაც ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა ხდება ერთიანი წესების დაცვის გარეშე ბაზრის ყველა მონაწილის მიერ.

❖ **საბირჟო ბაზარი** — არის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა საფონდო ბირჟაზე. საბირჟო ბაზარი ყოველთვის ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზარია, რამდენადაც მასში ვაჭრობა მკაცრად დადგენილი წესებით მიმდინარეობს საბირჟო შუამავლების მეშვეობით, რომლებიც გულდასმით შეირჩევა ბაზრის სხვა მონაწილეებს შორის.

❖ **არასაბირჟო ბაზარი** — არის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა საფონდო ბირჟის გვერდის ავლით. არასაბირჟო ბაზარი შეიძლება იყოს ორგანიზებული და არაორგანიზებული. ორგანიზებული არასაბირჟო ბაზარი ეფუძნება კავშირგაბმულობის კომპიუტერულ სისტემებს.

ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა შეიძლება განხორციელდეს **ტრადიციულ** და **კომპიუტერიზებულ ბაზრებზე**. ამ უკანასკნელ შემთხვევაში ვაჭრობა მიმდინარეობს კომპიუტერული ქსელით, რომელიც ერთიან კომპიუტერიზებულ ბაზაში აერთიანებს შესაბამის საფონდო შუამავლებს.

❖ ფასიანი ქაღალდების საკასო ბაზარი ეს არის ბაზარი, სადაც გარიგებების შესრულება ხდება დაუყოვნებლივ 1-3 სამუშაო დღის განმავლობაში. ფასიანი ქაღალდის ვადიანი ბაზარი არის განვადებიანი ბაზარი, რომელიც გულისხმობს გარიგებათა შესრულების რამდენიმეთვიან გადავადებას. როგორც წესი, ტრადიციული ფასიანი ქაღალდები (აქციები, ობლიგაციები) მიმოქცევიან საკასო ბაზარზე, ხოლო კონტრაქტები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წარმოებულ ინსტრუმენტებზე — ვადიან ბაზარზე.

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ობლიგაციების ემისიის მასშტაბები გაცილებით მეტია აქციების ემისიის მასშტაბზე. ეს აიხსნება ორი ფაქტორით: პირველი — აქციების ემიტენტებად გამოდიან მხოლოდ კორპორაციები, ხოლო ობლიგაციების ემიტენტებად არა მხოლოდ ისინი, არამედ, აგრეთვე, სახელმწიფოც, მუნიციპალიტეტები, სხვადასხვა კორპორაციული დაწესებულებები. მეორე — საკუთრივ კორპორაციებისათვის ობლიგაციების ემისია სხვა თანაბარ პირობებში უფრო ხელსაყრელია, რამდენადაც უფრო იაფი ჯდება და უფრო ჩქარა განთავსდება ინვესტორთა შორის, ისე რომ არ იზრდება აქციონერთა რიცხვი.

როგორც ცნობილია, ფასიანი ქაღალდების ერთ-ერთი სპეციფიკური თვისებაა მისი ბრუნვალობა ანუ მისი შესაძლებლობა ნებისმიერ მომენტში გადაიცვალოს ფულში. ფასიანი ქაღალდის ბრუნვალობა მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული ბაზრის ლიკვიდობაზე, სადაც იგი გამოდის ყიდვა-გაყიდვის ობიექტად. ეს ლიკვიდობა მით მაღალია, რაც მაღალია ფასიანი ქაღალდის ბრუნვალობა, რაც მეტია მასთან დაკავშირებული ყიდვა-გაყიდვის აქტები.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები არიან ფიზიკური პირები და ორგანიზაციები, რომლებიც ყიდიან და ყიდულობენ ფასიან ქაღალდებს ანდა ემსახურებიან მის მიმოქცევას და უზრუნველყოფენ სათანადო ანგარიშსწორებას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარში მონაწილეთა ძირითადი ჯგუფები შემდეგნაირად შეიძლება კლასიფიცირდეს:<sup>1</sup>

❖ **კლიენტები** — იურიდიული პირები ან ხელისუფლების აღმასრულებელი ორგანოები ან კიდევ თვითმმართველობის ორგანოები, რომლებიც ვალდებული არიან ფასიანი ქაღალდების მფლობელების წინაშე განახორციელონ მათდამი მინიჭებული უფლებები.

<sup>1</sup> მესხია ი. საერთაშორისო ფინანსები. თბ., 2012, გვ. 121.

- ❖ **ინვესტორები** — ისინი, ვინც ყიდულობენ, მიმოქცევაში გამოშვებულ ფასიან ქალაქებს (კომერციული ორგანიზაციები, მოსახლეობა, რომლებიც დაინტერესებულნი არიან თავისუფალი ფულადი სახსრებიდან მიიღონ შემოსავალი).
- ❖ **საფონდო შუამავლები** — ორგანიზაციები, რომლებიც ფასიანი ქალაქების ბაზარზე ახორციელებენ ბროკერულ ან დილერულ საქმიანობას ან ფასიანი ქალაქების მართვასთან დაკავშირებულ საქმიანობას.
- ❖ **ფასიანი ქალაქების ბაზრის მომსახურე ორგანიზაციები.** მათგან ერთი ნაწილი ახდენს ფასიანი ქალაქების ბაზრის ორგანიზაციას და უზრუნველყოფენ ყიდვა-გაყიდვაზე გარიგების დადებას (საფონდო ბირჟები და ბაზრის არასაბირჟო ორგანიზაციები). მეორე ნაწილი უზრუნველყოფს გარიგების შესრულებას (საანგარიშსწორებო ცენტრები, დეპოზიტორები, რეგისტრატორები). მესამე ნაწილი კი უზრუნველყოფს ბაზარს სათანადო ინფორმაციით (საინფორმაციო სააგენტოები).
- ❖ **ფასიანი ქალაქების ბაზრის რეგულირებისა და კონტროლის სახელმწიფო ორგანოები.** მათ რიცხვში შედის სახელმწიფო მაკონტროლებელი და მარეგულირებელი ორგანოები, ეკონომიკური პროფილის სამინისტროები, აღმასრულებელი ორგანოების საექსპორტო ხარჯები ფასიანი ქალაქების სფეროში, ცენტრალური ბანკი და ა. შ.

ფასიანი ქალაქების ბაზარზე პროფესიონალური საქმიანობის სახეებს განეკუთვნება:

- ❖ **ბროკერული საქმიანობა;**
- ❖ **დილერული საქმიანობა;**
- ❖ **კლინგული საქმიანობა;**
- ❖ **დეპოზიტარული საქმიანობა.**

**ბროკერული საქმიანობა.** ბროკერულ საქმიანობად მიიჩნევა საქმიანობა ფასიანი ქალაქების პროფესიონალური (ბროკერის) მონაწილის მიერ ფასიანი ქალაქების სამოქალაქო სამართლებრივი გარიგებების შესრულება კლიენტის სახელით და კლიენტის ხარჯზე ანდა საკუთარი სახელით და კლიენტის ხარჯზე.

ბროკერმა კლიენტის დავალებები უნდა შეასრულოს კეთილსინდისიერად მათი მიღების რიგითობის დაცვით. თუ ბროკერის მიზეზით ზარალი მიეყენა კლიენტს, ბროკერი ვალდებულია აანაზღაუროს იგი. კლიენტის ფულადი სახსრები, რომელიც გადაეცემა ბროკერს ფასიან ქალაქებში მისი ინვესტირებისათვის, აგრეთვე, სახსრები, რომლებსაც მიიღებს ბროკერი კლიენტისაგან გარიგებების რეალიზაციის შედეგად, უნდა ინახებოდეს ცალკე საბანკო ანგარიშზე, რომელიც გახსნილია საკრედიტო ორგანიზაციებში (სპეციალური ბროკერული ანგარიში). ბროკერი ვალდებულია უზრუნველყოს

თითოეული კლიენტის ფულადი სახსრების აღრიცხვა და ანგარიშსწორება მოახდინოს კლიენტთან. ბროკერს არა აქვს უფლება თავისი პირადი სახსრები ჩარიცხოს სპეციალურ საბროკერო ანაგრიშზე. გარდა იმ გამონაკლისისა, როდესაც ის სესხად გასცემს კლიენტზე ფულად სახსრებს. ბროკერს უფლება აქვს თავისი ინტერესებისათვის გამოიყენოს სპეციალურ საბროკერო ანაგრიშზე არსებული ფულადი სახსრები, თუ ეს გათვალისწინებულია საბროკერო მომსახურების ხელშეკრულებაში.

**დილერული საქმიანობა.** დილერულ საქმიანობად მიიჩნევა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალური მონაწილის მიერ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგება თავისი სახელით და თავისი სახსრებით, ყიდვა და გაყიდვის ფასების საჯარო განცხადების საფუძველზე. დილერი შეიძლება იყოს მხოლოდ კომერციული ხასიათის იურიდიული პირი.

დილერს უფლება აქვს ფასის გარდა გამოაცხადოს ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის ხელშეკრულების სხვა არსებითი პირობები: გასაყიდი და შესასყიდი ფასიანი ქაღალდების მინიმალური და მაქსიმალური რაოდენობა, აგრეთვე ვადა, რომლის განმავლობაში მოქმედებს გამოცხადებული ფასები. თუ დილერი თავს აარიდებს ხელშეკრულების დადებას გამოცხადებული პირობებით, მას შეიძლება წაეყენოს სარჩელი ასეთი ხელშეკრულების იძულებით დადების ანდა კლიენტისათვის მიყენებული ზარალის ანაზღაურების შესახებ.

**კლირინგული საქმიანობა.** კლირინგული საქმიანობა არის ურთიერთვალდებულებათა განსაზღვრასთან დაკავშირებული საქმიანობა (შეკრება-შედარება, ინფორმაციის კორექტირება ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ გარიგებებზე და მათზე ბუღალტრული დოკუმენტების მომზადება) და ფასიანი ქაღალდების მიწოდებასთან და ანგარიშგებასთან დაკავშირებული ჩათვლა.

ფასიან ქაღალდებზე კლირინგის განმხორციელებელი ორგანიზაციები ფასიანი ქაღალდების ანგარიშების ოპერაციებთან დაკავშირებით შესასრულებლად ლეზულობენ ბუღალტრულ დოკუმენტებს ხელშეკრულების თანახმად და ახორციელებენ კლირინგულ ოპერაციებს. კლირინგული ორგანიზაცია ვალდებულია შექმნას სპეციალური ფონდი ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული გარიგებების შესრულების რისკის შემცირებისათვის.

**დეპოზიტარული საქმიანობა.** დეპოზიტარული საქმიანობა ნიშნავს პროფესიონალის მიერ ფასიანი ქაღალდის მონაწილის — დეპოზიტარისათვის მომსახურების გაწევას ფასიანი ქაღალდის სერთიფიკატის შენახვაზე ან ფასიანი ქაღალდის საკუთრების გადაცემაზე. დეპოზიტარი წარმოადგენს იურიდიულ პირს.

დეპოზიტარული ხელშეკრულება დეპოზიტარსა და დეპონენტს შორის დაიდება მხოლოდ წერილობითი ფორმით. მისი განუყოფელი ნაწილია დეპოზიტარის პირობები

მის მიერ დეპოზიტარული საქმიანობის განხორციელების შესახებ. დეპოზიტარული ხელშეკრულება არ აძლევს უფლებას დეპოზიტარს გახდეს დეპონენტის ფასიანი ქაღალდის მესაკუთრე.

**დეპოზიტარული ხელშეკრულების მნიშვნელოვანი პირობებია:**

- ❖ ხელშეკრულების პირობების მკაფიო განსაზღვრა ფასიანი ქაღალდის სერთიფიკატების შენახვაზე ან ფასიანი ქაღალდების უფლების აღრიცხვაზე მომსახურების მიწოდება;
- ❖ დეპოზიტარში დეპონირებული დეპონენტის ფასიანი ქაღალდების განკარგვის შესახებ ინფორმაციის გადაცემის წესი;
- ❖ ხელშეკრულების მოქმედების ვადა;
- ❖ ხელშეკრულებით გათვალისწინებული დეპოზიტარის მომსახურების მოცულობა და გადახდის წესი;
- ❖ დეპონენტის წინაშე დეპოზიტარის ანგარიშების ფორმა და პერიოდულობა.

**დეპოზიტარის ძირითადი ვალდებულებები მდგომარეობს შემდეგში:**

- ❖ დეპონენტის ფასიანი ქაღალდის ვალდებულებებით დატვირთვის ფაქტების რეგისტრაცია;
- ❖ სხვებისაგან განცალკევებულად დეპონენტის რეპო-ანგარიშის წარმოება ანგარიშზე თითოეული ოპერაციის საფუძვლისა და რიცხვის მითითებით;
- ❖ ემიტენტისაგან ან ფასიანი ქაღალდების მესაკუთრეთა რეესტრის მფლობელისაგან დეპოზიტარის მიერ მიღებული ინფორმაციის დეპონენტისადმი გადაცემა.

**დეპოზიტარს უფლება აქვს:**

- ❖ სხვა დეპოზიტარებთან შეთანხმების საფუძველზე ჩართოს ისინი თავისი ვალდებულებების შესასრულებლად ფასიანი ქაღალდების სერთიფიკატების შენახვაზე ან ფასიანი ქაღალდების უფლების აღრიცხვაზე. ეს ნიშნავს, რომ იგი ხდება მეორე დეპოზიტარის დეპონენტი ანუ მეორე დეპოზიტარს ღებულობს დეპონენტის სახით. ასეთი გარიგება შესაძლებელია, თუ იგი დაშვებულია ხელშეკრულებით;
- ❖ დარეგისტრირდეს ფასიანი ქაღალდების რეესტრის წარმოების სისტემაში ან სხვა დეპოზიტართან ფასიანი ქაღალდების ნომინალური მფლობელის სახით დეპოზიტარული ხელშეკრულების თანახმად;
- ❖ დეპოზიტარული ხელშეკრულების თანახმად, მიიღოს თავის ანგარიშზე შემოსავალი ფასიანი ქაღალდებზე.

### III.3. ფასიანი ქაღალდების განთავსების და გარიგებების ორგანიზაცია

ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსება ბაზარზე მათი დამკვიდრების და განვითარების საფუძველია. პირვანდელი განთავსება გულისხმობს ფასიანი ქაღალდების პირველ გაყიდვას. მისი წარმატება დამოკიდებულია როგორც ემიტენტის იმიჯსა და რეპუტაციაზე, მის მდგომარეობაზე ქვეყანაში, ისე ინვესტორების, ანუ ფასიანი ქაღალდების მყიდველების შემოსავლიანობაზე.

ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსების საწყისი ეტაპი არის ამ საქმიანობაზე საინვესტიციო პროექტის და მისი ბიზნეს-გეგმის შედგენა ისეთი დასაბუთებულობით, რომლის შეთავაზება ინვესტორს (ინვესტორებს) დაარწმუნებს იმაში, რომ მის მიერ მოცემული ფასიანი ქაღალდების ყიდვა, ანუ პორტფელური ინვესტირების განხორციელება უფრო მომგებიანი იქნება მისთვის, ვიდრე მისი კაპიტალის სხვა საქმეში დაბანდება. ასეთ დროს, ინვესტორს მრავალი არჩევანი აქვს. მას შეუძლია თავისი კაპიტალი გარკვეულ პროცენტად და თითქმის ურისკოდ ბანკში შეინახოს დეპოზიტად, ანდა განახორციელოს რეალური ინვესტირება რომელიმე სამენარმეო პროექტში და ა. შ. ერთი სიტყვით, ინვესტორს კაპიტალის განთავსების მრავალი ალტერნატივა აქვს და ფასიანი ქაღალდების ემიტენტმა უნდა შეძლოს მისი „გადმობირება“.

მაშასადამე, ინვესტორისთვის წარდგენილი ბიზნეს-გეგმით ფასიანი ქაღალდების ემიტენტმა უნდა დაუსაბუთოს მას, რომ იგი მისი აქციების სყიდვით უფრო მეტ მოგებას მიიღებს, ვიდრე ფულის ბანკში შენახვით, ანდა სხვა საქმეში განთავსებით. ეს დასაბუთება უნდა მოხდეს რეალური გაანგარიშებით. ემიტენტმა საქმეში უნდა ჩართოს პროგნოზისტები, რომლებიც ცთომილების დასაშვები ალბათობით დაასაბუთებენ ინვესტორის მიერ ფასიან ქაღალდებში. მაგალითად, აქციებში განთავსებული კაპიტალის მომავალ შემოსავლის სიდიდეს. ეს შემოსავალი არის წლიური დივიდენდი, რომლის მიღებას ინვესტორ დაიწყებს ემიტენტი ფირმისგან პირველსავე წლის ბოლოს და ასე გაგრძელდება მუდმივად, მანამ, სანამ, იგი მისი აქციების მფლობელი იქნება.

ცხადია, ინვესტორს აქვს თავისი მოთხოვნა დივიდენდის სიდიდის მიმართ და იგი არასოდეს არ იქნება თანახმა მიიღოს უფრო მცირე შემოსავალი, ვიდრე მას მისცემდა ბანკი ფულის ბანკში შენახვით სარგებლის სახით. ეს მოთხოვნა უნდა გაითვალისწინოს ემიტენტმა და არავითარ შემთხვევაში მას არ უნდა შესთავაზოს დივიდენდური შემოსავალი ბანკის პროცენტზე ნაკლები. ამისათვის ემიტენტმა უნდა გამოიყენოს ინვესტირებული კაპიტალის მომავალი შემოსავლების განსაზღვრის, ანუ კომპაუნდინგის ფორმულა:

$$TV = X_0(1+r)^n$$

ფორმულაში:

$X_0$  — არის ინვესტირებული კაპიტალი.

$r$  — არის ბანკის საშუალო წლიური პროცენტი დეპოზიტზე.

$n$  — არის გაანგარიშების პერიოდი (წლები).

თუ, მაგალითად, ემიტენტი ყიდის 10 000 ცალ აქციას, თითო ცალს 1 ლარად და მაშასადამე, ინვესტორისაგან მოითხოვს 10 000 ლარ ინვესტიციას ( $X_0 = 10\,000$ ) და ამ დროისათვის დეპოზიტზე ბანკში პროცენტი არის 11,0 ( $r = 0.11$ ), ხოლო საანგარიშო პერიოდი არის 1 წელი. ეს იმას ნიშნავს, რომ ემიტენტმა დივიდენდის ფორმით ერთი წლის ბოლოს ინვესტორს არ უნდა შესთავაზოს 1100 ლარზე ნაკლები. ეს თანხა გაანგარიშებულია შემდეგნაირად:

$$TV = 10\,000(1 + 0.11)$$

$$TV = 11\,000$$

$$11\,000 - 10\,000 = 1\,000$$

1 100 ლარი ის თანხაა, რომელსაც ინვესტორი მისი კაპიტალის ბანკში განთავსებითაც მიიღებს. ამიტომ ინვესტორმა რომ არჩევანი ფასიანი ქაღალდების ემიტენტის სასარგებლოდ გააკეთოს, მან ინვესტორს ყოველწლიურ დივიდენდად 1 100 ლარზე მეტი უნდა შესთავაზოს.

ამ ქმედებას სპეციალისტები თვლიან ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსების საუკეთესო საშუალებად.

ამის გარდა, ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსების სასარგებლოდ მუშაობს ემიტენტი ფირმის საქმიანობის სახე, მისი პერსპექტიულობა, დამფუძნებლების პრესტიჟი და მისი მენეჯმენტის გუნდის პროფესიონალიზმი. ამ უკანასკნელს განსაკუთრებული მნიშვნელობა ეძლევა, რადგანაც ფირმის მომავალი წარმატებები არა დამფუძნებლებზე, არამედ, მმართველ გუნდზე არის დამოკიდებული. თუ ფირმა — ემიტენტი ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში ეწევა თავის საქმიანობას და მას იცნობენ როგორც სოლიდურ, ავტორიტეტულ ფირმას, მისი აქციების განთავსება არ არის ძნელი. ხოლო თუ ახალია, მაშინ ინვესტორები ეჭვის თვალთ უყურებენ მას და მის აქციებს ან საერთოდ არ ყიდულობენ, ან მეტად მცირე რაოდენობით.

ინვესტორები ახალი ფირმა — ემიტენტის აქციების სყიდვისგან იმიტომაც იკავებენ თავს, რომ ეს აქციები მეორედ ბაზარზე ნაკლებ ლიკვიდური არიან და, რომ ინვესტორს დასჭირდეს მათი გაყიდვა, იგი ვერ გაყიდის მათ, ან მეტად გაუძნელდება გაყიდვა. შეიძლება ინვესტორმა ამ პროცესში ფინანსური დანაკარგიც კი მიიღოს.

პირველად ბაზარზე აქციების განთავსებას ხელს უშლის ის გარემოებაც, რომ მუშაობის პირველ წელს ფირმა-ემიტენტს დიდი ხარჯები აქვს და ამიტომ იგი უპირატესობას აძლევს არა მოხმარების ფონდს, არამედ, დაგროვების ფონდს. ე. ი. მოგებიდან უპირატესად იქმნება წარმოების გაფართოების ფონდი და არა დივიდენდების გასაცემი ფონდი.

ინვესტორებს აშინებთ ინფლაციაც, რომლის პროგნოზი საკმაოდ ალბათურია. ამიტომ ისინი არჩევენ თავიანთი კაპიტალიდან შეიძინონ არა აქციების პორტფელი, არამედ რეალური ქონება, მაგალითად, უძრავი ქონება. ამას ემატება ქვეყნების პოლიტიკური არასტაბილურობა, კანონების წინააღმდეგობრივი ხასიათი და ხშირი ცვლა. ფასიანი ქაღალდების შემოსავლის ანუ დივიდენდის დაბეგვრის მაღალი დონე და ა. შ. ყოველივე ეს ძნელებს და ართულებს ქვეყანაში ემიტირებული ფასიანი ქაღალდების პირველად განთავსებას ბაზარზე. ამ მიზეზით არის, რომ მსოფლიოში უფრო მეტად არის გავრცელებული დახურული ტიპის სააქციო საზოგადოებები, ვიდრე ღია. დახურული სააქციო საზოგადოება აქციებს ყიდის მხოლოდ თავის თანამშრომლებზე და მას არ სჭირდება მათი საჯარო გაყიდვა. ასე რომ, დახურული სააქციო საზოგადოება, როგორც აქციების ემიტენტი, უფრო ადვილად ახერხებს აქციების პირველ განთავსებას ბაზარზე, რადგან თანამშრომლები მას იცნობენ და ენდობიან კიდევ. მანამ, სანამ ემიტენტი აქციებს გამოუშვებდეს, იმაში დასარწმუნებლად, რომ მას აუცილებლად გაეყიდება აქციები, იგი პოულობს ინვესტორებს და მათ სახელზე აკეთებს ხელმოსაწერ ფურცლებს. ფურცლებს ხელს აწერენ ინვესტორები. ამ პროცესს **ანდერრაიტიზმი** ეწოდება. ეს ფურცლები საჭიროა სააქციო საზოგადოების დასაფუძნებლად, აქციების გამოსაშვებად და მათ ოფიციალურ დასარეგისტრირებლად (მით უფრო, თუ ისინი სახელობითია, ე. ი. მასში მყიდველის გვარია მითითებული). ეს ფურცლები წარმოადგენენ იმის გარანტს, რომ მისი ხელმომწერი ინვესტორები აუცილებლად იყიდნიან აქციებს.

არსებობს ხელმონწერის ორი ტიპი: **ღია და დახურული.**

**ღია** ხელმონწერას ახასიათებს შემდეგი მომენტები:

1. ხელმონწერაში უნდა მონაწილეობდეს სააქციო საზოგადოების არა ნაკლებ ორი დამფუძნებელი, რომელთაც ექნებათ სააქციო საზოგადოების სანესდებო კაპიტალის არანაკლებ 25%, მაგრამ, არა უმეტეს 15%-ს და თითოეულ მათგანს.
2. სააქციო საზოგადოების და მისი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და რეგისტრაცია შესაძლებელია, თუ ხელმონწერა გაკეთდება სანესდებო კაპიტალის მინიმუმ 60%-ზე.

3. აქციების მიწოდება უნდა იყოს საჯარო, ღია. წინასწარ უნდა გამოცხადდეს მათი რეალიზაციის ადგილი. საემისიო პროსპექტი (რეკლამა) უნდა გამოქვეყნდეს პრესაში.

ღია ხელმოწერის დროს ინვესტორებს, ე. ი. აქციათა პოტენციალურ მყიდველებს, ცხადია, სააქციო საზოგადოების შესახებ ბევრი ინფორმაცია აინტერესებთ. მაგალითად, მისი პროდუქციის ნომენკლატურა, მოთხოვნილება ბაზარზე. ბაზარზე დაკავებული წილი, ეკონომიკური კავშირები ორგანიზაციებთან, გადამხდელუნარიანობა და ა. შ. ინფორმაციის მოპოვება საქართველოს პირობებში მეტად რთულია, რადგან, ემიტენტები ასეთ მონაცემებს არ აქვეყნებენ. ამერიკის შეერთებულ შტატებში კი ემიტენტებს კანონი „კორპორაციების შესახებ“ ავალბობს აქციების პირველადი განთავსების პროცესში გამოაქვეყნონ (ან წარმოადგინონ იმ საინვესტიციო ინსტიტუტში, რომელიც ზრუნავს მათი აქციების გაყიდვაზე) შემდეგი ინფორმაცია:

1. სააქციო საზოგადოების წარმომავლობა და ფინანსური მდგომარეობა.
2. სააქციო საზოგადოების ორგანიზაციული სტრუქტურა.
3. გამოსაშვები ფასიანი ქაღალდების სია.
4. ფასიანი ქაღალდების არსებული და წინა სამი წლის გამოშვების პირობები.
5. საბალანსო მონაცემები ბოლო სამი წლის გამოშვების შესახებ.
6. მოგება-ზარალის ანგარიშები.
7. სააქციო საზოგადოების ადმინისტრაციის (ხელმძღვანელობის) კუთვნილი ფასიანი ქაღალდების პაკეტის სიდიდე.
8. ადმინისტრაციის მიერ ფასიანი ქაღალდების შექმენაზე გაცემული ოპციონები.

საინტერესოა აგრეთვე, აშშ-ს სააქციო საზოგადოებების მიერ გამოქვეყნებული საემისიო პროსპექტების მაჩვენებლები. ისინი ასეთია:

1. სატიტულო ფურცელი.
2. სახელობითი აქციების მფლობელთა სია.
3. სააქციო საზოგადოების ვალები და საგირავნო ხელმოწერები.
4. ფირმის საქმიანობის მოკლე ისტორია.
5. უძრავი ქონების აღწერა.
6. მომუშავეთა რაოდენობა.
7. ფირმის დოტაციაზე მყოფი ფილიალების რაოდენობა.
8. მონაცემები გაყიდული აქციების შესახებ ბოლო სამი წლის განმავლობაში.
9. მონაცემები ოპციონების შესახებ.
10. ბოლო 5 წლის განმავლობაში გაცემული დივიდენდების სიდიდე.
11. ფინანსური მდგომარეობისა, კერძოდ, მოგების პროგნოზი.

საქართველოს მთავრობამ, კერძოდ, მისმა მინისტრთა კაბინეტმა 1995 წლის 15 აპრილს მიიღო დადგენილება, რომლის ძალითაც საქართველოს სააქციო საზოგადოებებს დაევალოთ **პრესაში სრული საემისიო პროსტაქტივის გამოყენება**. სხვა საქმეა რამდენად სარწმუნო და დამაჯერებელი იყო ეს პროსპექტები. მაშინ მასიურად მოხდა ყველა მსხვილი საწარმოს (ფაბრიკა-ქარხნების) გადაკეთება სააქციო საზოგადოებებად და მათი აქციების გაყიდვა. აქციების გაყიდვას ახდენდნენ ამ მიზნით შექმნილი ინვესტიციური ფონდები, რომლებიც აცნობდნენ წვრილ და მსხვილ ინვესტორებს ემიტენტების შესახებ ინფორმაციას. მაშასადამე, ფაქტიურად, ხდებოდა ემიტენტების კონკურსი და ინვესტორს შეეძლო აერჩია მათ შორის მისთვის უკეთესი ვარიანტი.

საერთოდ, საქართველოშიც და საზღვარგარეთაც უფრო მეტად გავრცელებულია ფასიანი ქაღალდების ღია ხელმონერა. ასეთ დროს, სახელმწიფოს მარეგულირებელი ორგანოები, მაგალითად, ფინანსთა სამინისტრო, არ აგებს პასუხს ინვესტორების წინაშე ემიტენტების მიერ გამოქვეყნებული ცნობების სისწორეზე.

**ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზრის მიორე ფორმას დახურული ხელმონერა.** ასეთ დროს უნდა არსებობდეს ხელმონერის არა 60%, არამედ 100%. ასეთ ფორმას იყენებენ ის სააქციო საზოგადოებები, რომელთაც ინვესტორები, ანუ მყიდველების საკმაოდ ვიწრო წრე ჰყავთ.

დახურული ხელმონერის დროს, როგორც წესი, ფირმის აქციათა პაკეტის განთავსებას ახდენენ ან დილერები ან ბროკერები. ორივე ისინი ამ სამუშაოს შესრულებისთვის იღებენ გასამრჯელოს. ამ ოპერაციების შესრულება მათ მეტად უჭირთ და ყოველთვის მოითხოვენ დიდ გასამრჯელოს.

ფასიანი ქაღალდების საფონდო ბირჟაზე სავაჭრო ბრუნვაში დასაშვებად აუცილებელია ნებართვის მიღება. ამ ნებართვის მიღებას **ლისტინგი** ანუ **ინტროდუქცია** ეწოდება. ნებართვას იძლევა ბირჟის ადმინისტრაცია და ფინანსთა სამინისტრო. ამ უკანასკნელს უფლება აქვს დაადგინოს მინიმალური მოთხოვნები ემიტენტებისადმი და მათი ფასიანი ქაღალდებისადმი.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განუვითარებლობის გამო, ლისტინგის დიდი გამოცდილება არ არსებობს. რაც შეეხება საზღვარგარეთს, იქ საბირჟო ვაჭრობაში ფასიანი ქაღალდების დაშვების პროცედურას აქვს შემდეგი ნიშნები:

1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნისთვის კეთილსასურველი პირობების შექმნა.
2. ხარისხიანი და საიმედო ფასიანი ქაღალდების გამოვლენა.
3. ინვესტორების ინტერესების დაცვის უზრუნველყოფა.
4. ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევაში დაშვებისა და ექსპერტიზის უნიფიცირებული წესების დამუშავება.

საფონდო ბირჟებზე მიმოქცევაში შეიძლება იყოს სამი სახის ფასიანი ქაღალდი:

1. ფასიანი ქაღალდები, რომელთაც გაიარეს ლისტინგის სრული პროცედურა და ჩართული არიან ბირჟების საკოტირო წიგნში.
2. ფასიანი ქაღალდები, რომლებმაც ნაწილობრივ გაიარეს ლისტინგის პროცედურა და ჩართული არიან ე. წ. ქვესაღისტინგო ჟურნალში.
3. თავისუფლად მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდები, რომლებმაც ვერ გაიარეს ლისტინგი და წინასაღისტინგო პროცედურა.

ლისტინგისთვის ემიტენტს ბირჟის ადმინისტრაციაში ნამდვილი გამოცდის გავლა უხდება. ბირჟა ამოწმებს:

1. ემიტენტის განცხადების სამართლებრივ დასაბუთებას.
2. ემიტენტის ავტორიტეტს.
3. ემიტენტის ეკონომიკურ და ფინანსურ მდგომარეობას.
4. გაყიდვისთვის გამიზნული აქციების რაოდენობას და ა. შ.

საერთოდ, ლისტინგი ემიტენტს მთელ რიგ უპირატესობებს აძლევს. რადგან ლისტინგით ხდება ფასიანი ქაღალდების ოფიციალური დარეგისტრირება და ბირჟაზე დაშვება, ამით მაღლდება ემიტენტის აქციების პრესტიჟი. მას მეტი პოტენციალური მყიდველი (ანუ ინვესტორი) უჩნდება. იზრდება ნდობა ბანკების მხრიდან და მისი შეღავათიანი დაკრედიტების პირობები. მაგულობს თვით ემიტენტის მუშაკთა მხრიდან აქციების სყიდვით დაინტერესება, რადგანაც, ისინი ხედავენ აქციების „საბაზრო ბედს“, ყალიბდება რა აქციების კურსი გარე მყიდველებს ეძლევათ არჩევანის საშუალება და ა. შ. ე. ი. ბირჟა ქმნის აქციების არა მხოლოდ პირველად, არამედ, მეორადი გაყიდვის მეტად კარგ შესაძლებლობას.

ცხადია, ლისტინგს აქვს უარყოფითი მხარეც, რაც იმაში გამოიხატება, რომ ფასიანი ქაღალდების დარეგისტრირებისათვის ბირჟაზე ემიტენტმა უნდა გადაიხადოს, როგორც ერთჯერადი ანაკრები, ისე ყოველწლიური გადასახადი. ამის გარდა, ლისტინგის შემდეგ, ემიტენტს ხშირად აკონტროლებს ბირჟა, რაც მოითხოვს მისგან მეტ პასუხისმგებლობას.

ლისტინგისთვის წაყენებული მოთხოვნების დონე ბირჟების მიხედვით განსხვავებულია. ზოგი ბირჟა ემიტენტს თხოვს ერთი ან სამი წლის განმავლობაში მინიმალური მოგების შესახებ იფორმაციას, ზოგი — აქტივების მინიმალურ სიდიდეს, ზოგი უწესებს აქციების გამოშვების მინიმალურ რაოდენობას და ა. შ.

ლისტინგის პროცესი **სამ ეტაპად** მიმდინარეობს:

**პირველ ეტაპზე** ხდება ემიტენტის განცხადების წარდგენა ბირჟის მმართველობაში. განცხადებას თან ერთვის წესდება, ცნობა მოგება-ზარალის შესახებ, ბალანსი, აუდიტორული დასკვნა. განცხადებას იხილავს ლისტინგის კომისია.

**მაორა ეტაპზე** ხდება ემიტენტების და ბირჟის ადმინისტრაციას შორის შეთანხმების ხელმოწერა.

**მესამე ეტაპზე** ემიტენტი იხდის სალისტინგო ანაკრებს.

ლისტინგის კომისია ემიტენტისთვის წარმოადგენს ბირჟაზე პირველ ბარიერს. ბირჟაზე მეორე ბარიერია კოტირების კომისია. კოტირების კომისიის ვალია ბირჟაზე მიმოქცევაში დატოვოს მხოლოდ სრულფასოვანი ფასიანი ქაღალდები. ამისათვის, კოტირების კომისია საზღვრავს ფასიანი ქაღალდების კურსს მისი პირველადი რეალიზაციის მომენტში, რომელიც მეორადი განთავსებისას შეიძლება შემცირდეს ან ამაღლდეს. კოტირების კომისია არკვევს, იქნება თუ არა მოთხოვნა ემიტენტის ფასიან ქაღალდზე, ე. ი. იქნებიან თუ არა ისინი მუდმივად ლიკვიდურნი. თუ კომისიამ თავისი გამოცდილებით დაადგინა, რომ მოცემული ემიტენტის ფასიანი ქაღალდები არ არის ლიკვიდური, მაშინ, იგი არ დაუშვებს მათ საფონდო ბირჟაზე, და, შესთავაზებს ემიტენტს შეუცვალოს მათ ნომინალური ღირებულება ან გააფართოვის რეკლამა, რათა ისინი მიმზიდველი გახადოს ინვესტორისთვის.

ბირჟაზე მიმოქცევაში დაშვებული ყველა ფასიანი ქაღალდი წარმოადგენს საბირჟო ოპერაციების ობიექტს. რა არის საბირჟო ოპერაცია? **საბირჟო ოპერაცია არის ფასიან ქაღალდებზე დადებული გარიგება**, რომელიც ფორმდება წერილობით და რეგისტრირდება საფონდო ბირჟის სარეგისტრაციო ჟურნალში.

იმის მიხედვით, თუ როგორია გარიგების ვადა, არჩევენ **საკასო და ვადიან გარიგებებს**.

**საკასო გარიგების** დროს ანგარიშსწორება ხორციელდება დაუყოვნებლივ (ანდა უხლოეს დღეებში). **ვადიანი გარიგებისას** კი ანგარიშსწორება ხორციელდება ხელშეკრულებით გათვალისწინებულ ვადებში. სახელმწიფო საფონდო ბირჟებზე ვადიანი გარიგებები ან აკრძალულია, ანდა მკაცრად შეზღუდული.

ცხადია, რომ როცა ანგარიშსწორება საკასოა, მაშინ მყიდველი უხდის გამყიდველს იმ დღის კურსის მიხედვით, როცა მან ფასიანი ქაღალდები შეიძინა, მაგრამ რა ხდება მაშინ, როცა გარიგება ვადიანია, როცა ანგარიშსწორება გადავადდება? ასეთ დროს არსებობს ანგარიშსწორების სამი ვარიანტი:

1. ანგარიშსწორება ხდება გარიგების დადების საბირჟო დღის კურსის მიხედვით.
2. ანგარიშსწორება ხდება ბოლო საბირჟო დღის კურსის მიხედვით.
3. ანგარიშსწორება ხდება ნებისმიერი საბირჟო დღის კურსის მიხედვით, რომელიც თავსდება გარიგების დადებიდან ანგარიშსწორებამდე არსებულ პერიოდში.

ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა საფონდო ბირჟაზე მიმდინარეობს სესიების მიხედვით. ეს ნიშნავს იმას, რომ საბირჟო დარბაზში ერთდროულად არ იყიდება ყველა სახის ფასიანი ქაღალდი. თუმცა, შეიძლება მოხდეს სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდებით

პარალელური ვაჭრობა, მაგრამ ეს მოხდება არა ბირჟის დარბაზში, არამედ, სხვადასხვა სათავსოებში (ბოქსები).

ბირჟაზე დადებული ყველა გარიგება ექვემდებარება რეგისტრაციას იმავე დღესვე, არაუგვიანეს 24 საათისა. ამის გარეშე გარიგებას არა აქვს კანონიერი ძალა.

საფონდო ბირჟის ცენტრი არის სავაჭრო დარბაზი. დარბაზს ჰყავს ადმინისტრაცია. დარბაზში დგას ელექტროტაბლო, რომელზეც ცხადდება ვაჭრობაზე დაშვებული ფასიანი ქაღალდების კურსი. დარბაზში იმყოფება ბირჟის თანამშრომელთა უმრავლესობა. ისინი იღებენ კლიენტების შეკვეთებს, აკვირდებიან ელექტროტაბლოს, აწყობენ ფასიანი ქაღალდების გამყიდველების და მყიდველების შეხვედრებს გარიგების დასადავად და ამის შესახებ ინფორმაციას აწვდიან ბირჟის ადმინისტრაციას.

ბირჟის სავაჭრო დარბაზში ძირითადად ბროკერები და ე. წ. „სპეციალისტები“ მუშაობენ. ბროკერები ყიდულობენ და ყიდიან ფასიან ქაღალდებს. ბირჟაზე მრავალი სახის ბროკერი საქმიანობს. მაგალითად, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე მუშაობენ დარბაზის ბროკერები (ისინი ასრულებენ კლიენტის დავალებებს), „ორდოლარიანი“ ბროკერები (ასრულებენ ნებისმიერი ორგანიზაციის დავალებას და ყოველ ას ცალ ფასიან ქაღალდის გაყიდვისათვის 2 დოლარს იღებენ), მეტოქე ბროკერები (ისინი საკუთარი ხარჯით და რისკით ყიდულობენ და ყიდიან ფასიან ქაღალდებს), კონკურენტ-ბროკერები (ყიდულობენ და ყიდიან აქციებს ბირჟის მიერ გაუქმებული სიის მიხედვით) და ობლიგაციებით მოვაჭრე ბროკერები.

რაც შეეხება, ე. წ. „სპეციალისტებს“, ისინი ფლობენ რა ფასიანი ქაღალდების დიდ (მსხვილ) პაკეტებს, მისი „საქმეში გაშვებით“ არ აძლევენ ფასიანი ქაღალდების ფასს გაუმართლებლად მაღალ დონეზე ავარდნის საშუალებას, ანდა პირიქით, თუ ფასი გაუმართლებლად ეცემა, ისინი იწყებენ ფასიანი ქაღალდების შესყიდვას და ამით მასზე მოთხოვნას აცოცხლებენ. ასე რომ, სპეციალისტები სასიცოცხლოდ აუცილებელი არიან საფონდო ბირჟისთვის.

საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ორგანიზაცია ემსახურება იმას, რომ ბროკერებმა შეძლონ დროულად და მაღალ დონეზე შეასრულონ კლიენტებიდან შემოსული შეკვეთები. შეკვეთების რამოდენიმე ფორმა არსებობს:

1. **საბაზრო შეკვეთა.** ეს არის შეკვეთა განსაზღვრული სახის ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვაზე საუკეთესო საბაზრო ფასით.
2. **ლიმიტირებული შეკვეთა.** ამ შეკვეთაში კლიენტი უთითებს კონკრეტულ ფასს, რომლის მიხედვითაც უნდა მოხდეს გარიგება.
3. **დღიური შეკვეთა.** ამ შეკვეთის ვადა არის ერთი დღე.
4. **ღია შეკვეთა.** ეს შეკვეთა რჩება ძალაში მანამ, სანამ არ შესრულდება.

5. **შეკვეთა „ყველაფერი ან არაფერი“.** ამ შეკვეთით ბროკერმა უნდა იყიდოს შეკვეთაში მითითებული ყველა ფასიანი ქაღალდი (ან არც ერთი).
6. **შეკვეთა „მივიღებ ნებისმიერი სახით“.** ამ შეკვეთით კლიენტი ავალებს ბროკერს იყიდოს ან გაყიდოს ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერი რაოდენობა.
7. **შეკვეთა „შეასრულე ან გააუქმე“** ნიშნავს, რომ როგორც კი შეკვეთის ნაწილი შესრულდება, დარჩენილი ნაწილი უქმდება.
8. **შეკვეთა „გაღარჩევა“** ნიშნავს, რომ ერთი ფასიანი ქაღალდის გაყიდვიდან ამონაგები შეიძლება გამოვიყენოთ ფასიანი ქაღალდის ყიდვისათვის.
9. **კონტიგენური შეკვეთა** ითვალისწინებს ერთდროულად ერთი ფასიანი ქაღალდის ყიდვას და მეორის გაყიდვას.
10. **შეკვეთა „სღაპ“** ექვემდებარება შესრულებას იმის მიხედვით, ფასი ეცემა, თუ მაღლდება.

ბროკერებს უამრავი შეკვეთა უგროვდებათ. მათი ნაწილი ყიდვის შეკვეთაა, ნაწილი გაყიდვის. ხშირად ბროკერები ერთი ვაჭრობის პერიოდში ვერ აკმაყოფილებენ ყველა კლიენტის მოთხოვნას, ამიტომ, ისინი პრიორიტეტის დაცვის წესით მუშაობენ, რაც იმას ნიშნავს, რომ პირველ რიგში, აკმაყოფილებენ ადრე შემოსულ შეკვეთებს.

ვაჭრობა საბირჟო დარბაზში მიმდინარეობს ფასიანი ქაღალდების **ლოტების** (ასი აქცია) მიხედვით, აუქციონის კურსი განისაზღვრება მათზე მოთხოვნა-მიწოდების შესაბამისად. მონაწილეები ვაჭრობის პროცესში იყენებენ თავიანთ პირობით ენას, ჟესტებს, მათი ქცევა მუდმივად უნდა იყოს შეჯერებული ელექტრონულ ტაბლოზე წარმოდგენილ ფასიანი ქაღალდების კურსებთან და დარბაზში შემოსულ სხვა ინფორმაციასთან.

**საბირჟო ოპერაციები.** საბირჟო ოპერაციები ეწოდება საფონდო ბირჟაზე მიმდინარე ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ გარიგებებს. საბირჟო გარიგების მთავარი კრიტერიუმი, რომლის მიხედვით გარიგებები ჯგუფდება, არის ვადა. ვადის მიხედვით არსებობს:

- ❖ საკასო გარიგებები;
- ❖ ვადიანი გარიგებები.

საკასო გარიგების დროს მყიდველები ფულს იხდიან მაშინვე ანდა 2-3 დღის განმავლობაში, ვადიანი გარიგების დროს კი, მყიდველმა ფული უნდა გადაიხადოს გარკვეული დროის შემდეგ (ერთი თვე და მეტი).

ვადიანი გარიგება არის რთული საბირჟო ოპერაცია. არსებობს მისი ოთხი სახე: **მყარი, ონკოლური, პრაიმიული და სხვაობითი.**

**მყარი** გარიგების დროს, საფონდო ფასეულობათა, ანუ ფასიანი გარიგების დროს, საფონდო ფასეულობათა, ანუ ფასიანი ქაღალდების გამყიდველი ვალდებულია გადასცეს

ისინი მყიდველს იმ რაოდენობითა და იმ კურსით, რაც დაფიქსირებულია მოცემულ გარიგებაში. კურსის ცვლილება არ მოქმედებს ვაჭრობის პროცესზე.

**ონკოლური** გარიგების დროს, საფონდო ფასეულობათა ფასი არ ფიქსირდება. იგი განისაზღვრება დათქმულ ბირჟაზე გარიგებაში აღნიშნული თარიღისათვის საფონდო ფასეულობათა კოტირების საფუძველზე.

**პრემიული** გარიგების შემთხვევაში, ორ მხარეს შორის იდება პირობა, რომლის საფუძველზეც ერთ-ერთს უფლება ეძლევა პრემიის გადახდის შემდეგ, სიტუაციის მიხედვით, უარი თქვას გარიგებაზე. პრემიული გარიგების დროს, ფასიანი ქაღალდების მყიდველს სალაროში შეაქვს გარკვეული თანხა გამყიდველის სახელზე. მათ შორის ხდება შეთანხმება, რომლის ძალითაც მყიდველი დაკარგავს ამ თანხას, თუ წინასწარ დათქმული თარიღისთვის უარს იტყვის ფასიანი ქაღალდების შექენაზე.

**სხვაობითი** გარიგება თავისი შინაარსით სპეკულაციური გარიგებაა. მისი არსი მდგომარეობს გარიგების დადებისა და შესრულების დღეს ფასიანი ქაღალდების კურსებს შორის სხვაობითი სარგებლის მიღებაში. ეს იმას ნიშნავს, რომ ვადის გასვლის შემდეგ, ერთ-ერთმა კონტრაგენტმა მეორეს უნდა გადაუხადოს აქციის კურსებს შორის წარმოქმნილი განსხვავება, ე. ი. განსხვავება გარიგების დროს არსებულ კურსსა და ფულის გადახდის ვადის დადგომის დროს ფაქტიურად არსებულ კურსს შორის. მაგალითად, თუ აქციის კურსი გარიგების დროს იყო დაბალი, ფულის გადახდის დროს კი აინია, მაშინ იგებს მყიდველი და აგებს გამყიდველი და, პირიქით, თუ აქციის კურსი დაბლა დაინევს, მაშინ მოიგებს გამყიდველი, რადგან იგი ყიდის გაუფასურებულ აქციებს უკვე ადრე შეთანხმებულ ფასში. ამ მიზნით აქციების გამყიდველები ცდილობენ შეამცირონ აქციების კურსი გარიგების დადების დასასრულისთვის. ამას ისინი აკეთებენ ბაზრისთვის დიდძალი აქციების მიწოდებით.

ყველა ბირჟაზე სრულდება **რეალური, სპეკულაციური და საარბიტრაჟო ოპერაციები**. **რეალური** გარიგება იდება ნამდვილი კლიენტის მომსახურებისთვის, **სპეკულაციური** გარიგება იდება იმისთვის, რომ ფასიანი ქაღალდებზე ფასების მერყეობის შედეგად მიიღონ მოგება (იყიდონ იაფად, გაყიდონ ძვირად), **საარბიტრაჟო** ოპერაციას მოგების მისაღებად არის გამიზნული, მხოლოდ ამჯერად, ერთი და იგივე ფასიანი ქაღალდი ერთ ბირჟაზე რომ ძვირად გაიყიდება, იმავდროულად მეორე ბირჟაზე იაფად შეიძინება, რაშიც მეპატრონე მიიღებს მოგებას.

განვითარებული ქვეყნების საფონდო ბირჟებს აქვთ მუშაობის შინაგანანესი, რომლის დაცვა ევალებათ საბირჟო ვაჭრობის მონაწილეებს.

### III.4. ფასნარმოქმნა ფასიანი ქალაქების ბაზარზე, კლირინგი და ანგარიშსწორება

**ფასნარმოქმნა** — ეს არის ფასების ფორმირების პროცესი.

ფასიანი ქალაქების ბაზარზე ფასების ფორმირებაში მონაწილეობენ ემიტენტები და ინვესტორები, გამყიდველები და მყიდველები, შუამავლები და სპეციალისტები. ყოველ მათგანს აქვს თავისი ინტერესი და ორიენტირები.

**ფასიანი ქალაქების ბაზარზე ფასნარმოქმნის ამოცანებია:**<sup>1</sup> 1. მოთხოვნისა და მიწოდების რეალური თანაფარდობის ასახვა. 2. ფასნარმოქმნის კონკრეტული მიზნების განხორციელება. 3. სხვადასხვა ფაქტორების გათვალისწინება, რაც გავლენას ახდენს ფასების დადგენაზე. 4. ფასიანი ქალაქების ბაზრის რეგულირება.

#### **ფასიანი ქალაქების ბაზარზე ფასები ასრულებენ შემდეგ ფუნქციებს:**<sup>2</sup>

- ❖ **სააღრიცხვო**, რომელიც მდგომარეობს განსაზღვრული ღირებულების დაფიქსირებაში ფასიანი ქალაქების ბაზარზე ფასნარმოქმნის პროცესში;
- ❖ **საკონტროლო**, რომელიც მდგომარეობს სხვადასხვა სახის ფასიანი ქალაქების ღირებულების მოძრაობაზე კონტროლში;
- ❖ **მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსება** — სხვადასხვა სახის ფასიანი ქალაქებზე მოთხოვნის ზრდის და მიწოდების შემცირების შემთხვევაში, მათზე ფასები იზრდება. შესაბამისად, მოთხოვნის შემცირებისა და მიწოდების ზრდის შემთხვევაში ფასები ეცემა;
- ❖ **გადანაწილებითი** — ახლად შექმნილი ღირებულება გადანაწილდება დარგებსა და რეგიონებს შორის დაგროვებისა და მოხმარების შესაბამისად;
- ❖ **მართვის** — ფასი ბაზარზე განსაზღვრავს, რა რაოდენობით და როგორი ინვესტიციური ხარჯით იქნება გამოშვებული ფასიანი ქალაქები, როგორ განხორციელდება მათი გამოშვება, როგორი დანახარჯებით და როგორი მოგებით, ვინ და როგორ ფასიანი ქალაქებს შეიძენს.

ფასნარმოქმნა ფასიანი ქალაქების ბაზარზე ხორციელდება განსაზღვრული მეთოდებით.

**ფასნარმოქმნის ძირითადი მეთოდები.** ძირითადი მეთოდები, რომელთა საფუძველზეც ფასიანი ქალაქების ბაზარზე ხდება ფასნარმოქმნა. შემდეგია: საექსპერტო, ანალიზური, სტატისტიკური, საინდექსო, ნორმატიულ-პარამეტრული (ქულებრივი), საბალანსო და ეკონომიკურ-მათემატიკური.

<sup>1</sup> ქოქიაური ლ., შონია ნ. ფასიანი ქალაქების ბაზარი, თბ., 2008, გვ. 113.

<sup>2</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 172-173.

**საექსპერტო მეთოდი** ემყარება სპეციალისტ-ექსპერტების გამოცდილებას, ინტუიციას. ექსპერტები არიან მაღალკვალიფიციური სპეციალისტები, რომელთაც აქვთ დიდი პროფესიონალური და პრაქტიკული გამოცდილება. ისინი იძლევიან არგუმენტ-ტირებულ დასკვნებს ამა თუ იმ ფასიანი ქალაქის რეალური ღირებულების დონეზე ან ცალკეული საფონდო ოპერაციის ფასზე. მეთოდის სირთულეა ის, რომ საჭიროა ექსპერტების გულდასმით შერჩევა და საანალიზო მდგომარეობის დეტალური დადგენა.

**ანალიზური მეთოდი** გულისხმობს ბაზრის კონიუნქტურის დეტალურ ანალიზს, შინაგანი კავშირების და მოვლენების ურთიერთმიმართების შეცნობას, განვითარების პროგრესული ტენდენციების და სრულყოფის შესაძლებლობების განსაზღვრას. ანალიზისას ფასების განსაზღვრისთვის გამოიყენება ისეთი მუშა მეთოდები, როგორიცაა შედარება, დიაგნოსტიკური ფაქტორული ანალიზი, მონიტორინგი, სისტემური ანალიზი. სისტემური მიდგომა გულისხმობს ფასიანი ქალაქების ღირებულების შემადგენელი ელემენტების და სხვადასხვა მიმართულების ფაქტორების ანალიზს, რომლებიც ერთდროულად მოქმედებენ ყოველი ელემენტის დონეზე. ამ მეთოდის შრომატევადობა მდგომარეობს იმაში, რომ გასათვალისწინებელია ინფორმაციის სხვადასხვა წყაროების დიდი სიმრავლე.

**სტატისტიკური მეთოდი** ემყარება ფასიანი ქალაქების ბაზრის სტატისტიკურ ანალიზს. კერძოდ: საშუალო სიდიდეების, ინდექსების, დისპერსიების, ვარიაციის (საშუალო სიდიდეებისაგან შეფარდებითი გადახრა), კორელაციური და რეგრესიული ანალიზის გამოყენებას. შედარებით აქტიურად გამოიყენება საფონდო ინდექსები, რომლებიც საშუალებას იძლევიან განისაზღვროს ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილების ტენდენციები ფასიანი ქალაქების განსაზღვრული სახეების მიხედვით. სტატისტიკური ანალიზის სირთულე მდგომარეობს იმის აუცილებლობაში, რომ სწორად განისაზღვროს სტატისტიკური დამოკიდებულების სახე და შეირჩეს ანალიზის ხერხი.

**საინდექსო მეთოდი** მდგომარეობს განსაზღვრული სახის ფასიანი ქალაქის ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილების საერთო ტენდენციის განსაზღვრაში. ამ მეთოდის სირთულე მდგომარეობს საფონდო ინდექსის შერჩევაში არაკონვერტირებადი ფასიანი ქალაქებისთვის.

**ნორმატიულ-პარამეტრული (ქულაბრივი) მეთოდი.** ამ მეთოდის გამოყენებით ფასიანი ქალაქების ან საფონდო ოპერაციის ანალიზისას განისაზღვრება ყველა საინვესტიციო მახასიათებელი, რაც დამახასიათებელია მოცემული ფასიანი ქალაქის ან ოპერაციისთვის.

ფასიანი ქალაქის ყოველ საინვესტიციო მახასიათებელს ან საფონდო ოპერაციის პარამეტრს ანიჭებენ ნორმატიული მნიშვნელობის განსაზღვრულ დიაპაზონს. ნორმატიული ერთეული ფასდება ქულათა განსაზღვრული რაოდენობით. ყველა მიღებული

ქულა ჯამდება და ქულათა საერთო რაოდენობა მრავლდება ერთი ქულის წინასწარ მიღებულ ღირებულებით შეფასებაზე. შედეგად, მიიღება ფასის განსაზღვრული ღირებულებითი დონე. აღნიშნული მეთოდის ნაკლია ცალკეული პარამეტრების არატოლ-ფასობა, ნორმატიული მნიშვნელობების დიდი დიაპაზონი, ქულობრივი შეფასების სუბიექტურობა.

**საბალანსო მეთოდი** — გულისხმობს ფასიანი ქაღალდის საბალანსო ღირებულების გამოყენებას, რომელიც განისაზღვრება ოფიციალურ ანგარიშგებაში სანარმოს მიერ დაფიქსირებული ქონების საერთო ღირებულების გაყოფით აქციების საერთო რაოდენობაზე. ქონების ღირებულება პერიოდულად იცვლება ძირითადი ფონდების გადაფასებისას, რაც ართულებს ამ მეთოდის გამოყენებას. ბალანსის მიხედვით, განსაზღვრავენ აქციის ნომინალურ ღირებულებას (სანესდებო კაპიტალი), ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებას (მოკლევადიანი და გრძელვადიანი სესხები), საბაზრო ღირებულება (საემისიო შემოსავალი) და გამოსყიდვის ფასს. ამ მეთოდის ნაკლია ის, რომ შეუძლებელია ფასწარმოქმნის სხვადასხვა ფაქტორების გათვალისწინება.

**ეკონომიკურ-მათემატიკური მეთოდები და მოდელები** წარმოადგენს ანალიზის სპეციფიკურ ხერხს იმიტაციური მოდელების ან დინამიკური მოდელირების სახით, გრაფიკული ან ლოგიკური მოდელების საფუძველზე კომპიუტერული ტექნოლოგიების გამოყენებით. ისინი ემყარებიან რიგი სქემების (მოდელების) აგებას, რომლებიც აფიქსირებენ გარკვეულ დამოკიდებულებას და ითვალისწინებენ კონკრეტული ფაქტორების როგორც დადებით, ასევე, უარყოფით გავლენას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შეიძლება გამოყენებულ იქნას კონცეპტუალურ-მათემატიკური, ტრენდული, კომპლექსური ანალიზის, სტრუქტურული, სტატისტიკური, ფაქტორული, გრაფიკული, ლოგიკური და იმიტაციური მოდელები. ეს მოდელები წარმოადგენენ ფასების დონეზე სხვადასხვა ფაქტორების გავლენის სქემატურ ასახვას.

**კონცეპტუალური მეთოდი** ითვალისწინებს გარკვეულ მიდგომებს და კონცეფციებს. ასე მაგალითად, ღირებულებითი კონცეფციის თანახმად, ფასის მოდელი არის ფასიანი ქაღალდების ნამდვილი საბაზრო ღირებულების ფულადი გამოსახულება. წონასწორობითი კონცეფცია გამოდის იქედან, რომ ფასი საფონდო ბაზარზე ასახავს მოთხოვნისა და მიწოდების წონასწორობას განსაზღვრულ ფასიან ქაღალდზე საფონდო ოპერაციის განხორციელების მომენტში. **მათემატიკური მოდელები** გამოდიან მკაცრად განსაზღვრული მათემატიკური დამოკიდებულებიდან, რაც ღირებულების შეფასების პროცესს ახასიათებს. **ტრენდული მოდელები** აიგება ღირებულების რამდენიმე სიდიდეზე დამოკიდებულების საფუძველზე, რომლებიც ახასიათებენ საფონდო ბაზარზე მყარ ტენდენციებსა და რყევებს. **კომპლექსური ანალიზის მოდელები** ავლენენ

ღირებულების დონის დამოკიდებულებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განსაზღვრულ, დასახელებულ კომპონენტებთან. **სტრუქტურული მოდელი** მოიცავს კონკრეტული ღირებულების შემადგენელი სტრუქტურული ელემენტების ანალიზს, ურთიერთკავშირს მათ შორის და მათ გავლენას ფასების დონის ცვლილებაზე. **სტატისტიკური მოდელი** დაფუძნებულია სტატისტიკური კანონზომიერების აღდგენაზე და მათგან გადახრაზე. ამ მეთოდის გამოყენება თავდაპირველად თეორიულად ემყარება დამოკიდებულების შერჩევას და ფასდება მოდელის პარამეტრები სტატისტიკური დაკვირვების დინამიკური მწკრივების აგების საფუძველზე, ხოლო ამის შემდეგ, მონმდება შერჩეული ტიპის მოდელის შესაბამისობა შეფასების კონკრეტულ პირობებთან. **ფაქტორული მოდელი** ეფუძნება ფაქტორულ ანალიზს, ღირებულების დონის დამოკიდებულებას ხარისხის განსაზღვრის რიგ კონკრეტულ ფაქტორებზე. **ბრაზიკული მოდელი** არის ტექნიკური ანალიზის საფუძველი და გრაფიკების სახით ასახავს ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ცვლილების დინამიკის განსაზღვრულ ტენდენციებს. **იმიტაციური მოდელი** აიგება ღირებულების სხვადასხვა დონის ვარიანტების არჩევის ფორმით ფასიანი ქაღალდები ბაზრის ხელსაყრელი, არახელსაყრელი და საშუალო კონიუნქტურის პირობებში სხვადასხვა ფაქტორების ერთიანობის დროს. მოდელს შეიძლება ჰქონდეთ სტატისტიკური და დინამიკური ხასიათი, იყვნენ წრფივი და მრავალგანზომილებიანი, დამუშავდეს კომპიუტერული ტექნოლოგიების გამოყენებით. მეთოდის სირთულეა საუკეთესო მოდელის შერჩევა კონკრეტული სახის ფასიანი ქაღალდისა და საფონდო ოპერაციისათვის.

ფასიანი ქაღალდის ფასის განსაზღვრის მეთოდის შერჩევა დამოკიდებულია ფასიანი ქაღალდის სახეზე, სტატუსზე, ემიტენტის ტერიტორიულ და დარგობრივ კუთვნილებაზე, საინვესტიციო მახასიათებლებზე, მიმოქცევის ხასიათზე (კოტირებადი, არაკოტირებადი), ლიკვიდურობაზე (მაღალლიკვიდური, საშუალო ლიკვიდური, მცირედ-ლიკვიდური, არალიკვიდური), გამოშვების ფორმაზე (ემისიური, არაემისიური), შემოსავლიანობაზე, ფასიანი ქაღალდის საიმედოობაზე და უსაფრთხოობაზე, მათ რაოდენობაზე, გარიგებათა რეგისტრაციის ფორმებზე და ანაზღაურების პირობებზე, ასევე, შეფასების მიზნებზე.

საფონდო ბაზარზე ფასების ფორმირებაზე გავლენას ახდენს ფაქტორთა დიდი რაოდენობა, რომლებიც პირობითად შეიძლება დაიყოს სამ ჯგუფად. თითოეულ ამ ჯგუფს აქვს თავისი ქვეჯგუფები (იხ. ნახაზი 8). ასე მაგალითად, **პირველი ჯგუფი მოიცავს ტრადიციულ და სპეციფიკურ ფაქტორებს, მეორე ჯგუფი — გარე, შიდა და ეკონომიკურ ფაქტორებს; მესამე ჯგუფი — ობიექტურ, სუბიექტურ და სპეკულაციურ ფაქტორებს.**



**ნახაზი 8. ფასწარმოქმნის პროცესზე მოქმედი ფაქტორები<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 180.

**პირველი ჯგუფის ფაქტორები.** პირველი ჯგუფი აერთიანებს ფაქტორებს, რომლებიც დაკავშირებული ემიტენტი-საწარმოს გარე გარემოსთან. მას მიეკუთვნება ქვეყნის ეკონომიკური, სოციალური, პოლიტიკური, სამართლებრივი, საერთაშორისო, სამეცნიერო-ტექნიკური და სხვა მდგომარეობა.

საწარმოს გარე გარემოს ფაქტორები ძნელად ექვემდებარება მართვას ან საერთოდ არ რეგულირდება საწარმოს მხრიდან. მათი ნეიტრალიზება პრაქტიკულად შეუძლებელია, შესაძლებელია მხოლოდ თავიდან აცილების მცდელობა, ნეგატიური ზემოქმედების შემცირება ან გარე გარემოს პროცესების დადებითი ზემოქმედების გაძლიერება-განვითარების ტენდენციების შესახებ ინფორმაციის გამუდმებული შეკრების და ანალიზის გზით, ასევე, საწარმოს გარე გარემოს შესაძლო ცვლილებების პროგნოზის გზით.

**მეორე ჯგუფის ფაქტორები** შეადგენენ საწარმოს შიდა გარემოსთან დაკავშირებულ ფაქტორებს. ეს არის პრობლემები, რომლებიც განპირობებულია საწარმოს ძირითადი ფუნქციებისა და ამოცანების შესრულებით.

**ფასწარმოქმნის მმართველობითი ფაქტორები** შეიძლება გამოიყოს პროგნოზირებისა და დაგეგმვის ფაქტორები და საწარმოს საქმიანობაზე კონტროლის სისტემები ეკონომიკური, სამართლებრივი, ადმინისტრაციულ-სამეურნეო და სხვა ბერკეტების გამოყენებით.

მმართველობითი ფაქტორია ფასწარმოქმნის ობიექტური ანალიზისა და ეფექტიანობის შეფასება. შეფასების სხვადასხვა მეთოდებისა და კრიტერიუმების გამოყენება, რომელიც საჭიროა ფასწარმოქმნის ყოველი ელემენტისათვის ინვეს არაოპტიმალური გადაწყვეტილებების მიღებას, დიდ ეკონომიკურ დანახარჯებს. ამიტომ, საჭირო ხდება განისაზღვროს პარამეტრები, შეფასებითი მაჩვენებლები, რომლებიც წარმოდგენას შექმნის ფასწარმოქმნის პროცესის ეფექტიანობაზე და რეზერვების და მიმართულებების განსაზღვრაზე მისი შემდგომი სრულყოფის მიზნით.

პრაქტიკაში ფასების ფორმირების პროცესზე მოქმედებს და ამავდროულად გაითვალისწინება ტრადიციულ ფაქტორთა სიმრავლე, რომლებიც გაერთიანებულნი არიან 3 ჯგუფში: **მოთხოვნა, კონსურენცია, დანახარჯები. მოთხოვნის ფაქტორებს** მიეკუთვნება პოტენციური ინვესტიციების სიდიდე, ინვესტორების გემოვნება და თვისებები, მათი შემოსავლები, ბაზარზე ანალოგიური ფასიანი ქაღალდების არსებობა და მათზე ფასები, სხვა ფინანსური ინსტრუმენტების ღირებულება. **კონსურენციის ფაქტორებს** მიეკუთვნება ემიტენტების რიცხვი და სახეები, ანალოგიური ფასიანი ქაღალდების არსებობა, კონკურენტთა ფასები. **დანახარჯების ფაქტორებია** საემისიო, მარკეტინგული და სხვა დანახარჯები, რაც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასა და მიმოქცევასთან.

უნდა აღინიშნოს, რომ დასახელებულ ფაქტორებს შეუძლიათ ფასების დონის როგორც გადიდება, ასევე შემცირება. ფაქტორების შემდეგი ჯგუფი შედგება სამი ქვეჯგუფისგან: **ოპიაქტური, სუპიაქტური** და **საკუალაციური**. თავის მხრივ, ზემოთ ჩამოთვლილი ფაქტორების ქვეჯგუფები მოიცავს ფაქტორების ერთობლიობას. ასე მაგალითად, ობიექტური ფაქტორების ჯგუფში გამოიყოფა ორი ქვეჯგუფი:

1. მიკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები.
2. მაკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები.

**მიკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები.** მიკროდონეზე მოქმედი ფაქტორებია ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ ფასებზე და აქციების გამოშვების დონეზე, მათ მიეკუთვნება:

- ❖ ემიტენტის ფინანსური მდგომარეობა;
- ❖ მფლობელთა ხელზე არსებული აქციების ღირებულება და რაოდენობა;
- ❖ სააქციო საზოგადოების მიმდინარე მოგება;
- ❖ დარგის პერსპექტიულობა.

**მაკროდონეზე მოქმედი ფაქტორები.** ფაქტორები, რომლებიც ზემოქმედებას ახდენენ მთელ საფონდო ბაზარზე, განეკუთვნებიან მაკროდონის ფაქტორებს; ისინი ახასიათებენ ეკონომიკის საერთო მდგომარეობას. მათ მიეკუთვნება: ქვეყნის ეკონომიკური პოტენციალი; ეკონომიკის ზრდის მდგრადობა, დაბალანსებულობა და პერსპექტივები; საფინანსო სისტემის საიმედოობა.

აქციების კურსზე მნიშვნელოვან გავლენას ახდენენ **საკუალაციური** და **სუპიაქტური ფაქტორები**.

**საკუალაციურ ფაქტორებს** შეიძლება მივაკუთვნოთ შემდეგი:<sup>1</sup>

- ❖ **პროგრამული ვაჭრობის მოცულობა.** „პროგრამული ვაჭრობა“ — ეს არის მოგების მიღება აქციების კურსების ცვლილებასა და მათზე კონტრაქტების ფასებს შორის;
- ❖ **„ერთობლივი მოკლე პოზიციის“** მდგომარეობა საფონდო ბაზარზე. იგი გაყიდული აქციების საერთო სიდიდეს. თუ ეს მაჩვენებელი ძალზე მაღალია, ეს ნიშნავს, რომ ბევრი ინვესტორი ერთდროულად თამაშობს კურსის შემცირებაზე;
- ❖ **სააქციო საზოგადოების მიერ თავისი აქციების შესყიდვა.** ეს ფაქტორი ადასტურებს ან სააქციო საზოგადოების მისწრაფებას გამოასწოროს თავისი ფინანსური მდგომარეობა, ან მაკონტროლებელი ჯგუფის განზრახვას განამტკიცოს თავისი მდგომარეობა კომპანიაში.

<sup>1</sup> *Есипов В. А., Маховников Г. П. Ценообразование на финансовом рынке. Учебное пособие. СПбЖ Питер, 2001, გვ. 63.*

### **სუბიექტური ფაქტორები** დაკავშირებულია:

- ❖ საფონდო ბაზრის ფუნქციონირების ტექნიკურ ასპექტებთან (ვაჭრობის ტექნიკური აღჭურვილობა);
- ❖ ფასიანი ქაღალდების ანალიზის მეთოდუკასთან და მისი დინამიკის პროგნოზირებასთან. სხვადასხვა მეთოდუკით ფასდება რეკლამაზე, სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების კადრების მომზადებაზე ხარჯების ეფექტიანობა და ა. შ.;
- ❖ ცალკეულ პირთა პოზიციებთან და შეხედულებებთან, საფინანსო სპეციალისტების განცხადებებთან, რომლებიც ინვესტორების ნდობით სარგებლობენ, კონფიდენციალური ინფორმაციის გამოყენებასთან ბირჟის მონაწილეთა მიერ. ამან შეიძლება გამოიწვიოს აქციების კურსის სპეკულაციური აწევა ან დაწევა.

ფასიანი ქაღალდების ბირჟაზე ანგარიშსწორება ხდება ან კლირინგით, ან პირდაპირ გადახდით. კლირინგი არის ურთიერთჩათვლით ანგარიშსწორება, ანუ მოთხოვნების გაცვლა. თვით ანგარიშსწორებად კი იწოდება ფასიანი ქაღალდების მყიდველსა და გამყიდველს შორის ურთიერთვალდებულებათა განაღდება (გამყიდველი გადასცემს მყიდველს ფასიან ქაღალდებს, მყიდველი კი გადაუხდის მას მის ღირებულებას, გამოთვლილს იმ დღის საბირჟო კურსის მიხედვით). საბირჟო კლირინგი არის ბირჟაზე ვაჭრობის მონაწილეთა შორის გადასახდელების ურთიერთჩათვლა. ამ ოპერაციის შესრულებამდე საჭიროა გაირკვეს ვის ვისი მართებს, რამდენი მართებს და რა ვადებშია გადასახდელი.

ბირჟაზე მყიდველსა და გამყიდველს შორის იდება ზეპირი ან წერილობითი გარიგება და იგი ფორმდება ხელშეკრულებაში. ხელშეკრულება ძირითად შემთხვევაში იდება შუამავლების მონაწილეობით. შუამავლები აკავშირებენ საბირჟო საქონლის გამყიდველებს მყიდველებთან. ასე რომ, ბირჟაზე მყიდველი გარიგებას საქონლის ყიდვაზე დებს არა უშუალოდ გამყიდველთან, არამედ, შუამავალთან.

აღნიშნული გარიგების დადების შემდეგ იწყება კლირინგის და ანგარიშსწორების ოპერაციები. კლირინგისა და ანგარიშსწორების კლასიფიკაცია ხდება შემდეგი ნიშნებით:<sup>1</sup>

- ❖ საბირჟო საქონლის მიხედვით;
- ❖ ცენტრალიზაციის დონის მიხედვით;
- ❖ მომსახურე წრის მიხედვით.

პირველი ნიშნის მიხედვით არსებობს **ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კლირინგი** და **ფიუჩერსული კონტრაქტების ბაზრის კლირინგი**.

მეორე ნიშნის მიხედვით — **ცალკეული ბირჟის კლირინგი**, **ბირჟათაშორისო ეროვნული კლირინგი** და **საერთაშორისო კლირინგი**.

<sup>1</sup> *ხმალაძე გ., ხმალაძე ნ., ძნელაძე ლ. სასაქონლო და საფონდო ბაზარი, თბ., 1997, გვ. 303.*

მესამე ნიშნის მიხედვით კი — **კლირინგი საკლირინგო პალატის წევრებს შორის და კლირინგი პირუის წევრებს შორის.**

ბირჟაზე არსებული კლირინგი და ანგარიშსწორება ეფუძნება შემდეგ პრინციპებს:

1. კლირინგი და ანგარიშსწორება ხორციელდება სპეციალიზებული ორგანოს, კერძოდ, საკლირინგო (ან საანგარიშსწორებო) პალატის მიერ.
2. საბირჟო შუამავლების სახსრები მკაცრად უნდა იყოს გამიჯნული კლიენტების სახსრებისგან.
3. იმისათვის, რომ საბირჟო გარიგებები დაშვებულ იქნან კლირინგში, საჭიროა მათი რეგისტრაცია.
4. უნდა არსებობდეს კლირინგის ანგარიშსწორების განრიგი და მისი დარღვევისთვის დანესებული უნდა იყოს ჯარიმა.
5. უნდა არსებობდეს გარანტიების სისტემა (ბირჟა იღებს პასუხისმგებლობას იმის შესახებ, რომ, თუ რომელიმე ერთი მხარე ვერ ასრულებს ხელშეკრულების პირობებს, ამას მეორე მხარის სასარგებლოდ თვით ბირჟა გააკეთებს).

საბირჟო საქმიანობაში კლირინგისა და ანგარიშსწორების ერთიანი ტიპიური სისტემა არ არის დამუშავებული. ეს ოპერაციები ყველა ბირჟაზე ხორციელდება დამოუკიდებლად.

საფონდო ბირჟაზე ფასიან ქაღალდებზე დადებული გარიგების კლირინგის და ანგარიშსწორების პროცესი გაივლის შემდეგ ეტაპებს:

- ❖ ბირჟაზე გარიგების რეგისტრაცია;
- ❖ გარიგების მონაწილეების მიერ გარიგების რეკვიზიტების დადასტურება;
- ❖ კლიენტების მიერ ბროკერებზე ფულადი სახსრების და ფასიანი ქაღალდების გადაცემა;
- ❖ ბროკერების მიერ ფასიანი ქაღალდების და ფულადი სახსრების გადაცემა ბირჟის საანგარიშსწორებო პალატაში;
- ❖ საანგარიშსწორებო პალატის მიერ ფასიანი ქაღალდების გადაცემა სადეპოზიტო ცენტრში მისი ხელახალი რეგისტრაციისთვის;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების ხელახალი რეგისტრაცია ახალი მფლობელის დეპოზიტორზე;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების დაბრუნება ბირჟის საანგარიშსწორებო პალატაში;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების და ფულადი სახსრების გადაცემა საანგარიშსწორებო პალატიდან შესაბამის ბროკერზე;
- ❖ ბროკერების მიერ ფულადი სახსრებისა და ფასიანი ქაღალდების გადაცემა მათ ახალ მფლობელებზე.

გარიგების დადებისა და მის მიხედვით ანგარიშსწორების პერიოდს შორის არსებულ დროს ეწოდება **ანგარიშსწორების პერიოდი**. ეს პერიოდი, როგორც წესი, ფიქსირე-

ბულია (თუმცა, იგი შეიძლება განსხვავებული იყოს ფასიანი ქაღალდების ტიპებზე დამოკიდებულებით. მაგალითად, ინგლისში იგი ფასიან ქაღალდებზე 5 — დღეა, ფიუჩერსულ კონტრაქტებზე — 1 დღე და ა. შ.).

ანგარიშსწორების დღეს, გამყიდველი ბროკერი საანგარიშსწორებო პალატას გადასცემს ფასიან ქაღალდებს და მის სანაცვლოდ იღებს ექვივალენტურ ფულად სახსრებს. ამავე დროს, ბროკერი მყიდველი საანგარიშსწორებო პალატას გადასცემს შესაბამის ფულად სახსრებს ნაყიდი ფასიანი ქაღალდებისთვის, რომლებსაც მიიღებს რამდენიმე დღის შემდეგ.

ფიუჩერსული კონტრაქტების ბაზარზე საკლირინგო ანგარიშსწორების პროცესს გააჩნია ორი მთავარი თავისებურება:

1. საანგარიშსწორებო პალატა წარმოადგენს ფიუჩერსული კონტრაქტების ბაზარზე დადებული და რეგისტრირებული ყოველი გარიგების ერთ-ერთ მხარეს.
2. ის წარმოადგენს დადებული გარიგებების შესრულების გარანტს.

მაშასადამე, მთლიანობაში საანგარიშსწორებო პალატა ახორციელებს კლირინგისა და ანგარიშსწორების ფუნქციებს ფიუჩერსული ვაჭრობის ყველა ნაყიდი და გაყიდული კონტრაქტების მიხედვით და ამასთან, იძლევა მათი შესრულების გარანტიას.

ფიუჩერსულ ბაზარზე საკლირინგო ოპერაციების ეტაპებია:

- ❖ გარიგების რეგისტრაცია;
- ❖ მარჟის მიხედვით ანგარიშსწორებების წარმოება;
- ❖ საანგარიშსწორებო პალატის წევრებზე უწყებების გადაცემა მარჟის შეტანის შესახებ;
- ❖ კლიენტების მიერ მარჟის გადაცემა საანგარიშსწორებო პალატის წევრებზე პალატაში შეტანის მიზნით;
- ❖ ფიუჩერსული კონტრაქტებით ვაჭრობის მონაწილეთა ფინანსური მდგომარეობის კონტროლი;
- ❖ ანგარიშსწორება დახურული პოზიციის მიხედვით;
- ❖ მოგების გადაცემა და ზარალის ამოღება;
- ❖ ვადაში დაუხურავი კონტრაქტების მიხედვით მიწოდების ორგანიზაცია;
- ❖ საქონლის მიღების ან მიწოდების შესახებ შეტყობინების გაგზავნა;
- ❖ მიწოდება კლირინგის მიხედვით;
- ❖ მიწოდებული საქონლის მიღება კონტრაქტის მიხედვით;
- ❖ ანგარიშსწორება მიწოდების მიხედვით.

ბირჟაზე შექმნილი საანგარიშსწორებო და კლირინგული პალატები ანგარიშსწორებას ახდენენ როგორც პირველდანყებითი, ისე ცვალებადი მარჟის მიხედვით. ხშირ

შემთხვევაში რამოდენიმე ბირჟას ერთნაირი ანგარიშსწორების მეთოდი აქვთ, ხშირად კი — განსხვავებული.

საფონდო ბირჟებზე, რალა თქმა უნდა, მიმდინარეობს მუშაობა კლირინგისა და ანგარიშსწორების სისტემის დასახვეწად. ეს მუშაობა მიმართულია ანგარიშსწორებაზე საჭირო დროის შესამცირებლად, ოპერაციების სტანდარტიზებისა და უნიფიკაციისკენ, ფასიანი ქაღალდების დემატერიალიზაციისკენ, ელექტრონულ ვაჭრობაზე გადასვლისკენ და ა. შ.

ჩამოთვლილთაგან განსაკუთრებით საყურადღებოა ფასიანი ქაღალდების ელექტრონული ვაჭრობა. ეს მიიღწევა ეკონომიკაში კომპიუტერიზაციის და კავშირგაბმულობის ახალი, სწრაფი საშუალებების დანერგვით. როცა ყველა ოჯახს სახლში ექნება კომპიუტერი (ინტერნეტი), მას აღარ დასჭირდება შუამავლების ძეგნა და ფასიანი ქაღალდების ყიდვაზე თუ გაყიდვაზე, თვითონ დადებს ხელშეკრულებებს ინტერნეტის მეშვეობით. იგივე შეუძლიათ გააკეთონ ფირმებმა, ბანკებმა და სხვა სტრუქტურებმა. ამ მეთოდის უპირატესობა არის:<sup>1</sup> მოქნილობა და რეაქციის სისწრაფე, ზედნადები ხარჯების სიმცირე, სხვა ქვეყნების სპეციალისტების ცოდნის და გამოცდილების გამოყენება. ცხადია, მას აქვს ნაკლოვანებებიც, კერძოდ, კონტროლის შეზღუდულობა, კომუნიკაციური სირთულეები და ა. შ.

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. განმარტეთ ფასიანი ქაღალდი.
2. ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების სახეები.
3. რა განსხვავებაა აქციასა და ობლიგაციას შორის?
4. რა ფუნქციები აქვს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს?
5. ჩამოთვალეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილენი.
6. აღწერეთ ბროკერული და დილერული საქმიანობა ბაზარზე.
7. რას ეწოდება ანდერრაიტინგი?
8. განმარტეთ ლისტინგი და ინტროდუქცია.
9. რით განსხვავდება საჯარო და ვადიანი გარიგებები ერთმანეთისგან?
10. ვადიანი გარიგების რომელ სახეებს იცნობთ? დაახასიათეთ ისინი.
11. ჩამოთვალეთ ფასნარმოქმნის მეთოდები და მათ შორის აღწერეთ საექსპერტო (ექსპერტული) მეთოდი.
12. ჩამოთვალეთ ფასნარმოქმნაზე მოქმედ ფაქტორთა ჯგუფები და მათ შორის დაახასიათეთ ეკონომიკური ფაქტორები.
13. რას ეწოდება კლირინგი და რით განსხვავდება იგი ანგარიშსწორებისგან?

<sup>1</sup> *Ричард Л. Дафт. Менеджмент, М., 2008, გვ. 390.*

## თავი IV. ფასიანი ქაღალდების პორტფელი და ოპერაციები ნარმოებული ფასიანი ქაღალდებით

### IV.1. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ცნება: არსი, ფორმირება

ფასიანი ქაღალდების პორტფელი არის ერთი ფიზიკური ან იურიდიული პირის საკუთრებაში არსებული დასახული მიზნების მისაღწევად გარკვეული წესით შერჩეული ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობა. ფასიანი ქაღალდების კონკრეტული სახეების თანაფარდობა პორტფელში განსაზღვრავს პორტფელის სტრუქტურას. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ძირითადი უპირატესობა იმაში მდგომარეობს, რომ ის ფლობს ისეთ საინვესტიციო მაჩვენებლებს, რომლებიც მიუღწეველია ცალ-ცალკე აღებული ფასიანი ქაღალდისთვის და შესაძლებელია მიღწევა მხოლოდ მათი კომბინაციის დროს. პორტფელის ძირითადი ამოცანაა მინიმალური რისკის პირობებში ინვესტირების პირობების გაუმჯობესება და შემოსავლიანობის საჭირო დონის უზრუნველყოფა.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელების კლასიფიკაცია შემდეგნაირია (იხ. ნახაზი 9). როგორც ნახაზიდან ჩანს, პორტფელი კლასიფიცირდება მიზნების, 78 შემადგენლობის, ფულადი სახსრების სიდიდის და ფასიანი ქაღალდების სახეების მიხედვით.

**მიზნების მიხედვით** კლასიფიკაციისას, ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების მიზნები შეიძლება იყოს:

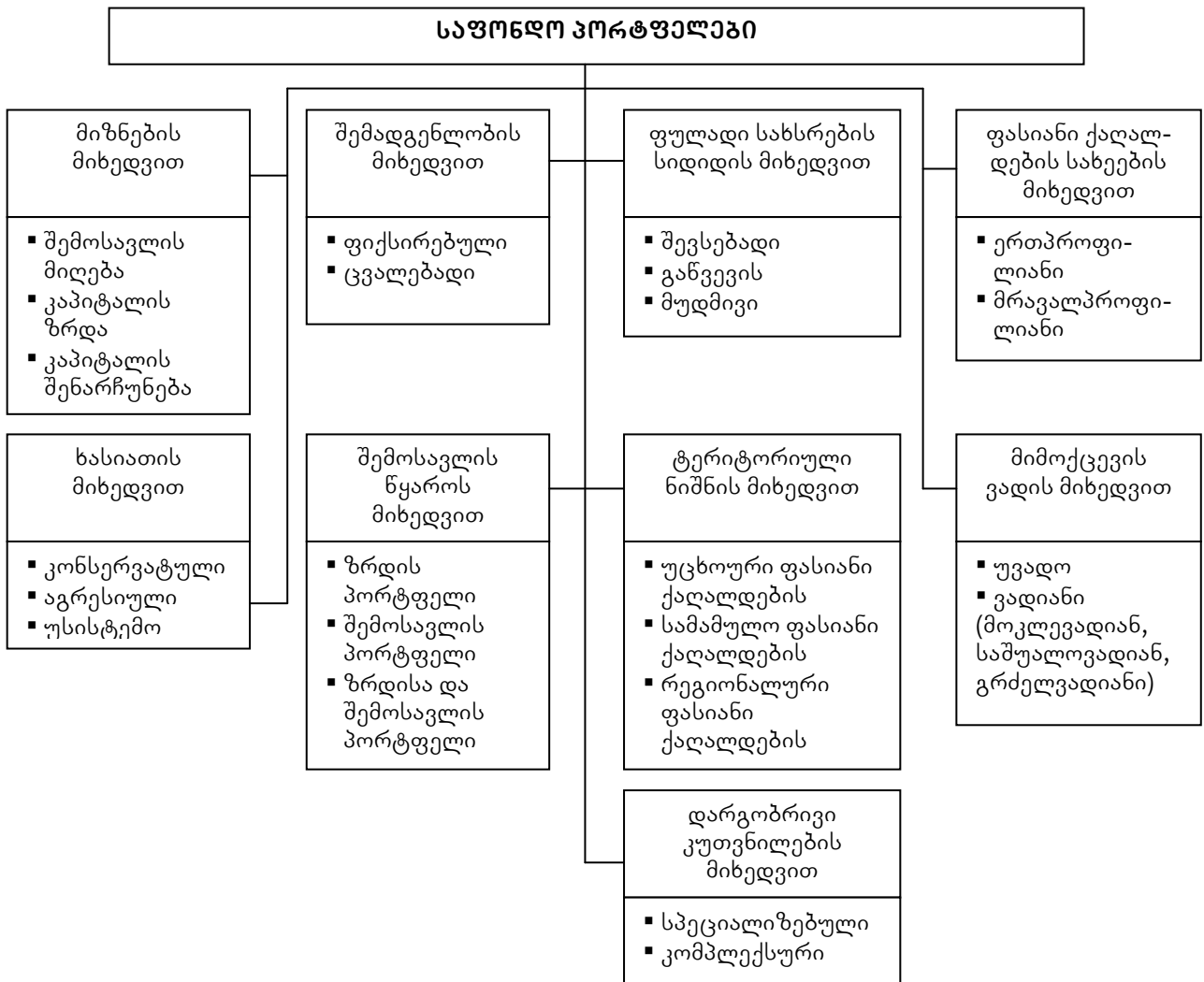
1. შემოსავლის მიღება.
2. კაპიტალის ზრდის უზრუნველყოფა ფასიანი ქაღალდების კურსის ამალღების საფუძველზე.
3. კაპიტალის შენარჩუნება.

პორტფელი ის სახესხვაობა, რომელიც მიზნად ისახავს კაპიტალის სრულ შენარჩუნებას, არის ფულის ბაზრის პორტფელი, რომლის შემადგენლობაში შედის ნაღდი ფული ან/და სწრაფად რეალიზებადი აქტივები.

**შემაღგანლოვის მიხედვით** ფასიანი ქაღალდების პორტფელი შეიძლება იყოს:

- ❖ ფიქსირებული;
- ❖ ცვალებადი.

ფიქსირებული პორტფელები ინარჩუნებენ თავის სტრუქტურას დადგენილი ვადის განმავლობაში. ცვალებადი ანუ მართვადი პორტფელებისთვის დამახასიათებელია ფასიანი ქაღალდების მოძრავი სტრუქტურა, რომელიც გამუდმებით ახლდება მაქსიმალური ეკონომიკური ეფექტის მიღების მიზნით.



**ნახაზი 9. ფასიანი ქაღალდების პორტფელების კლასიფიკაცია<sup>1</sup>**

**ფულადი სახსრების სიდიდის მიხედვით**, რომელიც ჩადებულია პორტფელში, გამოყოფენ ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შემდეგ სახეებს:

- ❖ შევსებადი;
- ❖ შემცირებადი;
- ❖ მუდმივი.

**შევსებადი პორტფელი** გულისხმობს გარე წყაროების ხარჯზე და არა თავდაპირველად დაბანდებული სახსრებიდან მიღებული შემოსავლების ხარჯზე.

**შემცირებადი პორტფელისთვის** დასაშვებია თავდაპირველად ჩადებული ფულადი სახსრების ნაწილის ამოღება პორტფელიდან.

**მუდმივ პორტფელში** თავდაპირველად ჩადებული ფულადი სახსრები ნარჩუნდება პორტფელის არსებობის მთელი ვადის განმავლობაში.

**ფასიანი ქაღალდების სახეების მიხედვით განასხვავებენ** ერთპროფილიან და მრავალპროფილიან პორტფელებს. ერთპროფილიანი პორტფელები მოიცავენ ერთი სახის

<sup>1</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 237.

ფასიან ქალაქებს (მაგალითად, აქციები). მრავალპროფილიანი პორტფელები შედგება ფასიანი ქალაქების რამდენიმე სახეობისაგან.

**მიმოქცევის ვადის მიხედვით** განასხვავებენ ვადიან (მოკლევადიან, საშუალო-ვადიან და გრძელვადიან) და უვადო პორტფელებს.

ინვესტორი აყალიბებს **ვადიან პორტფელს** არა უბრალოდ შემოსავლის მიღების მიზნით, არამედ, მისი მიღებისთვის წინასწარ განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში.

**მოკლევადიანი პორტფელი** ყალიბდება მოკლევადიანი ფასიანი ქალაქებისგან. **უვადო პორტფელისთვის** დროის შეზღუდვები არ წესდება. დროითი საზღვრების დადგენა ინვესტორს აიძულებს უპირატესობა მიანიჭოს ფასიანი ქალაქების განსაზღვრულ სახეებს, რომლისთვისაც დამახასიათებელია დაფარვის (მიმოქცევის) მოთხოვნილი ვადა.

**ტერიტორიული ნიშნის მიხედვით განასხვავებენ:**

- ❖ უცხოურ ფასიანი ქალაქების პორტფელებს;
- ❖ სამამულო ფასიანი ქალაქების პორტფელებს;
- ❖ რეგიონულ ფასიანი ქალაქების პორტფელებს.

**დარბოზიანი კუთვნილების მიხედვით** ფასიანი ქალაქების პორტფელები შეიძლება იყოს **სპეციალიზებული** და **კომპლექსური**.

კომპლექსური პორტფელი არის პორტფელი, რომელიც შედგება სხვადასხვა დარგის სანარმოების მიერ გამოშვებული ფასიანი ქალაქებისგან, რომლებიც ტექნოლოგიურად არიან ერთმანეთთან დაკავშირებული. სპეციალიზებული პორტფელები ყალიბდებიან რომელიმე ერთი დარგის ფასიანი ქალაქებისგან.

**ხასიათის მიხედვით** ფასიანი ქალაქების პორტფელი იყოფა:

- ❖ კონსერვატიულ პორტფელად;
- ❖ აგრესიულ პორტფელად;
- ❖ უსისტემო პორტფელად.

**კონსერვატიული (განონანსოვებული)** — ეს არის ფასიანი ქალაქების პორტფელი, რომელიც შედგება კარგად ცნობილი ფასიანი ქალაქებისგან ზუსტად განსაზღვრული დადებითი მახასიათებლებით და რისკის უმცირესი დონით. ასეთი პორტფელი იძლევა დაბანდებული სახსრების უკან დაბრუნების გარანტიას, თუმცა, მოაქვს მცირე შემოსავალი. მისი მიზანია კაპიტალის შენარჩუნება.

**აგრესიული** — ეს არის პორტფელი, რომელიც ყალიბდება შედარებით რისკიანი, თუმცა, ყველაზე შემოსავლიანი ფასიანი ქალაქებისგან. ამ შემთხვევაში ინვესტორების მიზანია შემოსავლის მიღება.

**უსისტემო** პორტფელი ყალიბდება შემთხვევით, ყოველგვარი სისტემის გარეშე.

**შემოსავლების წყაროების მიხედვით განსახილველად** პორტფელის შემდეგ სახეებს: ზრდის პორტფელი, შემოსავლის პორტფელი, ზრდის და შემოსავლის პორტფელი ერთად.

**ზრდის პორტფელი ყალიბდება** იმ კომპანიების აქციებისგან, რომელთა საკურსო ღირებულება იზრდება. საკურსო ღირებულების ზრდის ტემპის მიხედვით გამოყოფენ პორტფელების შემდეგ ტიპებს:

- ❖ აგრესიული ზრდის პორტფელები. მათ შემადგენლობაში შედის ახალგაზრდა, სწრაფადმზარდი კომპანიების აქციები. ისინი მიმართულია კაპიტალის მაქსიმალური ზრდისკენ. ინვესტიციები ასეთი ტიპის პორტფელში არის საკმაოდ რისკიანი, მაგრამ ამავე დროს შეუძლიათ მოიტანონ ყველაზე მაღალი შემოსავალი;
- ❖ კონსერვატიული ზრდის პორტფელი შედგება მსხვილი, კარგად ცნობილი კომპანიების ფასიანი ქაღალდებისგან. მათთვის დამახასიათებელია საკურსო ღირებულების არც თუ ისე მაღალი, მაგრამ, მყარი ზრდის ტემპები. ასეთი პორტფელი გამიზნულია კაპიტალის შენარჩუნებაზე;
- ❖ საშუალო ზრდის პორტფელი, საიმედო ფასიან ქაღალდებთან ერთად მოიცავს რისკიან ფასიან ქაღალდებს. მოცემული პორტფელი უზრუნველყოფს კაპიტალის საშუალო ზრდას და დაბანდებების რისკის ზომიერ დონეს.

**შემოსავლების პორტფელი** ყალიბდება აქციებისგან, რომლებისთვის დამახასიათებელია საკურსო ღირებულების ზომიერი ზრდა და მაღალი დივიდენდები. პორტფელების ეს ჯგუფი ორიენტირებულია მაღალ მიმდინარე შემოსავლის მიღებაზე (საპროცენტო და დივიდენდური გადახდები) და მოიცავს პორტფელის შემდეგ სახეებს:

- ❖ რეგულარული შემოსავლის პორტფელები. ისინი ყალიბდებიან მაღალსაიმედო ფასიანი ქაღალდებისგან და მოაქვთ საშუალო შემოსავალი რისკის მინიმალური დონის პირობებში;
- ❖ შემოსავლიანი ქაღალდების პორტფელები. ისინი ყალიბდება კორპორაციების მაღალშემოსავლიანი ობლიგაციებისგან და ფასიანი ქაღალდებისგან, რომელთაც მოაქვთ მაღალი შემოსავლის რისკის საშუალო დონის პირობებში.

**ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირება — ეს არის პორტფელის განსაზღვრული სტრუქტურის შექმნის პროცესი, ე. ი. სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების კომბინაციის შედგენა განსაზღვრული მიზნით.**

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების ძირითადი პრინციპებია:

1. შემოსავლიანობა.
2. კაპიტალის ზრდა.
3. უსაფრთხოება.

#### 4. ლიკვიდურობა.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების პროცესი შედგება შემდეგი ეტაპებისგან:<sup>1</sup>

1. პორტფელის შექმნის მიზნების და ინვესტირების პრიორიტეტების განსაზღვრა. ეს ეტაპი მოიცავს:
  - ❖ პორტფელის ტიპის შერჩევა და მისი ხასიათის განსაზღვრა;
  - ❖ პორტფელური საინვესტიციო რისკის დონის შეფასება;
  - ❖ მინიმალური მოგების შეფასება;
  - ❖ ინვესტორისთვის მოსალოდნელი მოგებისგან დასაშვები გადახრის შეფასება და ა. შ.
2. პორტფელის შექმნა, პორტფელის მართვის ტაქტიკის შერჩევა. ეს ეტაპი მოიცავს:
  - ❖ პორტფელის სტრუქტურის მოდელირება;
  - ❖ პორტფელის სტრუქტურის ოპტიმიზაცია.
3. იმ ფაქტორების მუდმივი შესწავლა და ანალიზი, რომელთაც შეუძლიათ პორტფელის სტრუქტურის შეცვლა (მონიტორინგი).
4. პორტფელის შეფასება, ანუ პორტფელის შემოსავლისა და რისკის შეფასება და ამ მაჩვენებლების შედარება ფასიანი ქაღალდების მთელი ბაზრის ანალოგიურ მაჩვენებლებთან.

პორტფელის ფორმირების პროცესის ყველა ეტაპი ერთიმეორესთან მჭიდრო კავშირშია.

ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ჩამოყალიბება შეიძლება განხორციელდეს რიგი მეთოდებისა და თეორიების დახმარებით.

ერთ-ერთ ასეთ მეთოდს წარმოადგენს ნ. დ. ერიაშვილისა და ნ. გ. კამენევას მეთოდი, რომლის დროსაც დოუ-ჯონსის ინდექსის ნაცვლად გამოიყენება ინდექსი „Юнити“. ის მოიცავს სამრეწველო კომპანიებს, სანარმოებს, ფირმებს, რომელთა აქციები წარმოდგენილია რუსეთის საფონდო ბაზარზე.

მითითებული მეთოდების გარდა არსებობს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირების სხვა მეთოდები.

<sup>1</sup> *მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 240.*

## IV.2. წარმოებული ფასიანი ქაღალდების (ღირსატივების)

### არსი და სახეები

წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზარი წარმოადგენს მსოფლიო ფინანსური ბაზრის ერთ-ერთ ყველაზე დინამიურად განვითარებად სეგმენტს.

როგორც ცნობილია ფასიანი ქაღალდები შეიძლება დაიყოს ორ კლასად: **ძირითადი და წარმოებული ანუ ღირსატივები**. ამ უკანასკნელს განეკუთვნება ისეთი ფასიანი ქაღალდები, რომელთა საფუძველში დევს სხვა აქტივები, ხოლო მათზე ფასები დამოკიდებულია საბაზისო აქტივებზე ფასების ცვლილებასთან. ეს ნიშნავს, რომ თუ შეიცვლება ფასი ნავთობზე, მაშინ შეიცვლება ფასი ფიუჩერსულ, ფორვარდულ, ოპციონურ და ა. შ. კონტრაქტებზე, რომელთა საფუძველში დევს ნავთობი.

ძირითად ფასიან ქაღალდებთან შედარებით, წარმოებული ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენენ უფრო მოქნილ ინსტრუმენტებს. **ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების შემოღების შემდეგ კომიტეტის განმარტებით, წარმოებული ფინანსური ქაღალდები წარმოადგენენ ფინანსურ ინსტრუმენტებს:**

- ❖ ა) რომელთა ჭეშმარიტი ღირებულება იცვლება საპროცენტო განაკვეთების, ფასიანი ქაღალდების ღირებულების, ბირჟაზე ვაჭრობის საქონლის ფასის, ვალუტის კურსის, საპროცენტო ინდექსის, საკრედიტო რეიტინგის ანდა საკრედიტო ინდექსის და სხვა მსგავსი მაჩვენებლების, ცვლილების შესაბამისად.
- ❖ ბ) რომელთა შექმნა თავდაპირველად არ მოითხოვს არანაირ, ანდა მოითხოვს მნიშვნელოვნად უფრო მცირე ინვესტიციებს სხვა ინსტრუმენტებთან შედარებით, რომლებსაც გააჩნიათ მსგავსი შემოსავლიანობა და მსგავსი რეაქცია საბაზრო პირობების ცვლილებებზე.
- ❖ რომლებიც რეალიზებული იქნება მომავალში.

თუ დავეყრდნობით ამ განმარტებებს, შეიძლება გამოიყოს წარმოებული ფასიანი ინსტრუმენტების შემდეგი თვისებები:

- ❖ წარმოებული ინსტრუმენტების ფასები ეფუძნება საბაზისო აქტივების ფასებს;
- ❖ წარმოებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებთან ოპერაციები იძლევა მოგების მიღების საშუალებას მინიმალური ინვესტიციური დაბანდების პირობებში;
- ❖ წარმოებულ ინსტრუმენტებს ვადიანი ხასიათი გააჩნით. თეორიულად დერივატიული კონტრაქტი შეიძლება შემოღებულ იქნას თითოეულ პროდუქტზე, ისევე როგორც ცხოვრების ნებისმიერ მოვლენაზე გამოიწეროს სადაზღვევო პოლისი. ასეც ხდება რეალურად. არის დერივატივები სასოფლო-სამეურნეო პროდუქტებზე, ვალუტაზე, ინდექსებზე და ა. შ.

**დღევანდელ პირობებში წარმოებული ფასიანი ინსტრუმენტები (დერივატი-  
ვები) დიდი მნიშვნელობისაა ბაზრის მონაწილეთა ფართო წრისათვის, კერძოდ:**

- ❖ ინდივიდუალური ინვესტირებისათვის ბაზრის დერივატივები, კერძოდ ოფციონები, მიმზიდველია საჭირო ინვესტიციების მცირე მოცულობის გამო;
- ❖ ინსტიტუციონალური ინვესტორებისათვის პორტფელის ჰეჯირებისათვის და ფულადი ბაზრის ალტერნატიული კაპიტალური დაბანდებისათვის;
- ❖ სახელმწიფო ფინანსური დაწესებულებებისა და კერძო საწარმოებისათვის დაბანდების ჰეჯირების მიზნით;
- ❖ ბანკებისა და სხვა ფინანსური შუამავლებისათვის, აგრეთვე, კერძო საწარმოებისათვის სტრატეგიული რისკ-მენეჯმენტის სპეკულაციისათვის;
- ❖ ინვესტიციური ფონდებისათვის დაბანდებათა ეფექტიანობის ამალღებისათვის;
- ❖ ფასიანი ქაღალდების ტრეიდერებისათვის საბაზო აქტივების ბაზრის შესახებ დამატებითი ინფორმაციის მიღებისათვის.

წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტებიდან აღსანიშნავია მისი შემდეგი სახეობები:

- ❖ ფორვარდი (Forwards);
- ❖ ფიუჩერსი (Futures);
- ❖ ოფციონი (Options);
- ❖ ვარანტი (Warrants);
- ❖ კონვერტირებადი ობლიგაციები (Convertible Bonds);
- ❖ დეპოზიტარული ხელწერილი (Depository Receipts);
- ❖ სვოპი (Swaps) და სხვა.

**ფორვარდი** არის ხელშეკრულების სახე, რომლის მიხედვით გარიგება ხორციელდება წინასწარ განსაზღვრულ ფასში.

**ფიუჩერსიც** კონტრაქტია. ის ფაქტიურად ფორვარდულის მსგავსია იმ განსხვავებით, რომ მისი დადება ყველა ბირჟაზე არ შეიძლება, მასთან, ამ კონტრაქტის გაყიდვაც შეიძლება სხვა ინვესტორზე.

**ოფციონი** არის ვადიანი შეთანხმება. მის მფლობელს უფლება აქვს იყიდოს ან გაყიდოს საქონელი, ვალუტა ან ფასიანი ქაღალდი შეთანხმებულ ფასში წინასწარ პრემიის გადახდის პირობით.

**ვარანტიც** მსგავსი ფასიანი ქაღალდია. მის მეპატრონეს გარკვეულ დროში შეუძლია შეიძინოს ჩვეულებრივი აქციები წინასწარ დაწესებული ფასით.

**სვოპი** არის გარიგება ფასიან ქაღალდზე ან ვალუტაზე შემდეგში უკან გამოსყიდვით.

**დეპოზიტარული ხელნაწილი** ადასტურებს უცხოურ სამეურნეო სუბიექტზე საკუთრების უფლებას, რომელიც დეპონირებულია დეპოზიტარულ ბანკში.

### **IV.3. ფორვარდული და ფიუჩერული კონტრაქტები**

**ფორვარდული კონტრაქტი** არის ორ მხარეს — მყიდველსა და გამყიდველს შორის დადებული გარესაბირჟო გარიგება, რომლის თანახმად გამყიდველი იღებს ვალდებულებას წინასწარ შეთანხმებულ ფასად მიაწოდოს მყიდველს განსაზღვრული საქონელი, განსაზღვრულ ვადებში და განსაზღვრულ ადგილზე.

ფორვარდული გარიგების საგანს შეიძლება წარმოადგენდეს ნებისმიერი აქტივი, აქცია, ობლიგაცია, ვალუტა და სხვა.

ფორვარდული კონტრაქტი არის არასტანდარტული პარამეტრებით, ინდივიდუალური შეთანხმება და შესაბამისად, მეორადი ბაზარი მისთვის არ არსებობს. შეთანხმების დარღვევა შესაძლებელია მხოლოდ მეორე კონტრაგენტის თანხმობის შემთხვევაში.

ფორვარდულ კონტრაქტებს დებენ არსებული აქტივების რეალური ყიდვა-გაყიდვისთვის, მათ შორის მიმწოდებლისა და მყიდველის ფასების არასასურველი ცვლილებებისგან დაზღვევის მიზნით.

**სავალუტო ფორვარდული კონტრაქტები.** ფორვარდული კონტრაქტი ვალუტაზე არის მითითებულ ვადაში (მომავალში) განსაზღვრული რაოდენობის უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის გარიგება იმ გაცვლითი კურსის შესაბამისად, რომელიც განისაზღვრება გარიგების დადების მომენტში. ფორვარდულ კონტრაქტში დაფიქსირებულ გაცვლით კურსს უწოდებენ ფორვარდულ კურსს, რომელიც შესაძლებელია განსხვავებული იყოს ვალუტის სპოტ-კურსისგან ანუ მისი პირველადი კურსისგან.

**საპროცენტო ფორვარდული კონტრაქტები.** ფორვარდული საპროცენტო კონტრაქტები ან შეთანხმება სამომავლო საპროცენტო განაკვეთის შესახებ ფორვარდული კონტრაქტების ერთ-ერთ ნაირსახეობას წარმოადგენს. ეს არის შეთანხმება კრედიტის სახით განსაზღვრული ოდენობის ფულადი მასის მიწოდებაზე მომავალში იმ საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით, რომელიც დადგენილია კონტრაქტის დადების მომენტში.

**ფორვარდული კონტრაქტი ფასიან ქალაქდებაზე** არის ორ კონტრაგენტს შორის მომავალში ფასიანი ქალაქდების ყიდვა-გაყიდვის შეთანხმება იმ ფასში, რომელიც ფიქსირდება კონტრაქტის დადების დროს. როგორც წესი, ამგვარი კონტრაქტის აქტივებს წარმოადგენენ აქციები და ობლიგაციები.

**ფიუჩერული კონტრაქტი.** ფიუჩერული კონტრაქტი ფორვარდული კონტრაქტის მსგავსად არის ვადიანი გარიგება, რომელიც მიეკუთვნება მყარი გარიგებების კლასს. მაგრამ ფორვარდული გარიგებისგან განსხვავებით, ფიუჩერული კონტრაქტი

მთლიანად სტანდარდიზებულია, ანუ ფასის გარდა, ყველა პარამეტრიც წინასწარ არის ცნობილი და არ არის დამოკიდებული გარიგების მხარეების ნება-სურვილზე.

ფიუჩერსული კონტრაქტების პირობები შემუშავებულია ბირჟის მიერ და სტანდარტულია ყოველი კონკრეტული სახის აქტივისთვის.

ფიუჩერსული კონტრაქტის დადებას მისი მყიდველის პირობებზე ეწოდება კონტრაქტის „ყიდვა“, გამყიდველის პირობებზე კი — კონტრაქტის „გაყიდვა“.

არსებობს ფიუჩერსული კონტრაქტების ორი კლასი: **სასაქონლო** და **ფინანსური ფიუჩერსული კონტრაქტები**.

**სასაქონლო ფიუჩერსული კონტრაქტების** კლასიფიცირება ხორციელდება საბირჟო საქონლის შემდეგი ჯგუფების მიხედვით:

სასაქონლო ფიუჩერსები:

- ❖ სასოფლო-სამეურნეო ნედლეული და ნახევრად მზა პროდუქცია — მარცვლეული, პირუტყვი, მცენარეული ზეთი, თესლი და სხვა;
- ❖ ტყე და ტყის მასალა;
- ❖ ფერადი და ძვირფასი ლითონები — ალუმინი, სპილენძი, ტყვია, თუთია, ნიკელი, კალა, ოქრო, ვერცხლი, პლატინა, პალადიუმი;
- ❖ ნავთობისა და გაზის ნედლეული — ნავთობი, გაზი, ბენზინი, მაზუთი და სხვა.

სასაქონლო ფიუჩერსები გასული საუკუნის 70-იანი წლების დასაწყისამდე წარმოადგენენ ფიუჩერსული კონტრაქტების მთავარ სახეობას. 1972 წელს, ყველა ძირითადი ფინანსური ინსტრუმენტების (სავალუტო კურსები, საპროცენტო განაკვეთები და სხვა) არასტაბილურობის მატების შედეგად წარმოიშვა ფინანსური ფიუჩერსები.

**ფინანსური ფიუჩერსები** კლასიფიცირდება ოთხი ძირითადი ჯგუფის მიხედვით:

- ❖ სავალუტო ფიუჩერსები;
- ❖ საფონდო ფიუჩერსები;
- ❖ საპროცენტო ფიუჩერსები;
- ❖ საინდექსო ფიუჩერსები.

#### IV.4. ოფციონი, სვოპი და ვარანტი

**ოფციონი** — ფასიანი ქალაქი, კონტრაქტი, რომლის მყიდველი იძენს უფლებას განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში ფიქსირებულ ფასში იყიდოს ან გაყიდოს აქტივი ან უარი განაცხადოს გარიგებაზე.

არსებობს ორი ტიპის ოფციონი: ოფციონები, რომლებიც პატრონს ყიდვის უფლებას ანიჭებენ, მათ უწოდებენ ყიდვის ოფციონს და ოფციონები, რომლებიც ანიჭებენ გაყიდვის უფლებებს — გაყიდვის ოფციონი.

ოფციონის დამახასიათებელი პარამეტრებია:

- ❖ P — პრემია ოფციონის ღირებულება;
- ❖ K — შესრულების ფასი;
- ❖ T — ვადა კონტრაქტის ამონაწერამდე;
- ❖ N — კონტრაქტის ზომა ან ვაჭრობის ერთეული;
- ❖  $\sigma$  — საბაზისო აქტივის ფასის ცვალებადობა;
- ❖ M — ოფციონის გამომწერის მარჟის სიდიდე.

ყოველი ოფციონური სერიისათვის შესრულების ფასი განისაზღვრება ბირჟის ადმინისტრაციის მიერ.

ოფციონის მყიდველი ვალდებულია დროულად გადაიხადოს პრემია.

ოფციონთან გარიგებებში ძირითადი რისკის მატარებლები არიან გამომწერები, ვინაიდან მათი შემოსავალი შემოიფარგლება მხოლოდ პრემიის სიდიდით. საბაზისო აქტივის ფასების არასასურველი ცვლილებებიდან გამომდინარე შესაძლებელი დანაკარგები შეუზღუდავია.

აშშ-ს ბირჟები, სადაც ვაჭრობენ ოფციონებით შემდეგია:<sup>1</sup>

- ❖ CBOE – Chicago Board Options Exchange;
- ❖ CME – Chicago Mercantile Exchange;
- ❖ AMEX – American Stock Exchange;
- ❖ NYSE – New-York Stock Exchange;
- ❖ PSE - Pacific Stock Exchange;
- ❖ PHLX – Philadelphia Stock Exchange.

ევროპაში ოფციონებით ვაჭრობის ყველაზე პოპულარული ბირჟა LIFFE – London International Financial Futures and Options Exchange.

აღსანიშნავია, რომ ფორვარდული და ფიუჩერული გარიგებებისგან განსხვავებით ოფციონები მათ მფლობელებს ანიჭებენ აქტივის ყიდვის ან გაყიდვის უფლებას და არა ვალდებულებას. ოფციონი აძლევს მფლობელს არჩევანის უფლებას (Option), საიდანაც წარმოიშვა ამ ფასიანი ქალაქის დასახელება.

საფონდო ბაზრებზე ოფციონურ გარიგებებს დებენ სხვადასხვა საქონელზე, ვალუტაზე, ფასიან ქალაქებზე (წარმოებული ფასიანი ქალაქების ჩათვლით), საფონდო ინდექსებზე.

ფასს, რომლის მიხედვითაც სრულდება ოფციონი, უწოდებენ შესრულების ფასს ან „სტრაიკ ფასს“. ოფციონის მყიდველი ანუ ოფციონის მფლობელი არის შეთანხმების

---

<sup>1</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 229.

მხარე, რომელიც იძენს საბაზისო აქტივზე ყიდვის ან გაყიდვის ან გარიგებაზე უარის თქმის უფლებას.

ოფციონის მყიდველი ოფციონის გამყიდველს უხდის ოფციონურ პრემიას — ოფციონის შეძენის ფასს. პრემია შედგება ორი შემადგენლისგან — **შიდა ღირებულება** (Intinsic Value), რომელიც დამოკიდებულია საბაზისო აქტივის ფასსა და „სტრაიკ ფასზე“, და **დროითი ღირებულება** (Time Value), რომელიც დამოკიდებულია იმ დროზე, რაც დარჩენილია ოფციონური კონტრაქტის მოქმედების ვადის გასვლამდე.

**სვოპი** არის ერთ-ერთი გავრცელებული წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც წარმოადგენს ორ მხარეს შორის შეთანხმებას საბაზისო აქტივებითა ან ამ აქტივების მიხედვით გადახდების მომავალში გაცვლის ჩატარების შესახებ. სვოპების ძირითადი სახეობებია: სავალუტო, საპროცენტო, საფონდო (საინდექსო) და სავაჭრო სვოპები.

სვოპების ყველა სახეობა მიეკუთვნება გარესაბირყო კონტრაქტებს. ისინი არ მიმოიქცევიან ბირჟაზე. მათ ლიკვიდობას უზრუნველყოფენ სპეციალური შუამავლები — ბანკები (რომლებსაც ხშირად უწოდებენ სვოპ-ბანკებს) და დილერები.

**სავალუტო სვოპი** არის ერთ ვალუტაში ფიქსირებული პროცენტისა და ნომინალის სხვა ვალუტაში ფიქსირებულ პროცენტზე და ნომინალზე გადაცვლა. ამ შემთხვევაში სავალუტო სვოპი შეიცავს სამი სახის ფულად ნაკადებს:

- ❖ საწყის სტადიაზე მხარეები ახორციელებენ ფულადი სახსრების გადაცვლას;
- ❖ სვოპის შესახებ შეთანხმების მთელი ვადის განმავლობაში მხარეები ერთმანეთისთვის ახორციელებენ პერიოდულ საპროცენტო გადახდებს;
- ❖ სვოპის მოქმედების ვადის ამონურვისას მხარეები ახორციელებენ ძირითადი თანხის გაცვლას.

**საპროცენტო სვოპი** წარმოადგენს მხარეებს შორის შეთანხმებას ურთიერთშორის თანმიმდევრული გადახდების შესახებ, რომლებიც განისაზღვრება შეთანხმებული საპროცენტო განაკვეთებისა და ურთიერთშეთანხმებული საკონტრაქტო თანხის საფუძველზე.

**საინდექსო (საფონდო) სვოპი** ბაზარზე მიმოქცევაში იმყოფება 1989 წლიდან. აქტივების რეალური გადაცვლა ამ დროს არ ხორციელდება.

შემოსავალი, რომელიც შეიძლება მიიღოს ამგვარი სვოპის მყიდველმა, წარმოიქმნება თუ საფონდო ინდექსის ზრდის ტემპი და აქციების მიხედვით შემოსავლიანობის ზრდა აჭარბებს ობლიგაციების მიხედვით პორტფელის ფიქსირებულ პროცენტებს.

**პარანტი** წარმოადგენს სერთიფიკატს, რომელიც მის მფლობელს ანიჭებს უფლებას იყიდოს ფასიანი ქაღალდები შეთანხმებულ ფასში განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში ან უვადოდ.

ფირმაზე დამოკიდებულებით განასხვავებენ „**წყვეტილ**“ (მოძრავ) და „**უწყვეტ**“ **ვარანტებს**. „**უწყვეტია**“ გრძელვადიანი ან უვადო ფასიანი ქაღალდი, რომელსაც უშვებენ ობლიგაციებთან ან პრივილეგიურ აქციებთან ერთად. აღნიშნული ანიჭებს იგივე ემიტენტს განსაზღვრული რაოდენობის ჩვეულებრივი აქციების ყიდვის უფლებას; ცალკე მისი გაყიდვა შეუძლებელია. „**წყვეტილი**“ (მოძრავი) ვარანტები — ვარანტებია, რომელთა გაყიდვა შესაძლებელია იმ ფასიანი ქაღალდებისგან დამოუკიდებლად, რომლებზეც მიმაგრებული იქნენ თავდაპირველად.

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. რას ეწოდება ფასიანი ქაღალდების პორტფელი?
2. რა ნიშნებით კლასიფიცირდება ფასიანი ქაღალდების პორტფელი?
3. განმარტეთ შევსებადი, შემცირებადი და მუდმივი პორტფელები.
4. განმარტეთ კონსერვატიული, აგრესიული და უსისტემო პორტფელები.
5. დაახასიათეთ ზრდის პორტფელი.
6. რას ეწოდება წარმოებული ფასიანი ქაღალდები?
7. განმარტეთ ფორვარდული კონტრაქტი.
8. დაახასიათეთ ფიუჩერსული გარიგება.
9. დაახასიათეთ ოფციონური შეთანხმება.
10. სვოპი საბირჟო კონტრაქტია თუ გარესაბირჟო?

# თავი V. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეაქცია ცვლილებაზე და ბაზრის „მოთამაშეთა“ ქცევა

## V.1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საფონდო ინდექსები

ეკონომიკას ციკლური განვითარება ახასიათებს. ეს რა თქმა უნდა იწვევს ცვლილებას, რადგან, ციკლი სპირალურია. იცვლება დასაქმების მაჩვენებლები, პროდუქციის მოცულობის და ფასების მაჩვენებლები. ეს ყველაფერი იწვევს ცვლილებებს ფინანსურ ბაზრებზეც.

ფინანსური ბაზრების საშუალო დინამიკას ყველაზე უკეთ საფონდო ინდექსები ასახავენ. ამ ინდექსების მიშვნელობა პირდაპირ დაკავშირებულია იმ აქციების ფასებთან, რომელთა საფუძველზეც გამოანგარიშებულია ეს ინდექსები.<sup>1</sup> საფონდო ინდექსები არის მთლიანად ბაზრის დამახასიათებელი, ანდა ცალკეული დარგების, ან ცალკეული სახის ფასიანი ქაღალდების, მაგალითად, აქციების, ობლიგაციების და ა. შ. ინდექსი შეიძლება გამოანგარიშდეს ფინანსური ბაზრის ერთი სავაჭრო მოედნისთვისაც კი.

ფინანსური ბაზრის მიმდინარე პერიოდის ინდექსის შედარებით წინა პერიოდის ანალოგიურ ინდექსთან, ირკვევა ბაზრის რეაქცია ქვეყანაში (ან მსოფლიოში) მომხდარი სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ ცვლილებებზე.

საფონდო ინდექსები შესაძლებლობას იძლევიან გადაწყდეს რიგი ძირითადი ამოცანები, რომელთა შორის შეიძლება გამოიყოს შემდეგი:<sup>2</sup>

1. ინდექსი ასრულებს საინფორმაციო ფუნქციას. იგი ასახავს საბირჟო კოტირებების მოძრაობის მიმართულებებს, აღწერს ტენდენციებს.
2. ინდექსი არის ეკონომიკის მდგომარეობის ინდიკატორი. ინდექსის ზრდის მყარი ტენდენცია ნიშნავს ქვეყანაში ეკონომიკურ ზრდას.
3. ინდექსი ასრულებს პროგნოზირების ფუნქციას.
4. საფონდო ინდექსი შეიძლება გამოვიდეს როგორც ცალკე დამოუკიდებელი ფასიანი ქაღალდი. ინდექსის მნიშვნელობის მიხედვით ხორციელდება ვაჭრობები, იყიდება იფციონები და ფიუჩერსული კონტრაქტები.
5. ინდექსები ორიენტირები არიან პორტფელში ფასიანი ქაღალდების შესარჩევად, ინვესტირების მიმართულებების და პროპორციების განსაზღვრისთვის.
6. ინდექსი ასრულებს საბაზისო ათვლის ნერტილის როლს.
7. ინდექსები საშუალებას იძლევიან ფორმალურად იქნას აღწერილი რთული სიტუაციები, ე. ი. გადაწყდეს პარამეტრების რაოდენობის შემცირების ამოცანა.

<sup>1</sup> *Фундаментальный анализ финансовых рынков, М., под ред. Л. Колмыновой, М., 2005, გვ. 141.*

<sup>2</sup> *მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 205-206.*

8. ინდექსები დროებით ცვლიან სტატისტიკურ მაჩვენებლებს, წყვეტენ აუცილებელი ინფორმაციის არქონის პრობლემას.

პრაქტიკულ საქმიანობაში გამოყენებული ინდექსები შეიძლება კლასიფიცირებულ იქნას **შარჩავის სიდიდის, გათვლის მეთოდავის, გათვლავის გაზის, ზომის ერთეულების, კრიტერიუმების** მიხედვით.

**შარჩავის სიდიდე** (ზომა) არის ერთ-ერთი ძირითადი ფაქტორი, რომელიც გავლენას ახდენს ინდექსის ხარისხზე, შერჩევამ უნდა მოგვცეს საკმაოდ ზუსტი წარმოდგენა ბაზრის შესასწავლ სექტორზე. მსოფლიო პრაქტიკაში არსებობს ინდექსები როგორც შეზღუდული შერჩევით (დოუ-ჯონსის სატრანსპორტო ინდექსი, რომელიც მოიცავს აშშ-ს 20 კომპანიას), ასევე, საერთოდ ფართო (მსოფლიო ინდექსი, მოიცავს 2500 კომპანიას 84 ქვეყნიდან).

აუცილებელია დადგინდეს შერჩევის ძირითადი კრიტერიუმები. ერთნი სწავლობენ ბაზარს მთლიანად, სხვები — ბაზრის კონკრეტულ სექტორებს ან დარგებს. დარგობრივი ინდექსები გაითვლება ეკონომიკის კონკრეტული დარგისთვის (ენერგეტიკა, შავი და ფერადი მეტალურგია, ნავთობის კომპლექსი, ბანკები და ა. შ.).

**გათვლის** საფუძვლად აიღება კონკრეტული დარგის წამყვანი კომპანიების აქციები. კრებსითი (კომპლექსური) ინდექსები გაითვლება სხვადასხვა დარგის კომპანიების აქციების ფასების საფუძველზე. როგორც წესი, რაც უფრო ფართოა შერჩევს წრე, მით უფრო ახლოსაა ინდექსი ეკონომიკის მდგომარეობის მთლიან მაჩვენებელთან ან ცალკეულ დარგთან.

უფრო მობილურ და კონიუნქტურულ ინდიკატორად საფონდო ინდექსი ხდება შემადგენლობის გაერთიანებისას არა დარგობრივი ნიშნის მიხედვით, არამედ, კომპანიის კაპიტალიზაციის კრიტერიუმის მიხედვით, ე. ი. ყველა აქციის კრებსითი საბაზრო ღირებულების მიხედვით, რომელიც არის მიმოქცევაში.

**გათვლის ძირითადი მეთოდავი.** საფონდო ინდექსების გათვლის საფუძვლად აიღება სამი ძირითადი მეთოდი:

1. უბრალო საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი.
2. შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი.
3. საშუალო გეომეტრიულის მეთოდი.

**მარტივი (უბრალო) საშუალო არითმეტიკული მეთოდის** დროს ყველა ემიტენტის აქციების ფასები, რომლებიც შედის ინდექსში, ვაჭრობის დახურვის მომენტში იკრიბება და ჯამი იყოფა შემადგენლობის რიცხვზე საშუალო სიდიდის მისაღებად.

**შეწონილი საშუალო არითმეტიკულის მეთოდი** გამოიყენება იმისათვის, რომ ასახავს ინდექსში მოცულობითი მაჩვენებლების გავლენა, ე. ი. გამოყენებულ იქნას აქციების ფასების შეწონვის მეთოდიკა. გაცილებით ხშირად წონის სახით გამოიყენება

კომპანიის საბაზრო კაპიტალიზაცია (მოცემული ფასიანი ქაღალდის წილი საბირჟო ბაზარზე გაყიდვითა საერთო მოცულობაში.

**ინდექსი, რომელიც გაითვლება საშუალო გეომეტრიული მეთოდით.** გაიანგარიშება ინდექსის შემადგენელი აქციების ფასების ერთიმეორეზე გადამრავლებით. მიღებული შედეგიდან ამოიღება  $n$  ხარისხის ფესვი (სადაც  $n$  არის ინდექსში აქციების რიცხვი).

**საზომი ერთეულის** მიხედვით ინდექსები გაითვლება **პუნქტაჟში** და **ფულად გამო-სატულაგაში**.

საზღვარგარეთის ქვეყნების პრაქტიკაში (ცხრილი 3) გამოყენებულია შემდეგი ინდექსები:

**ცხრილი 3**

**საზომი ინდექსები**

ინდექსის დასახელება	ქვეყანა	შერჩევის ადგილი ბირჟა (ქალაქი)	გათვლისთვის გამოყენებული მეთოდი
Dow Jones Indexes	აშშ	ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა	მარტივი საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
Standart&Poors Indexes	აშშ	ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
NYSE Index	აშშ	ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
NaSDAQ Index	აშშ	არასაბირჟო ბაზარი	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
AMEX Market Value Index	აშშ	ამერიკის საფონდო ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
AmeriX Market Value Index	აშშ	ამერიკის საფონდო ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
Rusel Index	აშშ	ნიუ-იორკის და ამერიკის საფონდო ბირჟები და არასაბირჟო ბაზარი	მარტივი საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
The Value Line Composite Index	აშშ	ნიუ-იორკის და ამერიკის საფონდო ბირჟები და არასაბირჟო ბაზარი	საშუალო გეომეტრიული მეთოდი
FTSE-30	დიდი ბრიტანეთი	ლონდონის საფონდო ბირჟა	საშუალო გეომეტრიული მეთოდი
FTSE-100	დიდი ბრიტანეთი	ლონდონის საფონდო ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
DAX Index	გერმანია	ფრანკფურტის საფონდო ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
CAC Index	საფრანგეთი	პარიზის ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
NiKKe Index	იაპონია	ტოკიოს საფონდო ბირჟა	მარტივი საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
Topix Index	იაპონია	ტოკიოს საფონდო ბირჟა	მარტივი საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
Hang Sens	ჰონკონგი	ჰონკონგის საფონდო ბირჟა	

TSE	კანადა	ტორონტოს ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
IPC	მექსიკა	მექსიკის საფონდო ბირჟა	შენიშნული საშუალო არითმეტიკული მეთოდი
Monreal Industrial	კანადა	მონრეალი	
Straits Times	სინგაპური	სინგაპური	
ALL Ondrusties	ავსტრალია	სიდნეი	
AEX Index	ნიდერლანდე ბი	ამსტერდამი	
Swiss Mlc Index	შვეიცარია	ციურიხი	
Bovesps	ბრაზილია	სან-პაულოს ბირჟა	
MSE Composite Index	რუსეთი	მოსკოვის საფონდო ბირჟა	
Sant-Poterstung Stock Index	რუსეთი	საფონდო ბირჟა „სანქტ-პეტერბურგი“	
PTC ინდექსები	რუსეთი	Proh საფონდო ბირჟა	
AK&M ინდექსები	რუსეთი		საშუალო შენიშნული არითმეტიკული მეთოდი
ჟურნალ „კომერსანტის“ ინდექსი	რუსეთი		

**აშშ-ს ინდექსები.** დოუ-ჯონსის ინდექსი — Dow Jones Indexes. 1884 წლის 3 ივლისს გამოჩენილმა ფინანსისტმა ჩარლზ დოუმ შემოიტანა პირველი საფონდო ინდექსი — Dow Jones Railroad Average, რომელიც უმეტესწილად შედგებოდა სარკინიგზო კომპანიებისაგან (9 სარკინიგზო და ორი სამრეწველო). მისი გათვლის მეთოდიკა გამოყენების მოხერხებულობისთვის ვაჭრობების დროს იყო უმარტივესი: აიღებოდა შემავალი 11 კომპანიის აქციის ფასების საშუალო არითმეტიკული. ინდექსის მნიშვნელობა პირველი დღის დახურვისას შეადგენდა 69.93 პუნქტს (მასში შემავალი აქციების ჯამურმა ღირებულებამ იმ მომენტში შეადგინა 769.23).

1929 წელს (უკვე დოუს სიკვდილის შემდეგ) შემოღებულ იქნა კომუნალური კომპანიების ინდექსი. თავიდან იგი შედგებოდა 20 კომუნალური კომპანიის აქციებისგან. შემდგომში კომპანიების რიცხვი შემცირდა 15-მდე და აღარ შეცვლილა.

ასე რომ, დღეისათვის დოუ-ჯონსის ინდექსების ოჯახი მოიცავს ინდექსების მრეწველობისთვის (30 კომპანია), ტრანსპორტისთვის (20 კომპანია), გაზის და ელექტრომომარაგების კომუნალური კომპანიებისთვის (15 კომპანია) და კრებსითი (შემადგენელი) ინდექსი Dow Jones Railroad Average, რომელიც შედგება 65 აქციისგან იმ კომპანიების მხრიდან, რომლებიც შედიან წინა ინდექსებში და კოტირებას გადიან ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე (NYSE).

აღნიშნული ოჯახის ყველა ინდექსის გათვლის მეთოდიკა ერთნაირია. ინდექსი გაითვლება შერჩეული კომპანიების აქციების კურსის საშუალო არითმეტიკულის მეთოდით:

$$J_{D-G} = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{K}$$

სადაც,

$P_i$  — არის აქციის ფასი.

$n$  — კომპანიების რიცხვი.

$K$  — კოეფიციენტი — გამყოფი.

**ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ინდექსები NYSE Index.** ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ინდექსი გაითვლება ყველა აქციის მიხედვით, რომლებიც კოტირდებიან ბირჟაზე (დაახლოებით 2200 კომპანია). ეს ინდექსი შეინონება კაპიტალიზაციის მიხედვით, ე. ი. ფასების ცვლილება აქციის მოცემულ სახეობაზე გავლენას ახდენს ინდექსის სიდიდეზე აქციების მთელი გამოშვების საბაზრო ღირებულების პროპორციულად და გამოიხატება დოლარებში. ბაზად აღებულია ინდექსის მნიშვნელობა, რომელიც 50.00-ის ტოლია.

არასაბირჟო ბრუნვაში ინდექსი NASDAQ Index (National Association of Securities Dealers Automatec Quotation – NASDAQ) არის ფასიანი ქაღალდების მიხედვით დილერების ეროვნულ ასოციაციის ინდექსი.

NASDAQ ინდექსების ჯგუფი წარმოდგენილია იმ ინდექსების გვერდით, რომლებიც ემსახურებიან როგორც არასაბირჟო ბრუნვას მთლიანად, ასევე, ცალკეულ დარგებს.

დიდია დარგობრივი ინდექსების რიცხვი, რომელთა შორის გამოირჩევიან — Nasdaq Financial-100; Nasdaq Industrial; Nasdaq Transportation; Nasdaq Bank; Nasdaq Telecommunications; Nasdaq Insurance; Nasdaq Computer; Nasdaq Other Finance; Nasdaq Biotechnology. ეს ინდექსები ასახავენ შესაბამის დარგებში მდგომარეობას ამერიკის ეკონომიკაში და Off-Shore მოსარგებლებებისთვის ინტერესს არ წარმოადგენენ. ინდექსების მეთოდოლოგიაში მათ არანაირი სიახლე არ შეაქვთ.

**ამერიკის საფონდო ბირჟის ინდექსები AMEX Indexes.** ამერიკის საფონდო ბირჟა აქვეყნებს ორ ძირითად ინდექსს: AMEX Major Market Index და MEX Market Value Index. ისინი გაითვლება სხვადასხვანაირად.

ძირითადი საბაზრო მაჩვენებელი AMEX Major Market Index არის უბრალო საშუალო მაჩვენებელი 20 წამყვანი სამრეწველო კომპანიის ფასების ცვლილებისა. მასში შედის იმ კომპანიის აქციები, რომლებიც დარეგისტრირებულნი არიან ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე. აქედან 15 არის დოუ-ჯონსის სამრეწველო ინდექსის კომპონენტები. ოპერაციები ფიზიკურსებთან ამ ინდექსის მიხედვით ხორციელდება ჩიკაგოს სავაჭრო ბირჟაზე.

**ინდექსი Wilshire 5000.** Wilshire (უილში 5000) უმსხვილესი საბაზრო ინდექსი, რომლის ლისტინგში ჩართულია 5000 კომპანია, რომელთაც ლისტინგი გაიარეს ბირჟებზე: NYSE, AMEX, NASDAQ. იგი გამოჩნდა 1974 წელს.

ინდექსი **Value Line Indexes.** ინდექსების ეს ჯგუფი ეკუთვნის კომპანია Value Line-ს და თავის თავში მოიცავს ორ ინდექსს: Value Line Composite (Arithmetic Index) და Value :one Composite (Geometric) Index. ინდექსების ლისტინგში ჩართულია 1700-ზე მეტი კომპანიის აქციები.

Value :one Composite (Geometric) Index გაითვლება, როგორც საშუალო გეომეტრიული 1695 აქციის კურსების ზრდიდან, რომლებიც მიმოიქცევიან ნიუ-იორკის და ამერიკის საფონდო ბირჟებზე და არასაბირჟო ბაზარზე.

**რასელის ინდექსი — Russell Indexes.** ინდექსების ეს ოჯახი გაითვლება კომპანია „ფრენკ რასელის“ მიერ და წარმოდგენილია შემდეგი ინდექსებით: Russell 3000 Index, Russell 1000 Index და Russell 2000 Index.

Russell 2000 Index ასახავს აქციების დინამიკას 3000 მსხვილი ამერიკული კომპანიების აქციების საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით, რომელზედაც მოდის მთელი ამერიკული აქციების ბაზრის ღირებულების 98%.

Russell 1000 Index ასახავს 1000 უმსხვილესი ამერიკული კომპანიის აქციების დინამიკას, რომელიც აღებულია Russell 3000 Index-ის შერჩევიდან, რომელზეც მოდის კომპანიების ერთიანი კაპიტალიზაციის 92% და რომლებიც წარმოდგენილია Russell 3000 Index-ში.

Russell 2000 Index ასახავს 2000 შედარებით წვრილი კომპანიების აქციებს, რომლებიც წარმოდგენილია Russell 3000 Index-ში და რომელზედაც მოდის კომპანიის მთლიანი კაპიტალიზაციის 8% Russell 3000 Index-დან.

**დიდი ბრიტანეთის ინდექსები ET-SE Indexes (Financial Times Stock Exchange Index.** ინდექსები ET-SE Indexes გამიზნულია ფასების მოძრაობის საჩვენებლად ლონდონის საფონდო ბირჟებზე. დიდი ბრიტანეთის უძველესი ინდექსი, რომელიც შექმნილია სააგენტო Financial Times-ის მიერ 1935 წელს, ცნობილია სახელწოდებით: Financial Times Industrial Ordinary Share Index ანდა შემოკლებით ET-30 (ET-SE-30). იგი მოიცავს 30 მსხვილ სამრეწველო და სავაჭრო კომპანიის აქციებს და გაითვლება როგორც გეომეტრიული საშუალო, რომელიც მიიღება 30 აქციის კურსის გადამრავლებით, რომლებიც შედიან ლისტინგში და მიღებული შედეგებიდან ამოიღება 30-ე ხარისხის ფესვი. ინდექსების გათვლას აწარმოებს კომპანია TSE International.

დღეისათვის ყველაზე გავრცელებულია ET-SE 100 (Footsie-100) ინდექსი. იგი გაითვლება 100 წამყვანი ბრიტანული კომპანიის აქციების მიხედვით, რომლებიც დარეგისტრირებულნი არიან ლონდონის საფონდო ბირჟაზე.

**გერმანიის ინდექსები. FAX Indexes** — გერმანიის საფონდო ბაზრის საქმიანი აქტივობის ინდექსები მოიცავენ იმ კომპანიების აქციებს, რომლებიც ლისტინგს გადიან ფრანკფურტის საფონდო ბირჟაზე.

**DAX-30** — გერმანიის ძირითადი საფონდო ინდექსი, რომელიც გათვლილია 30 ვაჭრობაში შედარებით მეტად ჩართული აქციების მიხედვით (სავაჭრო სტატისტიკის საფუძველზე ბოლო სამი წლის განმავლობაში).

**DAX-100** — ინდექსი DAX-30-ის ანალოგიურია იმ განსხვავებით, რომ მის ლისტინგში მონაწილეობს აქციების დიდი რიცხვი (100 ნაცვლად 30-ისა).

**CDAX** — კომპოზიციური ინდექსი, რომელიც ასახავს 320 აქციის მოძრაობის დინამიკას.

**საზრანგეთის ინდექსები.** ფრანგული ინდექსების ძირითადი ჯგუფი მოიცავს შემდეგ ინდექსებს: CAC-40, SBF-80, SBF-120, SBF-250; MidCAC. ესაა კლასიკური ინდექსები, რომლებიც ლისტინგში შესაბამისად მოიცავენ 40, 80, 120, 250 და 100 ფრანგული კომპანიის აქციებს.

**CAC-40** გაითვლება პარიზის ბირჟის და ფრანგული ბირჟების საზოგადოების მიერ ერთობლივად, როგორც 40 აქციის ღირებულების საშუალო შენონილი.

**SBF-80** გაითვლება 80 კომპანიის აქციების საფუძველზე.

**SBF-120.** აქ შედის ყველა კომპანია, რომელიც შედიოდა წინა ინდექსებში (CAC-40; SBF-80).

ინდექსები CAC-40, SBF-80, SBF-120 გაითვლება რეალური დროის რეჟიმში, ე. ი. ყოველ 30 წამში მთელი საბირჟო სესიის განმავლობაში.

**იაპონიის ინდექსები.** იაპონიის ინდექსი Nikkei-225 (Nikkei Dow Jones Average) ლისტინგში მოიცავს 225 კომპანიას, რომლებიც ვაჭრობენ ტოკიოს საფონდო ბირჟაზე.

**Torix Index** — იაპონური ინდექსია, რომელიც ქვეყნდება 1968 წლიდან. მისი ლისტინგის ბაზად აღებულია აქციები, რომლითაც ვაჭრობენ ტოკიოს საფონდო ბირჟის პირველ სექციაზე. ინდექსი გაითვლება მეთოდით „შენონილი გამოშვებული აქციების რაოდენობის მიხედვით“.

ინდექსი **JPM** — ეს არის ფასების მიხედვით შენონილი ინდექსის მოდიფიკაცია, რომელიც ასახავს 210 ჩვეულებრივი აქციის დინამიკას.

**რუსული საფონდო ინდექსები.** პირველი საფონდო ინდექსები, რომლებიც გამოჩნდა რუსეთის საფონდო ბაზარზე, იყო საინვესტიციო ბანკის ინდექსები **CS First Boston ROS-30** და „სკეიტ პრესის“ სააგენტოს ინდექსები. მოგვიანებით გამოჩნდა **AK&M**-ის ინდექსები.

**მოსკოვის საფონდო ბირჟა** ითვლის კრებსით ინდექსს MFB (MSE Composite Index).

**საფონდო ბირჟა „სანქტ-პეტერბურგი“** — Index SPST (Saint-Petersburg Stock Index).

**საფონდო ბირჟა PTC** აქვეყნებს კრებსით ინდექსს PTC და ტექნიკურ ინდექსს PTC, რომელიც ასახავს იმ აქციების მთლიანი საბაზრო კაპიტალიზაციის შედარებით ცვლილებას, რომლებიც მის შემადგენლობაში შედის.

**მოსკოვის განათავორისი სავალუტო ბირჟა** სავალდებულო კრებსითი ინდექსის გარდა ითვლის ინდექსს MMBF (კაპიტალიზაციის მიხედვით შენონილი ინდექსი ყველაზე ლიკვიდური აქციების მიხედვით, რომლებიც დაშვებულია ბირჟაზე ბრუნვაში) და ინდექსს MMBF-10 (ფასისმიერი, შეუწონელი ინდექსი).

2002 წლის სექტემბრიდან MMBF და სააგენტო Reuters ითვლის ერთობლივ ინდექსს RMX (Reuters Micey Index), რომელიც ითვალისწინებს გარიგებებს აქციების მიხედვით, რომლებიც ჩართულნი არიან MMBF, PTC და MFB კოტირების ფურცლებში.

**საქართველოს საფონდო ბირჟის GSX საფონდო ინდექსის განსაზღვრის წესი.** GSX ინდექსი წარმოადგენს ბირჟის სავაჭრო სისტემის ოფიციალურ ინდიკატორს და მისი გაანგარიშება და გამოქვეყნება ხდება სპეციალური წესების მიხედვით.

**ინდექსის ბაზა** წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ნუსხას, რომლის საფუძველზეც დგება ინდექსი. ინდექსის ბაზაში, ძირითადად, შედის სავაჭრო სისტემის ლისტინგში არსებული ფასიანი ქაღალდები. ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს გადაწყვეტილებით, სალისტინგო ფასიანი ქაღალდებს შეიძლება დაემატოს სავაჭრო სისტემაში დაშვებული სხვა ფასიანი ქაღალდიც.

**ცხრილი 4**

**„საქართველოს საფონდო ბირჟის“ GCX საფონდო ინდექსის ბაზა“  
(01.09.2016 წლის მდგომარეობით)**

№	კოდი	დასახელება
1	BANK	სს „ლიბერთი ბანკი“
2	GEB	სს „საქართველოს ბანკი“
3	UTC	სს „გაერთიანებული ტელეკომი“
4	NRGY	სს „კაუკაზუს ენერჯი ენდ ინფრასტრუქჩა“
5	GTC	სს „ლიბერთი კონსუმერი“
6	WINE	სს „თელიანი ველი“
7	TSIF	სს „თბილისის სასკოლო ინვენტარის ფაბრიკა“
8	AEST	სს „თელასი“
9	ENIS	სს „სარაჯისვილი“
10	UGB	სს „ვიტიბი ბანკი ჯორჯია“

**ცხრილი 5**

**ინდექსის განსაზღვრელი ზომიერითი პარამეტრის მნიშვნელობები  
(01.09.2016 წლის მდგომარეობით)**

№	ინდექსის განსაზღვრის წესი	01.09.2016
1	ინდექსის სანყისი მნიშვნელობა	100
2	გარიგების ხვედრითი წონა	1 (ანუ 100%)
3	ფიქსინგის ხვედრითი წონა	0.1 (ანუ 10%)
4	განაცხადების ხვედრითი წონა	1 (ანუ 100%)

**ცხრილი 6**

**ინდექსის გაანგარიშებისას გაზაში (პორტფელში) შემავალ ფასიან  
ქალაქებთან დაკავშირებული ზომიერითი პარამეტრი  
(01.09.2016 წლის მდგომარეობით)**

№	კოდი	დასახელება	ფასთა დერეფანი (%)	საანგარიშო პერიოდი (დღე)
1	BANK	სს „ლიბერთი ბანკი“	20	1
2	GEB	სს „საქართველოს ბანკი“	20	1
3	UTC	სს „გაერთიანებული ტელეკომი“	20	30
4	NRGY	სს „კაუკაზუს ენერჯი ენდ ინფრასტრუქჩა“	50	30
5	GTC	სს „ლიბერთი კონსუმერი“	50	30
6	WINE	სს „თელიანი ველი“	50	30
7	TSIF	სს „თბილისის სასკოლო ინვენტარის ფაბრიკა“	50	30
8	AEST	სს „თელასი“	50	30
9	ENIS	სს „სარაჯისვილი“	50	30
10	UGB	სს „ვიტიბი ბანკი ჯორჯია“	50	30

**V.2. საფონდო ბაზრის „მოთამაშეთა“ ქცევა**

საფონდო ბირჟა ფასიანი ქალაქების ბაზარია. იმის მიუხედავად, რომ ბაზარზე ფასიანი ქალაქების გამგებს განსაზღვრავს მათი მიწოდება-მოთხოვნა, ხშირად ფასიანი ქალაქების მფლობელთა გადანყვეტილებები ბაზრის კანონებს კი არ ექვემდებარება, არამედ, ემოციებს. ყველაფერი რაც ხდება მსოფლიოში, ტერორიზმიდან დაწყებული, მიწისძვრით დამთავრებული თავის ასახვას პოულობს ფასიანი ქალაქების კურსზე. 2001 წლის 11 სექტემბერს აშშ-ში განხორციელებული ტერორისტული აქტის გამო, საფონდო ბირჟებზე აშშ-ს დოლარის კურსი მკვეთრად დაეცა.<sup>1</sup> 2003 წლის 15 დეკემბერს, ორშაბათს, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟებზე მორიგი ვაჭრობის გახსნისთანავე დოლარის

<sup>1</sup> *Фундаментальный анализ финансовых рынков. М., 2005, გვ. 52.*

კურსი მკვეთრად ავარდა, მხოლოდ იმის გამო, რომ გავრცელდა ცნობა ერაყის დიქტატორის, სადამ ჰუსეინის დაპატიმრების შესახებ<sup>1</sup> და ა. შ.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესწავლისას დიდი მნიშვნელობა აქვს მის „მოთამაშეთა“ **ქცევითი ასპექტებს**. მათ შესწავლას და ბაზრის მომავლის დასაგეგმად გათვალისწინებას ფსიქოლოგიური ანალიზით, ანუ **ქცევითი ფინანსები** ეწოდება. საქმე ისაა, რომ ფუნდამენტალური ანალიზი იძლევა ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების ქცევის კარგად განჭვრეტის საშუალებას გრძელვადიან პერიოდში, ტექნიკური ანალიზი კი — მოკლევადიან პერიოდში. თუ რომელიმე კომპანიაზე უარყოფითი საზოგადოებრივი აზრია ჩამოყალიბებული, მაშინ, როგორადაც კარგი ტენდენცია არ უნდა აჩვენოს ტექნიკურმა და შემდეგ ფუნდამენტალურმა ანალიზმა, ინვესტორი ფსიქოლოგიურად მაინც უარყოფითად იქნება განწყობილი ამ კომპანიის და მისი ფასიანი ქაღალდების მომავალთან. ასე რომ, ასეთ დროს, ფსიქოლოგიური ფაქტორი სწონის სხვა გარემოებებს.

მაშასადამე, იმის მიუხედავად, რომ ფასიანი ქაღალდების ფასებს ბაზარზე განსაზღვრავს მათი მოთხოვნა და მიწოდება, ხშირად აქციონერთა უმრავლესი გადაწყვეტილებები ბაზრის კანონებს კი არ ეფუძნება, არამედ, ემოციებს. ამიტომ ბაზარს ორი ურთიერთსაწინააღმდეგო ტენდენცია ახასიათებს: მზარდი კურსების მქონე ფასიანი ქაღალდების („ხარების“ ბაზარი) და კლებადი კურსების მქონე ფასიანი ქაღალდების („დათვების“ ბაზარი).

თითოეულ ასეთ საბაზრო ტენდენციაში შეგვიძლია გამოვყოთ შემდეგი ფაზები:<sup>2</sup>

#### **ხარების“ ბაზარზე: დაბროვება, აქტივობის მატება, გადასურება.**

განვიხილოთ თითოეული ცალ-ცალკე:

**დაბროვება.** ბაზარზე პანიკაა. გამყიდველები მძიმე ეკონომიკურ ვითარებაში არიან. ემიტენტების გამოქვეყნებული ანგარიშგებები არაფერ საიმედოს არ აჩვენებენ. საზოგადოებრივი აზრიც უარყოფითია მათ მიმართ. ამის მიუხედავად, შორსმჭვრეტელი ინვესტორები („ხარები“) ყიდულობენ მათ აქციებს „ჩალის ფასად“ და აგროვებენ. მათ იციან, რომ მათი დრო დადგება.

**აქტივობის მატება.** მძაფრდება საქმიანი ალღო. ემიტენტების შემოსავლები მატულობს. „ხარები“ სულ უფრო და უფრო იხედებიან ტექნიკური ანალიზის (მოკლევადიანი ანალიზი) პროგნოზებში.

**გადასურება.** ამ ეტაპზე ფასიანი ქაღალდებზე ფასები მატულობს. საზოგადოებრივი აზრი ეიფორიაშია. „ხარები“ იწყებენ იაფად ნაყიდი ფასიანი ქაღალდების ინტენსიურ გაყიდვას.

#### **„დათვების“ ბაზარზე: პანიკა, სტაბილიზაცია.**

<sup>1</sup> *Фундаментальный анализ финансовых рынков. М., 2005, გვ. 57.*

<sup>2</sup> *ქოქიაური ლ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ., 2008, გვ. 114.*

**პანიკა.** ამ ეტაპზე საზოგადოება პანიკაშია. ინვესტორთა უმრავლესობა ყიდის ფასიან ქაღალდებს. ზოგჯერ ეს გამიზნულად ხდება, რათა დაეცეს ფასები.

**სტაბილიზაცია.** ამ ეტაპზე აქციების კურსის დაცემა გრძელდება. საქმიანი ახალი ამბები სულ უფრო და უფრო უარესდება. ხშირად, ბაზარზე გავრცელებული ქორი მეტ გავლენას ახდენს ინვესტორზე, ვიდრე, საკონსულტაციო ცენტრის მიერ ჩატარებული ფუნდამენტალური ანალიზის დასკვნები.

საფონდო ბაზრის ფსიქოლოგიურ ასპექტებს განიხილავს და შეისწავლის **ქვეპიტი ფინანსების თეორია**. ეს თეორია ამტკიცებს, რომ ადამიანის ქცევა შეზღუდულად რაციონალურია, რაც ეწინააღმდეგება ეკონომიკური თეორიის ტრადიციულ თეზისს, რომელიც ადამიანს აღაირობს Homo Evnomicus–ად.

სოციალურ ფსიქოლოგიაში არის მეორე თეორია — **შეხვედრითი უთანხმოების თეორია**. ამ თეორიის მიხედვით ადამიანს იმ ინფორმაციის უფრო სჯერა, რომელიც **მის ნარმოდებანებს შეესაბამება (ან უახლოვდება)**. მაშასადამე, ფინანსური სფეროდან ბაზარზე შემოსული ახალი ინფორმაცია ბაზრის მონაწილეების მიერ სხვადასხვანაირად აღიქმება. ეს დამოკიდებულია მათ ემოციურ მდგომარეობაზე. ამ საკითხში ბაზრის მონაწილეებს განსხვავებული ათვისების ნერტილები და განსხვავებული კრიტერიუმები აქვთ.

ვინაიდან ადამიანთა შეხედულებები და ემოციები არა მარტო ასახავენ ბაზრის სამომავლო განვითარებას, არამედ, გავლენასაც ახდენენ მასზე, საჭიროა ინვესტორების მიერ მიმდინარე გადანყვეტილებების მიღების დროს ეს **მოლოდინი** გათვალისწინებული იქნას. იმისათვის, რომ გრძნობა და მოლოდინი გახდეს ხილვადი, შემუშავებული იქნა მრავალრიცხოვანი ინდიკატორები.

მოლოდინის ორი შედარებით პოპულარული ინდიკატორია:

1. სამომხმარებლო ნდობის ინდექსი (Conferec Board Consumer confidence Index).
2. მომხმარებელთა განწყობის ინდექსი (Consumer Sentiment Index).

ეს ორი ინდიკატორი ის ინსტრუმენტებია, რომლებიც მეტად სწრაფ რეაგირებას ახდენენ ეკონომიკური სიტუაციის ცვლილებებზე. ოფიციალური სტატისტიკა ბაზარზე მომხმარებელთა ცვლილებებს რამდენიმე თვეში ერთხელ აფიქსირებს. მასთან შედარებით ამ ორი ინდიკატორს დაახლოებით ექვსი თვის სიდიდის წინსწრების დროითი ლაგი აქვთ. მაგალითად, თუ ბაზარზე ფასები დაეცემა ივნისში, ამას იანვარში გამოთვლილი ნდობის ინდექსი მიგვანიშნებს, რომ ბაზარი ამისკენ მიდის.

ერთ-ერთი ცნობილი ინდიკატორი, რომელიც გვიჩვენებს საფონდო ბაზრის მომავალ განვითარებას, არის ბაზრის მონაწილე „ხარების“ და „დათვების“ მოლოდინი. ეს მაჩვენებელი იანგარიშება შემდეგნაირად:<sup>1</sup>

$$\frac{\text{„ხარების“ ბაზარი}}{\text{„დათვების“ ბაზარი}} = \frac{\text{ანალიტიკოსების რიცხვი, რომლებიც მოელიან ბაზრის განმტკიცებას}}{\text{ანალიტიკოსების რიცხვი, რომლებიც მოელიან ბაზრის დასუსტებას}}$$

საფონდო ბაზრის მომავალზე მეტად მოქმედებს **ინსაიდერების** ქცევა. ინსაიდერები არიან პირები, რომლებიც წინასწარ ფლობენ ინფორმაციას კომპანიების შესახებ (ამ ინფორმაციის საჯაროდ გავრცელებამდე). მათ მიეკუთვნებიან ემიტენტი კომპანიების თანამდებობის პირები. იმის მიუხედავად, რომ მათ აქვთ მკაცრი შეზღუდვები საკუთარი კომპანიის ფასიან ქაღალდებით ვაჭრობისა, პუბლიკა მაინც ელოდება მათ ქცევას ბაზარზე, რადგან მათ უკეთ იციან, რა ხდება კომპანიებში და თან იციან უფრო ადრე, ვიდრე ამის შესახებ პრესაში დაინერება. ინსაიდერის ქცევა კომპანიის ფასიან ქაღალდებთან მიმართებაში ყოველთვის ზუსტად ვერ ასახავს რეალობას, რადგან, მან კომპანიის ფასიანი ქაღალდები შეიძლება გაყიდოს (ან იყიდოს) არა იმიტომ, რომ ელოდება ფასების დაცემას (ყიდვის დროს კი მომატებას), არამედ, უბრალოდ იმიტომ, რომ სჭირდება ფული. ამიტომ ინსაიდერების ქცევა გასათვალისწინებელია, საყურადღებოა, მაგრამ ამ ქცევაზე თვალდახუჭული მინდობა დაუშვებელია.

გარდა საფონდო ბაზარზე ემოციების გავლენისა, რაც საფონდო პორტფელის მართვის დროს ინვესტორმა უნდა გაითვალისწინოს, კიდევ უფრო მნიშვნელოვანია მის მიერ **დროის გათვალისწინება**. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, არამართო იმის ცოდნაა საჭირო, თუ რომელი ფასიანი ქაღალდები გავყიდოთ (ან ვიყიდოთ), არამედ იმისა, თუ როდისაა ამის გაკეთება საჭირო. როცა ინვესტორი ამას ფლობს, ეს ნიშნავს, რომ იგი საფონდო პორტფელს აქტიურად მართავს (ნაცვლად პასიური მართვისა). ამ დროს არჩევა არის ძნელზე-ძნელი, რთულზე-რთული. ხშირად ინვესტორი ამ საუკეთესო დროს სხვას უთმობს. ეს ხშირად ამ საუკეთესო დროის შეუფასებლობით ხდება, ხშირად კი, ზარალის შიშით, რადგან, ინვესტორი ზარალის მიმართ უფრო მგრძობიარეა, ვიდრე მოგების მიმართ, რომელსაც იგი ამ კარგ დროში მიიღებდა.

რადგან ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის დროის შერჩევა ძნელია, ამიტომ, სულ უფრო და უფრო პოპულარული ხდება პორტფელის მართვის ისეთი სტრატეგია, რომელიც საფონდო ინდექსებზე აყოლას გულისხმობს. ერთ-ერთი ასეთი იყო ინდექსური

<sup>1</sup> *ქოქიაური ლ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბ., 2008, გვ. 114.*

ფონდები (Index equity funds). ეს იყო ინდექსის მოძრაობაზე აყოლის ყველაზე ადრეული მცდელობა. ფონდი იქმნებოდა რამოდენიმე ათეული კომპანიის ფასიანი ქარალდებისგან. ინვესტორი ყიდულობდა მხოლოდ ფონდის აქციებს. ფონდის მმართველობა ახდენდა ინვესტორის პორტფელის პროექტირებას არჩეული ფონდის ინდექსის შესაბამისად, ე. ი. ფონდები ახორციელებდნენ პორტფელის მართვას. ასეთი ინდექსების უსაფრთხოება ძალიან მაღალია, რადგან ამ ფონდებს სახელმწიფოს მხრიდან განსაკუთრებული კონტროლი აქვთ დანესებული.

ინდექსური ფონდის საზღაურად ინვესტორი, რომლის პორტფელსაც ეს ფონდი მართავს, წლიურად იხდის ინვესტირებული თანხის 0.2-0.5 პროცენტს.

საფონდო პორტფელის მართვის ეს სტრატეგიაც პასიურია, რადგან, იგი ინვესტორებს საშუალო საბაზრო მოგებაზე მეტს ვერ აძლევს. ამ ფაქტმა ინვესტორებს გაუჩინა სურვილი თვითონ დამოუკიდებლად დააკომპლექტონ პორტფელი და ამისთვის ინდექსურ ფონდებს არ უხადონ ფული (მით უფრო, რომ როგორც სტატისტიკა გვამცნობს, ბაზარზე აქციების ინდექსი 7%-ით ირყევა მეტად ხანგრძლივ პერიოდში). ამის გაკეთება შედარებით ადვილი იყო ჩაკეტილ კონომიკურ სივრცეში და ძალიან გართულდა გლობალიზაციის დროს. კერძო ინვესტორისთვის ძალიან მოუხერხებელია იმ ინდექსის მოძრაობის თვალყური, რომელიც რამოდენიმე ქვეყნის კომპანიების აქციების კურსებით არის შედგენილი. ამიტომ, ისინი თავის პორტფელების მართვას პროფესიულ შუამავლებს და მეორად საფონდო ინსტრუმენტებს ანდობენ.

პორტფელების მართვის საინტერესო სტრატეგია არის ე. წ. „**დოუს ქალღეზი**“. იგი არ არის დამოკიდებული დროის გარკვეულ თარიღზე (მომენტზე). მისი დაწყება ნებისმიერ მომენტში შეიძლება, როცა მოვაჭრეს ამის სურვილი გაუჩნდება. ყველაფერი რაც მან უნდა იცოდეს ბაზრის შესახებ, ეს არის აქციების მიმდინარე ფასები და სულ ბოლოს გადახდილი დივიდენდების ოდენობა.

„დოუს ქალღეზის“ სტრატეგიის შინაარსი ასეთია: ვთქვათ, მარტის ბოლოს, ოთხშაბათ დღეს, ინვესტორმა გადაწყვიტა კაპიტალის დაბანდება დოუ-ჯონსის ინდექსში შემავალ რომელიმე აქციების ყიდვაში. ერთადერთი, რაც მან უნდა გააკეთოს, უნდა გაანალიზოს დოუ-ჯონსის ინდექსში შემავალ ყველა კომპანიის მიერ გადახდილი დივიდენდების მოცულობა, შემდეგ აირჩიოს ის 10 კომპანია, რომლებსაც ყველაზე მაღალი ჰქონდათ ერთ აქციაზე გადახდილი დივიდენდი. ამის შემდეგ, თავისი კაპიტალი უნდა გაყოს 10 ტოლ ნაწილად და შეისყიდოს 10 კომპანიის აქციები და ისინი შეინარჩუნოს მთელი წლის განმავლობაში. მეორე წელს, იგივე გაიმეოროს. სტატისტიკა მოწმობს, რომ მთელ რიგ შემთხვევებში, ეს სტრატეგია უფრო მოგებიანია სხვა სტრატეგიებთან შედარებით.

„დოუს ძალღების“ უფრო დანინაურებულ ვერსიას, რომელსაც „დაოუს ლეკვებს“ უწოდებენ, ასეთი შინარსი აქვს: უპირველესად ირჩევენ დოუ-ჯონსის ინდექსში შემავალ მაღალი დივიდენდური გასაცემლის მქონე 10 კომპანიას, შემდეგ კი, აქედან ირჩევენ და ყიდულობენ იმ ფასიან ქაღალდებს, რომლებსაც ამ მომენტისთვის დაბალი (სხვასთან შედარებით) ღირებულება აქვთ. „დოუს ლეკვების“ ამ ვერსიამ პრაქტიკულად დაამტკიცა, რომ იგი „დოუს ძალღებზე“ უკეთესია. 1973-1996 წლებში „დოუს ლეკვების“ სტრატეგიის გამოყენებით მიღებული იქნა 17.7% შემოსავალი, დოუ-ჯონსის სამრეწველო ინდექსით კი, მხოლოდ, 11.9%.<sup>1</sup>

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. რას ეწოდება საფონდო ინდექსი და რას გამოხატავს იგი?
2. ჩამოთვალეთ რა ნიშნებით ხდება ინდექსების კლასიფიცირება და მოიყვანეთ მაგალითები.
3. დაასახელეთ ნიუ-იორკის, ლონდონის, დიდი ბრიტანეთის, საქართველოს საფონდო ინდექსები.
4. ვინ ითვლებიან საფონდო ბაზრის მოთამაშეებად?
5. აღწერეთ „დათვების“ ბაზარი და მისი ინტერესები. აღწერეთ „ხარების“ ბაზარი და მისი ინდექსები.

---

<sup>1</sup> *Рынок ценных бумаг, под ред. Н. Клещева, М., 2002, გვ. 69.*

## თავი VI. სავალუტო ბაზარი

### VI.1. საბირჟო საქონელი სავალუტო ბაზარზე

სავალუტო ბაზარზე საბირჟო საქონელი არის ვალუტა. ვალუტის ქვეშ ჩვეულებრივ იგულისხმება უცხოური ფულის ერთეული. ვალუტა წარმოადგენს სპეციფიკურ საქონელს, რომელიც მიმოიქცევა სავალუტო ბირჟაზე.

გამოყენების და რეჟიმის სფეროების პოზიციებიდან განასხვავებენ **ეროვნულ** და **სარეზერვო ვალუტას**, **კონვერტირებად** (თავისუფლად კონვერტირებად და ნაწილობრივ კონვერტირებად) და **არაკონვერტირებად** (ჩაკეტილ) **ვალუტას**.

**ეროვნული ვალუტა** წარმოადგენს დამოუკიდებელი, სუვერენული სახელმწიფოს ფულად ერთეულს (საქართველოში არის ლარი).

**სარეზერვო ვალუტა** წარმოადგენს მსოფლიოში ეკონომიკურად და პოლიტიკურად ყველაზე ძლიერი სახელმწიფოს ვალუტას, რომელიც გამოიყენება სხვა დანარჩენი სახელმწიფოების სავალუტო პარიტეტისა და სავალუტო კურსის განსაზღვრის საფუძვლად და ასრულებს საერთაშორისო მასშტაბით საგადამხდელო და სარეზერვო საშუალების ფუნქციას.

**კონვერტირებად ვალუტად** მიჩნეულია ამა თუ იმ ქვეყნის ვალუტა, რომელიც იცვლება ნებისმიერი ქვეყნის ეროვნულ ვალუტაზე.

**თავისუფლად კონვერტირებადია** ის ვალუტა, რომელიც შეუზღუდავად იცვლება ნებისმიერი ქვეყნის ვალუტაზე და ნებისმიერ მფლობელს შეუძლია მისი ყველა ქვეყანაში გატანა ყოველგვარი ოპერაციების საწარმოებლად.

**ნაწილობრივ კონვერტირებადია** ის ვალუტა, რომელსაც გარკვეული შეზღუდვები აქვს საერთაშორისო ოპერაციების შესრულებაში.

**არაკონვერტირებადია** ის ვალუტა, რომელიც მხოლოდ ერთი ქვეყნის ჩაკეტილ სივრცეში ფუნქციონირებს.

### VI.2. სავალუტო ბაზარი და ბარიგებათა სახეები სავალუტო ბირჟაზე

**სავალუტო ბირჟა.** სავალუტო ოპერაციების ხასიათის, მოცულობისა და მიმოქცევადი ვალუტების მიხედვით სავალუტო ბაზრები (იგივე ბირჟები) იყოფიან:

- ❖ საერთაშორისო;
- ❖ რეგიონული;
- ❖ ეროვნული (ადგილობრივ) ბაზრებად.

თითოეულ ქვეყანას და მათ შორის საქართველოს, აქვს თავისი ეროვნული სავალუტო ბაზარი, თუმცა, ეს იმას არ ნიშნავს, რომ ისინი არ მონაწილეობენ რეგიონალ ან საერთაშორისო სავალუტო ბირჟებზე გამართულ ვაჭრობებში.

მსოფლიო სავალუტო ბაზრები განლაგებული არიან მსოფლიო ფინანსურ ცენტრებში. მათ შორის ცნობილია: ლონდონის, ციურიხის, ნიუ-იორკის, მაინის ფრანკ-ფურტის, პარიზის, ბახრეინის, სინგაპურის, ტოკიოს და სიანგანის ბირჟები.

სავალუტო ბირჟებზე ამჟამად ლიდერობს ლონდონის ბირჟა. იგი დღეში ასრულებს 400-460 მლრდ დოლარის ბრუნვას, ანუ მსოფლიო დღიურ სავალუტო ბრუნვის 30%-ზე მეტს. ლონდონის ბირჟის ეს მაჩვენებელი 200%-ით აჭარბებს ნიუ-იორკის ბირჟის მაჩვენებელს, 900%-ით პარიზის მაჩვენებელს და ა. შ.

საერთოდ, ლონდონის ბირჟა უცხოური ვალუტით ვაჭრობაში ყოველთვის ლიდერობდა. იგი არა მხოლოდ მსოფლიო სავალუტო ბაზრის, არამედ, ევროპის სავალუტო ბაზრის ლიდერიცაა.

საერთოდ, სავალუტო ბაზრებს კონტინენტური დაყოფაც აქვთ. ასე ცნობილია: ევროპის ბაზარი, ამერიკის ბაზარი და აზიის ბაზარი. ევროპის ბაზარზე მოდის მსოფლიო სავალუტო ბრუნვის 40%, ამდენივე მოდის ამერიკის ბაზარზე და 20% კი — აზიის ბაზარზე.

ევროპის სავალუტო ბაზარზე 1979 წლიდან 1998 წლამდე გარიგებები ხორციელდებოდა ეკიუ-ებში, 1999 წლიდან კი, იგი მიმდინარეობს ახალი ფულის ერთეულში — ევროში.

აზიის რეგიონში მეტად სწრაფად განვითარდა სინგაპურის სავალუტო ბირჟა, რომელსაც ამ რეგიონში ტოკიოს შემდეგ, მეორე ადგილი უკავია. პირველის ბრუნვა დღეში 139 მლრდ-ს, ხოლო მეორეში — 149 მლრდ დოლარს შეადგენს.

სავალუტო ბაზრები დიდ როლს ასრულებენ მსოფლიო ეკონომიკაში. ისინი მეტად მგრძობიარე არიან ეკონომიკასა და პოლიტიკაში მომხდარი ცვლილებების მიმართ და თვითონაც დიდ გავლენას ახდენენ მასზე.

სავალუტო ბაზარზე ვალუტის გამყიდველი ბანკები ყიდიან ერთი სახის ვალუტას და ყიდულობენ მეორეს. ეს არის ბანკის სავალუტო პოზიცია. ამ პოზიციას განსაზღვრავს უცხოურ ვალუტაში გამოხატული მისი აქტივების და მოთხოვნების თანაშეფარდება პასივებსა და ვალდებულებებთან. თუ კონკრეტულ ვალუტაში ისინი ერთმანეთს ემთხვევიან, მაშინ სავალუტო ოპერაცია ითვლება დახურულად, ხოლო თუ არ ემთხვევიან, მაშინ — ღიად.

ღია სავალუტო პოზიცია შეიძლება იყოს მოკლე. ეს ხდება მაშინ, როცა ბანკის მიერ გაყიდული ვალუტის მიხედვით პასივები და ვალდებულებები აღემატება აქტივს

და მოთხოვნებს, ხოლო გრძელა პოზიცია. მაშინ როცა ნაყიდი ვალუტის მიხედვით აქტივები და მოთხოვნები აღემატება მის პასივს და ვალდებულებებს.

ბანკის ღია სავალუტო პოზიციას, როგორც მოკლეს, ისე გრძელს, ახასიათებს რისკი. მაგალითად, თუ სავალუტო კურსი ბანკისთვის არასასურველად შეიცვლება, მაშინ, იგი მიიღებს ზარალს.

სავალუტო ბაზარზე ვალუტის კოტირება წარმოებს ოთხ ნიშნამდე სიზუსტით, მძიმის შემდეგ. მაგალითად, 1 დოლარის კურსი ლარებში, ამჟამად არის 3.3316 ლარი. კურსის განსასაზღვრელად, როგორც წესი, 100 ერთეული გამოიყენება. მაგალითად, ამჟამად, 100 დოლარის კურსი არის 333.16 ლარი.

**სავალუტო გარიგების სახეები.** ვალუტის ვაჭრობა ხორციელდება საკასო ან ვადიანი გარიგებების ფორმით. საკასო გარიგებებს ეწოდება „სპოტ“ გარიგებები. მისი არსი იმაშია, რომ ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა ხდება მისი დაუყოვნებელი მიწოდებით, კერძოდ, გარიგების დადების მეორე დღესვე. მაგრამ, თუ გარიგების რომელიმე ერთი მხარის სავალუტო გარიგების მეორე დღე დასვენების დღეა, მაშინ ვალუტის მიწოდების ვადა 1 დღით იზრდება. დღეს, როცა გამყიდველის მიერ მყიდველს უნდა მიეწოდოს ვალუტა **ვალუტირების დღე** ეწოდება.

როგორც წესი, ვალუტის მყიდველებიც და გამყიდველებიც ბირჟაზე ბანკები არიან (მყიდველის როლში ხშირად გამოდიან მსხვილი კომპანიებიც). მათ შორის შუამავლის როლს ასრულებენ **დილერები**. დილერები წინასწარ ამზადებენ გარიგების პირობებს კონტრაგენტებს შორის. მათ შორისაა თანხმობა ყიდვის და გაყიდვის შესახებ, საბაზრო ვალუტის მოცულობა, კოტირება, კურსი, ვალუტირების თარიღი, საანგარიშსწორებო რეკვიზიტები და სხვა.

„სპოტ“ გარიგების დროს მყიდველს ვალუტა მიეწოდება დაუყოვნებლივ მის მიერ მითითებულ ანგარიშზე ჩარიცხვით. მიწოდებისთვის ორი დღე იყო დადგენილი, თუმცა, ელექტრონული ანგარიშსწორების დანერგვამ ეს დრო მეტად შეამცირა და ამჟამად, იგი 10 წუთშიც შეიძლება განხორციელდეს.

დაუყოვნებლივ მიწოდების სავალუტო გარიგებებს მსოფლიოში მთელი სავალუტო გარიგებების 90% უკავია. ეს მისი მობილურობით არის განპირობებული.

დაუყოვნებელი ანუ სპოტ-მიწოდების გარიგება ხორციელდება შემდეგნაირად: სავალუტო ბაზრების მუშაობის დაწყებამდე, დილერი ეცნობა წინა საოპერაციო დღის დახურვის მომენტში ბაზრებზე არსებულ სავალუტო კურსს. მაგალითად, ნიუ-იორკის სავალუტო ბირჟა დროში განსხვავებულობის გამო დასავლეთ ევროპის ბირჟების მუშაობის დამთავრების შემდეგ, კიდევ 5 საათს მუშობს. ასე რომ, ნიუ-იორკის ბირჟის დილერები ადვილად იგებენ, თუ როგორი კურსით დაამთავრეს მუშაობა ევროპის (მაგალითად, ლონდონის, პარიზის, ციურხის) ბირჟებმა. თავის მხრივ, დასავლეთ ევროპის

ბირჟები დილით, ე. ი. მუშაობის დაწყებისას ეცნობიან იმ ბირჟებზე მოქმედ სავალუტო კურსებს, რომელთაც იმ დღეს, დროში განსხვავებულობის გამო, მათზე ადრე დაინყეს მუშაობა. ასეთი ბირჟებია ტოკიოს, სინგაპურის, ჰონკონგის და ბახრეინის ბირჟები. ამით ისინი ადგენენ თავიანთი ვალუტის საშუალო კურსს უცხოურთან შეფარდებით.

მეორე ეტაპზე მიმდინარეობს სავალუტო ოპერაციების უშუალო განხორციელება. იგი ხორციელდება ტელეფონის ან კავშირის სხვა საშუალებით. დილერი, რომელსაც სურს იყიდოს ან გაყიდოს ვალუტა, უკავშირდება მისთვის ყველაზე სასურველ ბანკს და არკვევს მასთან ვალუტის სპოტ-კურსს. თუ ბანკი თანახმაა იყიდოს ან გაყიდოს, იგი ადასტურებს ამას სიტყვებით „ok“ ან „all agreed“.

სავალუტო გარიგების დამთავრების შემდეგ, ბანკები იძლევიან განკარგულებებს გაყიდული ვალუტის გადარიცხვის და ნაყიდი ვალუტის გამოყენების შესახებ ისე, რომ არ ელოდებიან კონტრაგენტის მხრიდან გარიგების წერილობით დასაბუთებას.

სავალუტო გარიგებებში არსებობს ვალუტის **დაბჰინანების, ანდა სულაც არ გადარიცხვის რისკი**. დროში განსხვავებულობის გამო, ხშირად ბანკი, ისე გადარიცხავს მეორე ბანკში მისგან ნაყიდი ვალუტის ღირებულებას, რომ ჯერ არა აქვს ცნობა ამ ნაყიდი ვალუტის მის ანგარიშზე ჩარიცხვის შესახებ. დრო კი ვალუტის ფასს ცვლის. დღეს ნაყიდი და ხვალ მიღებული ვალუტის ღირებულება ერთი და იგივე არ არის, და თუ ვალუტის კურსი დაეცა, მაშინ, მყიდველი ორმაგად ნაგებული რჩება.

რაც შეეხება **ვადიან სავალუტო** გარიგებებს (მათ რიცხვშია ფორვარდული გარიგებები), ასეთი გარიგების დროს მხარეები თანხმდებიან ვალუტის ყიდვა-გაყიდვაზე მისი მიწოდების გარკვეული დროით გადავადებით. ანგარიშსწორება ასეთი გარიგების დროს ხდება გარიგების მომენტში არსებული კურსით.

ვადიან სავალუტო გარიგებებს ახასიათებს შემდეგი ნიშნები:

1. გარიგების დადების და მისი შესრულების მომენტებს შორის არსებობს დროის **ინტერვალი**. მეორე მსოფლიო ომამდე ვადიანი სავალუტო გარიგებები ითვალისწინებდა ვალუტის მიწოდებას თვის შუა ან ბოლო რიცხვებში („მედო“ და „ულტიმო“ გარიგებები). ამჟამად, იგი შეიძლება განხორციელდეს 1-2 კვირის ვადაშიც და 5 წლიან პერიოდშიც.
2. ვადიანი გარიგების დროს, მართალია, ვალუტა მიწოდება გარკვეული პერიოდის გასვლის შემდეგ და ანგარიშსწორებაც მაშინ ხორციელდება, მაგრამ, ხორციელდება გარიგების **დადების მომენტის კურსით**.

ვადიანი გარიგების ვალუტის კურსი განსხვავდება „სპოტ“ გარიგების კურსისგან. როცა ვადიანი გარიგების ვალუტის კურსი სპოტ-კურსზე დაბალია, იგი იწოდება **დაპორტად, დიბაჟიოდ**, ხოლო როცა მაღალი — **პრემიად** ან **რეპორტად, აჟიოდ**.

მაშასადამე, ვადიანი გარიგების დროს, ვალუტას სპოტ-კურსთან შედარებით ან წანა-მატი აქვს ან ფასდაკლება. ისინი ე. წ. „სპოტის“ განაკვეთებად ითვლებიან.

ვადიანი გარიგების დროს, მხარეები მხოლოდ რეპორტზე ან დეპორტზე თანხმდებიან და იგულისხმება, რომ იგი უნდა მიემატოს (რეპორტი) ან დააკლდეს (დეპორტი) სპოტ-კურსს, ასე ყალიბდება ფორვარდული კურსი.

ასე, მაგალითად, თუ ვიცით, რომ ამერიკული დოლარის საკასო კურსი 3.3316 ლარია, ხოლო დეპორტი 6 თვით — 32, ეს ნიშნავს იმას, რომ დოლარის ფორვარდული კურსი შეადგენს:

$$\frac{3.3316 - 0.0032}{3.3316} = 0.9990$$

ვადიანი ფორვარდული გარიგება შეიძლება განხორციელდეს ორი სახით:

1. **მარტივი** ფორვარდული გარიგება.

2. **სპოტ-გარიგება**.

**მარტივი ფორვარდული** გარიგება არის უბრალო გარიგება, რომლის დროსაც მხარეები თანხმდებიან მხოლოდ განსაზღვრული რაოდენობის ვალუტის მიწოდებაზე გარიგების მომენტის კურსის მიხედვით.

**სპოტ-გარიგება** წარმოადგენს ერთი და იგივე ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის კომბინაციას სხვადასხვა პერიოდებში. სპოტ-გარიგება მსხვილი მასშტაბის გარიგებაა და იგი ხორციელდება ბანკებს შორის. ამ დროს ხდება გარიგებაც და კონტრგარიგებაც.

ვალუტის ვადიანი გარიგებები ხორციელდება სამ შემთხვევაში:

1. როცა მყიდველი მომავალი გადასახდელების თავისუფლად წარმოებისთვის იკეთებს რეზერვს.
2. როცა ვალუტის მყიდველს და გამყიდველს ეშინია მომავალში ვალუტის კურსის ცვლილების: მყიდველს — კურსის ამაღლების, გამყიდველს — კურსის დაცემის.
3. კურსთა სხვაობის გამო სპეკულაციური მოგების მიღების.

პირველი შემთხვევა იწოდება **კონვერსიად**, მეორე — **რისკის დაზღვევად** და მესამე — **სპეკულაციურ ოპერაციად**. ეს სახელწოდებები რამდენადმე პირობითია. თითოეული მათგანი აუცილებლად შეიცავს სპეკულაციურ ელემენტს.

სპეკულაციური ხასიათის გარიგებებიდან უნდა შევჩერდეთ **ვალუტის კურსის თამაშზე**. არსებობენ პირები (ე. წ. „დათვები“), რომლებიც თამაშობენ ვალუტის კურსის დასაცემად და აგრეთვე პირები, რომლებიც თამაშობენ მის ასამაღლებლად (ე. წ. „ხარები“). თუ მომავალში კურსის დაცემაა მოსალოდნელი, მაშინ „დათვები“ ყიდიან ვალუტას მოცემულ მომენტში არსებული ფორვარდული კურსით, იმ პირობით, რომ გარკვეული ვადის შემდეგ მიაწვდიან მყიდველს ამ ვალუტას. „ხარები“ იმედოვნებენ, რომ იმ ვადის დადგომისთვის იყიდიან კურსდაცემულ ვალუტას და იმას მიაწვდიან

მყიდველს, რომელთანაც უფრო მაღალი კურსით ანაგრიშნორების ხელშეკრულება აქვთ დადებული, რაც მათ აუცილებლად მისცემს მოგებას. პირიქით, თუ კურსის აწევას მოსალოდნელი, „ხარები“ შეისყიდვიან ვალუტას და იმ დროის დადგომისას ყიდვიან მას და ისინიც ამ გზით იღებენ მოგებას. ასეთი თამაშები ინვესტორ ბაზრის დეზორგანიზაციას, ვალუტის მოთხოვნა-მიწოდებას შორის ბალანსის დარღვევას. ამის მიუხედავად ისინი არსებობენ.

სპეკულაციური გარიგებები ხშირად სრულდება ვალუტის გარეშე და მოთამაშეები ისე იღებენ დიდძალ მოგებას, რომ ნაყიდი ან გაყიდული ვალუტა თვალთ არ უნახიათ.

ვალუტის ვადიანი გარიგებების გამოყენება სავალუტო რისკების დასაფარავად ფართოდ გავრცელდა 60-70-იან წლებიდან. ამ პერიოდიდან კლიენტებმა დაიწყეს ბანკებთან ვალუტის ვაჭრობის ორი სახის გარიგების დადება:

**1. გარიგება „აუტრაიტი“.**

**2. აგრიგება „ოპციონი“.**

გარიგება „აუტრაიტი“ დროს ხელშეკრულებაში დაფიქსირდება ვალუტის კურსი, თანხა და მიწოდების დღე.

გარიგება „ოპციონის“ დროს დაფიქსირდება მხოლოდ კურსი და თანხა.

ოპციონი ლათინური წარმოშობის სიტყვაა და ნიშნავს არჩევას. ვალუტის ყიდვა-გაყიდვაზე ოპციონის შეთანხმების არსი იმაშია, რომ ერთ-ერთს ეძლევა გარკვეული რაოდენობის ვალუტის ყიდვის (გაყიდვის) არჩევანის უფლება იმ კურსით, რომელიც დაფიქსირდა გარიგების დადებისას, გარიგების მთელი ვადის პერიოდში რომელიმე ერთ ნებისმიერ დღეს (ამერიკული ოპციონი), ან თვეში ერთ რომელიმე დღეს (ევროპული ოპციონი).

ვალუტით ოპციონურ ვაჭრობას აწარმოებს ჩიკაგოს ოპციონების ბირჟა, ამსტერდამის ოპციონების ბირჟა, ვენის ვადიანი ოპციონების ბირჟა.

ოპციონური ვაჭრობისგან განსხვავებულია ვალუტის ფიუჩერსული გარიგება. ეს არის შეთანხმება, რომელიც ავალდებულებს გარკვეულ ვადაში, გარკვეული რაოდენობით და განსაზღვრული კურსით ვალუტის ყიდვას და გაყიდვას. ოპციონისგან განსხვავებით, რომელშიც არჩევანის უფლება აქვს მიცემული ერთ-ერთ მხარეს, ფიუჩერსული გარიგებისას წარმოიშვება ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის ვალდებულება.

სავალუტო ფიუჩერსებს ისტორიულად წინ უძღოდა სასაქონლო ფიუჩერსები. ამჟამად, ფიუჩერსულ ვაჭრობას ეწევიან ჩიკაგოს, ლონდონის, სინგაპურის, ნიუ-იორკის, ციურიხის და პარიზის ბირჟები.

ვინ არის მოგებული ფიუჩერსული ვაჭრობის დროს? მოგებულია ის, ვინც სწორად გააკეთა ვალუტის კურსის პროგნოზი.

ფიურერსებით ვაჭრობას ახორციელებენ კლირინგული (საანაგრიშნორებო) პალატები. გარიგების დადებისას ვალუტის მყიდველიც და გამყიდველიც ვალდებული არიან ამ პალატაში სპეციალურ ანგარიშზე შეიტანონ კონტრაქტის ნომინალური ღირებულების 0.04-6%-მდე თანხა.

ფიურერსული გარიგების დროს გამყიდველი იღებს ვალდებულებას გაყიდოს, ხოლო მყიდველი — იყიდოს გარკვეული რაოდენობის ვალუტა გარკვეულ ფასად. კლირინგულ პალატაში მათ მიერ შეტანილი 0.04-6%-მდე თანხა, წარმოადგენს გარანტირებულ დეპოზიტს იმ შემთხვევისთვის, თუ მათ არ შეასრულეს აღებული ვალდებულებები.

მაშასადამე, ფიურერსული გარიგების მონაწილენი ამ გარიგების დადებით ხსნიან თავის სავალუტო პოზიციას. თითოეული მონაწილის ღია პოზიციების რაოდენობა ტოლია მათ მიერ გაყიდული და ნაყიდი კონტრაქტების რიცხვებს შორის სხვაობისა. კონტრგარიგებების შემთხვევაში პოზიციები იხურება.

ფიურერსული სავალუტო გარიგების ეფექტიანობა ისაზღვრება მოგების მარჟით. იგი იანგარიშება:

$$M = PK(C - C_i)$$

$P$  — არის რეპორტი და დეპორტი. იგი შეადგენს გაყიდვისას ერთ ერთეულს.

( $P = 1$ ), ყიდვისას მინუს ერთ ერთეულს ( $-1$ ):

$K$  — კონტრაქტების რაოდენობა.

$C$  — ვალუტის კურსი გაყიდვის დღეს.

$C_i$  — ვალუტის კურსი გარიგების შესრულებისას (აღსრულების) დღეს.

თუ  $C > C_i$ -ზე, მაშინ, ვალუტის გამყიდველი მოგებულა, ხოლო თუ პირიქით ( $C < C_i$ )-ზე, მაშინ — წაგებული.

სავალუტო ოპერაციების სპეკულანტურ გამოყენებასთან კავშირში დიდ როლს თამაშობს სავალუტო არბიტრაჟი. მოცემულ თემაში, არბიტრაჟს მის იურიდიულ განმარტებასთან შედარებით განსხვავებული შინაარსი აქვს. სავალუტო არბიტრაჟი არის სავალუტო ოპერაცია, რომელიც გულისხმობს ვალუტის გაყიდვას (ან ყიდვას), შემდგომ პერიოდში კონტრგარიგების შესრულებით.

სავალუტო არბიტრაჟის მიზანი არის ვალუტის იაფად ყიდვა და ძვირად გაყიდვა. არსებობს მარტივი და რთული სავალუტო არბიტრაჟი. პირველი ხორციელდება ორი სახის ვალუტის გაცვლით, მეორე — სამი და მეტი სახის ვალუტის გაცვლით. სავალუტო არბიტრაჟში მონაწილე არის არბიტრაჟორი ანუ დილერი.

## **სავალუტო ბაზრის რეგულირება და ინტერვენციები სავალუტო ბაზარზე.**

საერთოდ ბირჟები მკაცრი სახელმწიფო კონტროლისა და რეგულირების ობიექტები არიან. იგივე ეხება სავალუტო ბირჟებსაც.

სავალუტო ბირჟის დასარეგულირებლად ქვეყნების ცენტრალური ბანკები ახორციელებენ ოპერაციებს, რომლებსაც **ინტერვენციები** ეწოდებათ. არსებობს **სტერილიზაციური** და **არასტერილიზაციური ინტერვენცია**. სტერილიზაციური ინტერვენციის განხორციელებით ფულადი ბაზა და ფულის მიწოდება უცვლელი რჩება. სტერილიზაციური ინტერვენცია არ ახდენს ზემოქმედებას სავალუტო კურსზე „ცენტრალური ბანკის მიერ ეროვნული ვალუტის სტერილიზაციულ შექმნას არ შეუძლია გამოიწვიოს სავალუტო კურსის ზრდა, რადგანაც, ქვეყნის შიგნით ფულის მიწოდების და საპროცენტო განაკვეთების უცვლელობის პირობებში გაცვლითი კურსის ნებისმიერი ზრდა იმის მაჩვენებელი იქნება, რომ დეპოზიტთა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა უცხოურ ვალუტაში უფრო მაღალი იქნება, ვიდრე ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა. იგულისხმება, რომ დეპოზიტთა ორივე ტიპი აბსოლუტურ სუბსისტემებს (თანაბრად მიმზიდველებს) წარმოადგენს, რაც ნიშნავს, რომ არავინ მოისურვებს ფულის ისეთ დეპოზიტებზე განთავსებას, რომლებიც დენომინირებულია ვალუტაში. ამრიგად, როცა ორივე სახის დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ერთნაირია, გაცვლითი კურსი ისევ თავის თავდაპირველ მნიშვნელობამდე დაეცემა“.<sup>1</sup> როცა ცენტრალური ბანკი ატარებს ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციებს ფულის ბაზარზე ზემოქმედების, ე. ი. ბაზრის შეცვლის მიზნით, იგი იწოდება **არასტერილურ ინტერვენციად**. როცა ცენტრალურ ბანკს სურს ეროვნული ვალუტის ღირებულების შემცირება, მან სავალუტო ბაზარზე უნდა გაყიდოს ეროვნული ვალუტა და სანაცვლოდ იყიდოს უცხოური აქტივები.<sup>2</sup> არასტერილიზაციური ინტერვენციის მეორე შემთხვევაა, როცა ბანკი ახდენს უცხოური ვალუტის გაყიდვის გზით ეროვნული ვალუტის შესყიდვას. ეს პროცესი სანინალმდეგო შედეგს იძლევა, ე. ი. იზრდება ლარის მოსალოდნელი კურსი და მცირდება დაბანდებათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა უცხოურ აქტივებში.

**ვალუტის ბაზარი საქართველოში.** ისე როგორც ყველა ქვეყანას, საქართველოსაც აქვს ვალუტის შიდა ბაზარი. მისი მონაწილეები არიან:<sup>3</sup> ეროვნული ბანკი, კომერციული ბანკები და ვალუტის გადამცვლელი პუნქტები. ასე რომ, თუ საზღვარგარეთის განვითარებულ სავალუტო ბაზრებზე შეიმჩნევა სხვა — არასაბანკო ინსტიტუტების მონაწილეობის მაღალი დონე, საქართველოში ასე არ არის, ამის მიზეზი საქართველოს

<sup>1</sup> **ბახტაძე ლ.** ფინანსური ბაზარი. თბ., 2007, გვ. 205-206.

<sup>2</sup> **ბახტაძე ლ.** სავალუტო ფინანსური ბაზრები, თბ., „ვერჯე“, 2007, გვ. 204.

<sup>3</sup> **კაკულია მ.** სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში, თბ., 2001, გვ. 29-30.

სავალუტო ბაზრის განუვითარებლობა. საქართველოს სავალუტო ბაზარს საფუძველი ჩაეყარა 1993 წლიდან თბილისის ბანკთაშორის ბირჟის ჩამოყალიბებით. ამ დროს გამოვიდა საქართველოს ეროვნული ბანკის კუპონი და 1993 წლის 7 აგვისტოს მოცემულ ბირჟაზე შედგა პირველი სავაჭრო სესია, სადაც 1 აშშ დოლარი 5690 კუპონს შეადგენდა.

საქართველოს ვალუტის შიდა ბაზარზე წლების განმავლობაში ვალუტის უმსხვილესი მიმწოდებელი იყო ეროვნული ბანკი. ამ თვალსაზრისით იგი არის ამ ბაზრის „შემქმნელი“. უკანასკნელ პერიოდში უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნას კომერციული ბანკებიც აკმაყოფილებენ, მაგრამ ვალუტის ქარბი მიწოდების შემთხვევაში, მყიდველის როლში გამოდის ეროვნული ბანკი. რადგან საქართველოს შიდა სავალუტო ბაზრის ლიკვიდობა მაინც დაბალია, მათ არ ძალუძთ უცხოური ვალუტის მსხვილი ნაკადების მთლიანი შესყიდვა და ამიტომ ეროვნული ბანკი ინარჩუნებს მისი ლიკვიდობის გარანტორის როლს, რაც იძულებელს ხდის მას გარკვეული ზომით მაინც იტვირთოს ბაზრის შემქმნელის ფუნქცია.<sup>1</sup>

ამჟამად საქართველოს სავალუტო ბაზრის ყველაზე აქტიური მონაწილეები არიან კომერციული ბანკები. მათ ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის უფლება საბანკო ლიცენზიის მიღებისას ეძლევათ. თუმცა, როგორც საქართველოს ეროვნული ბანკის ოპერატიული მონაცემებიდან ირკვევა, საქართველოს კომერციული ბანკების საერთო რაოდენობიდან ამ ოპერაციებს მხოლოდ 15 კომერციული ბანკი ასრულებს აქტიურად. ყველა დანარჩენი ბანკი მხოლოდ საკუთარ კლიენტურას აკმაყოფილებს ვალუტით და ბითუმად მას არ ყიდის. 2004 წლის 1 სექტემბრის მდგომარეობით თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟაზე გარიგებათა საერთო მოცულობაში საბირჟო ვაჭრობაში მონაწილე 18 ბანკიდან 64% უკავიათ აქტიურ ბანკებს, 26% ეროვნულ ბანკს და 10% პასიურ ბანკებს (9 ბანკი).<sup>2</sup>

საერთოდ, უნდა აღვნიშნოთ, რომ მართალია საქართველოს სავალუტო ბაზარზე ეროვნულ ბანკს რამდენადმე ჩაენაცვლენ კომერციული ბანკები, მაგრამ მათ ჯერ კიდევ არა აქვთ ის დონე, რაც გააჩნიათ ბაზრის მათ ანალოგიურ აგენტებს საზღვარგარეთ — არა აქვთ სათანადოდ აღჭურვილი და მეტ-ნაკლებად კვალიფიცირებული დილერებით დაკომპლექტებული სადილინგო ოთახები, რომელთაც უშუალოდ ევალებათ საკურსო კოტირების განსაზღვრა სხვა ბანკებისთვის და მათთან დილინგის წარმართვა, მცირეა მათ მიერ შესრულებული სავალუტო გარიგებების მოცულობა და ა. შ.

საქართველოს სავალუტო ბაზარი მოიცავს:

- ❖ საბირჟო ბაზარს;
- ❖ დილინგურ ბაზარს.

<sup>1</sup> *კაკულია მ.* სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში, თბ., 2001, გვ. 31.

<sup>2</sup> *ქოქიაური ლ.* საბანკო საქმიანობის საფუძველები, ტ. II, 2005, გვ. 124.

საბირჟო ბაზარში იგულისხმება თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟის სავაჭრო მოედანზე დადებული გარიგებები დილინგურ ბაზარში შედის ბირჟის გარეშე, კომერციულ ბანკებს შორის პირდაპირ განხორციელებული საკონვერსიო ოპერაციები.

თბილისის სავალუტო ბირჟა თავისთავად არ არის ბაზრის სუბიექტი. იგი მხოლოდ ის ადგილია, სადაც ცენტრალური და კომერციული ბანკები ახორციელებენ ვალუტის შედარებით დიდი პარტიებით უნაღდო ვაჭრობას.

თბილისის ბანკთაშორის ბირჟაზე ვალუტით ვაჭრობა მიმდინარეობს ღია ფიქსინგის წესით და წარმოადგენს ერთ უწყვეტ სავაჭრო სესიას.

ვაჭრობის გახსნის მომენტში მაკლერი ვალუტის ყიდვის და გაყიდვის მსურველებს სთავაზობს სანყის კურსს. ვაჭრობაში მონაწილე ბანკები მაკლერის მეშვეობით აფიქსირებენ თავიანთ სანყის მოთხოვნას და მიწოდებას ვალუტაზე, რაც იწვევს ვალუტის კურსის მოძრაობას (დიდება მოთხოვნა — კურსიც იზრდება, მცირდება მოთხოვნა — კურსიც მცირდება). განაცხადების გაკეთება ვალუტის ყიდვასა და გაყიდვაზე გრძელდება მანამ, სანამ მოთხოვნა და მიწოდება არ განონასწორდება და არ ჩამოყალიბდება საბოლოო კურსი. ვაჭრობის ეს მექანიზმი საკმაოდ გამჭვირვალეა. თუმცა, უნდა აღვნიშნოთ, რომ 2001 წლამდე, ანუ მანამ, სანამ ვალუტით საბირჟო ვაჭრობა საქართველოში გადავიდოდა ელექტრონულ სანყისებზე, მაინც რაღაცა ზომით არსებობდა სუბიექტივიზმი და არაობიექტურობა. ამ სიახლის დანერგვამ ეს მთლიანად მოსპო. ეხლა ბანკების წარმომადგენელი დილერები თავისი სამუშაო ოფისებიდან გაუსვლელად, კომპიუტერების მეშვეობით ახორციელებენ ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციებს, მის ტექნიკურ მხარეს კი უზრუნველყოფს ბირჟის ადმინისტრაცია.

საქართველოს ბანკთაშორისი საბირჟო ბაზარი შიდა სავალუტო ბაზრის ყველაზე ლიკვიდურ სეგმენტს წარმოადგენს. მხოლოდ აქ შეიძლება უცხოური ვალუტის დიდი პარტიის ყიდვა ან გაყიდვა. ამის მიუხედავად ბანკთაშორისი საბირჟო მოედანი არ წარმოადგენს საქართველოს სავალუტო ბაზრის ყველაზე დიდ სეგმენტს. მისი წილი ბაზარში 10-20%-ია. სიდიდით მას ჩამორჩება სადილინგო ბაზარი. მისი ხვედრითი წილი ბაზარში 2-4%-ია.

სადილინგო ბაზრის უპირატესობებია:<sup>1</sup>

1. გარიგების მონაწილეებიდან საკონვერსიო ოპერაციები არ საჭიროებს საკომისიო გასამრჯელოს.
2. ოპერაციის ტექნიკა ნაკლებად სტანდარტიზებულია, რაც მას ერთგვარ მოქნილობას ანიჭებს.
3. პირდაპირი ბანკთაშორისი ბაზარი მთელი დღის მანძილზე ფუნქციონირებს და ერთობ ოპერატიულია.

<sup>1</sup> *კაკულია მ. სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში, თბ., 2001, გვ. 35.*

4. შიდა სავალუტო ბაზრის ამ სეგმენტზე შეიძლება როგორც ნაღდი, ასევე, უნაღდო ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა, რაც ხსნის განაღდების პრობლემასაც.

ყოველივე ამის მიუხედავად, საქართველოში ბანკების სადილინგო აქტიურობამ იკლო (ასეთ დროს სადილინგო ოპერაციების ხვედრითი წილი საკონვერსიო გარიგებათა საერთო მოცულობაში ევროპაში 80%-ია, ყაზახეთში — 65%, მოლდოვეთში — 98%). სპეციალისტების აზრით, ამის მიზეზი იყო მცურავ გაცვლით კურსზე გადასვლა, რის შედეგადაც ბანკთაშორისი საბირჟო ბაზარი უფრო მეტად დაექვემდებარა საბაზრო ძალების ზემოქმედებას და მისი საშუალებით ოპერირება უფრო მიმზიდველი გახდა კომერციული ბანკებისთვის. ამ მიმართულებით იმუშავა საბირჟო ვაჭრობის ელექტონულ სანყისებზე გადასვლამაც.

საქართველოს შიდა სავალუტო ბაზრის უდიდეს სეგმენტს წარმოადგენს შიდა საბანკო სავალუტო ბაზარი. მას პრაქტიკოსები კლიენტურ სავალუტო ბაზარს უწოდებენ. იგი მოიცავს გარიგებებს კომერციულ ბანკებსა და მათ კლიენტებს შორის. საბირჟო და სადილინგო სეგმენტებთან შედარებით მისი ხვედრითი წილი ბევრად მაღალია — 60-70%. ეს ბაზარი უშუალოდ არის დაკავშირებული ქვეყნის საგადამხდელი ბალანსის მიმდინარე ანგარიშის საჭიროებებთან. აქ ყალიბდება უცხოური ვალუტის მოთხოვნა-მიწოდების ცვლილების ტენდენციები, რომელიც შემდეგ ბანკთაშორისი სავალუტო ბაზარს გადაეცემა. აქედან არის გამომდინარე, რომ საქართველოს შიდა საბანკო ბაზარი უფრო მგრძობიარეა მსოფლიო სასაქონლო და ფინანსური ბაზრების კონიუნქტურის მიმართ, ვიდრე ბანკთაშორისი ბაზარი.

საქართველოს სავალუტო ბაზარზე განხორციელებული ოპერაციები თითქმის მთლიანად საკასო ოპერაციებია („სპოტი“). ეს ნიშნავს მყიდველსა და გამყიდველს შორის ანგარიშსწორებას მეორე საბანკო დღის ან ორი საბანკო დღის განმავლობაში. ძალზე იშვიათია ფორვარდული და ფიუჩერსული გარიგებები. ამას იწვევს არასტაბილური გარემო ქვეყანაში და მომავლის გაურკვეველობა. ასეთ დროს მსოფლიოში სულ უფრო იზრდება ფორვარდული და ფიუჩერსული გარიგებების წილი და მცირდება საკასო (70%-დან შემცირდა 44%-მდე).<sup>1</sup>

საქართველოში მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ ვალუტის გადამცვლელი პუნქტები. ჯერ ერთი ისინი აწარმოებენ ვალუტის საცალო გაყიდვასაც და შედარებით მსხვილი პარტიობით ბითუმ გარიგებებსაც. ბაზრის ამ სეგმენტს ბანკოტური სეგმენტი ეწოდება. იგი ნაკლებად ორგანიზებული სეგმენტია, მათმა მეპატრონეებმა ხშირად არაფერი იციან საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკაზე. საქართველოს სავალუტო ბაზრის ბანკოტური სეგმენტი ნაკლებად კონტროლირებადია და ჩრდილოვანი ეკონომიკის ერთ-ერთ ხელშემწყობ ფაქტორად გვევლინება. ქვეყანაში

<sup>1</sup> *Федоров Б. Г. Современные валютно-кредитные рынки, «Финансы и статистика», М., 1999, გვ. 13.*

გატარებული არაერთი აღმკვეთი ღონისძიების მიუხედავად, ფიზიკური პირები კვლავ ახერხებენ ბანკების გვერდის ავლით კანონგარეშე საბითუმო სავალუტო გარიგებებს, რის გამოც, ბაზარი აღურიცხავი ეკონომიკის მთავარ სასიცოცხლო არტერიად წარმოგვიდგება. ვალუტის გადამცვლელ პუნქტებში ძირითადად, საქართველოს სასაქონლო ბაზრებზე კონტრაბანდული გზით შემოტანილი საქონლის რეალიზაციიდან ამონაგები თანხები მიმოიქცევა.<sup>1</sup>

საქართველოს შიდა სავალუტო ბაზარი თითქმის მთლიანად დოლარიზებულია. აშშ დოლარი დომინირებს ბანკნოტურ ბაზარზეც, თუმცა, მას აქვს რუბლის, მარკის და გირვანქა სტერლინგის სეგმენტებიც.

**ვალუტის ბაზრის რეგულირება საქართველოში.** თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟაზე ვაჭრობა რეგულირდება „თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟის მიერ ორგანიზებული ვალუტით ელექტრონული ვაჭრობის წესებით“. ამ წესების მიხედვით, ვაჭრობაში მონაწილეობის მიღება შეუძლია ნებისმიერ ბანკს, რომელიც არის თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟის ვაჭრობის სექციის წევრი. ვალუტის ყიდვა-გაყიდვაზე განცხადების მიღება იწყება ყოველ სამუშაოს დღის 10 საათსა და 30 წუთიდან და მთავრდება 11 საათსა და 15 წუთზე, ელექტრონული ვაჭრობა კი — 11 საათსა და 30 წუთზე. ამ პერიოდში მოთხოვნა-მიწოდების საფუძველზე ყალიბდება ლარის კურსი აშშ დოლარის მიმართ. ბირჟაზე დაფიქსირებული აშშ დოლარის გაცვლით კურსს ლარის მიმართ ეროვნული ბანკი კროსკურსულად გადაიანგარიშებს სხვა ვალუტების მიმართ საერთაშორისო სავალუტო ბაზრებზე დაფიქსირებული აშშ დოლარის კურსთან მიმართებაში. აღნიშნულის საფუძველზე, საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი შესაბამისი ბრძანებით ადგენს უცხოური ვალუტების მიმართ ლარის ოფიციალურ გაცვლით კურსებს. გაცვლითი კურსების შესახებ ინფორმაცია ქვეყნდება როგორც ადგილობრივ საინფორმაციო საშუალებებში, ასევე, „როიტერის“ და „ბლუმბერგის“ საერთაშორისო ელექტრონულ საინფორმაციო საშუალებებში. ეს სისტემები დამონტაჟებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის სავალუტო სამმართველოს საერთაშორისო რეზერვების მართვისა და სადღილინგო ოპერაციების განყოფილებაში.

### VI.3. ვალუტის კურსი და მასზე მომხმადი ფაქტორები

სავალუტო ბირჟებზე ხდება ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა. ბირჟაზე ვალუტის ფასს, რომელსაც საზღვრავს ვალუტის მოთხოვნა და მიწოდება, ვალუტის კურსი ეწოდება.

ვალუტის კურსის დადგენას კოტირება ეწოდება. ისტორიულად უცხოური ვალუტის ეროვნულიდან კოტირების ორი მეთოდია ცნობილი. ესენია: **პირდაპირი** და **არაპირ-**

<sup>1</sup> *ქოქიაური ლ. საბანკო საქმიანობის საფუძვლები, ტ. II, 2005, გვ. 120.*

**დაპირი** მეთოდები. უფრო მეტად გავრცელებულია **პირდაპირი კოტირების მეთოდი**. ამ დროს საბაზო ვალუტის ერთეული (უცხოური ვალუტის ერთეული) გამოიხატება დასაკოტირებელი ვალუტის (ეროვნული ვალუტა) ერთეულში. **არაპირდაპირი კოტირების** დროს ერთეულად მიღებულია ეროვნული ვალუტა, რომლის კურსი გამოიხატება უცხოურ ფულად ერთეულებში (მაგალითად, არაპირდაპირი კოტირებით 1 ლარი უდრის 0.58 დოლარს, პირდაპირი მეთოდით კი  $1\$ = 3.3$  ლარს). არაპირდაპირი კოტირება ძირითადად გამოყენებულია დიდ ბრიტანეთში, 1978 წლიდან იგი შემოიღეს აშშ-იც, არა ყველა, არამედ, ზოგიერთი ვალუტისთვის (მაგალითად, გერმანული მარკებისთვის, ფრანგული ფრანკებისთვის, იტალიური ლირებისთვის და ა. შ.).

კოტირების მეთოდებს ეკონომიკური განსხვავებულობა არ გააჩნიათ. ორივე შემთხვევაში ვალუტის კურსი ერთი და იგივეა.

სავაჭრო-სამრეწველო კლიენტურისთვის ვალუტების კოტირება ეფუძნება კროს-კურსს. იგი წარმოადგენს ორ ვალუტას (უცხოური) შორის თანაფარდობას, რომელიც გამომდინარეობს მესამე სახის ვალუტასთან, როგორც წესი, დოლართან, მათი შეფარდებიდან.

მაგალითად, თუ ციურისში 1.33 შვეიცარული ფრანკი 1 დოლარის ტოლია, 1 დოლარი კი ტოლია 1.75 გერმანული მარკის, მაშინ, ამ კროს-კურსების გამოყენებით ადვილად ვიგებთ 1 გერმანული მარკის კურსს შვეიცარულ ფრანკებში. იგი უდრის:

$$\frac{1.33 \cdot 1}{1.75 \cdot 1} = 0.76$$

1999 წლიდან ევროპის ქვეყნები გადავიდნენ ევროს გამოყენებაზე. ევროპის ცენტრალურმა ბანკმა დააფიქსირა კურსი 1 დოლარი = 1.17 ევროს. შემოვიდა ევროს კოტირება, ხოლო ევროს კურსის განსაზღვრა სხვა ვალუტების მიმართ დაიწყო დოლართან მისი კროს-კურსის მეშვეობით.

ერთი და იგივე ვალუტის კროს-კურსები სხვადასხვა ქალაქში სხვადასხვანაირია. ეს დამოკიდებულია გამოყენებულ ინფორმაციაზე.

სავალუტო კურსები განსხვავდება ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის მიხედვით. არსებობს ვალუტის **მყიდველის კურსი** და ვალუტის **გამყიდველის კურსი**. სავალუტო ბაზრის სუბიექტი ბანკი, რომელიც ახდენს ვალუტის კოტირებას, ყოველთვის ცდილობს დადოს მის ყიდვა-გაყიდვაზე გარიგება მისთვის სასურველი კურსით. ამიტომ ისინი უცხოურ ვალუტას ყიდიან ძვირად (გამყიდველის კურსი ანუ გასაყიდი კურსი) და ყიდულობენ იაფად (მყიდველის კურსი ანუ ყიდვის კურსი).

მაგალითად, ნიუ-იორკის ბანკი ლონდონის ბანკზე ყიდის სტერლინგებს კურსით 1 ფუნტი სტერლინგი = 1.6730 დოლარი. პირველი გამყიდველის ფასია, მეორე მყიდველი ფასი.

გამყიდველისა და მყიდველის კურსებს შორის სხვაობა, არის მოგების მარჟა. სავალუტო ოპერაციებით მსხვილი ბანკები დიდ მოგებას ნახულობენ, თუ წარმოვიდგინოთ, რომ მათი თითოეული გარიგებების მოცულობა არასოდეს არ არის 5-10 მლნ დოლარზე ნაკლები. მაგრამ სავალუტო ბირჟაზე ისეთი დიდია მსხვილი ბანკების კონკურენცია ვალუტის ყიდვა-გაყიდვაში, რომ ისინი იძულებული არიან შეამცირონ მარჟა.

უმრავლეს სავალუტო ბაზრებზე გამოიყენება კოტირების ისეთი პროცედურა, რომელსაც „ფიკსინგი“ ეწოდება. მისი არსი იმაშია, რომ ბაზარი თითოეული სახის ვალუტის მიწოდება-მოთხოვნის მიხედვით საზღვრავს და არეგისტრირებს ბანკთაშორის კურსს და მის საფუძველზე ადგენს გამყიდველის და მყიდველის კურსს. შემდეგ, ამ მონაცემებს აქვეყნებს ოფიციალურ ბიულეტენებში.

ერთი ვალუტის სხვა ვალუტაზე გაცვლას ეწოდება **კონვერსია (კონვერტირება)**. ფართო გაგებით კონვერტირება ნიშნავს ნებისმიერი ფინანსური აქტივის თავისუფალ გაცვლას.

**ვალუტის კონვერტირება (Currency Convertibility)** — ეს არის რეზიდენტების და არარეზიდენტების უნარი ყოველგვარი შეზღუდვის გარეშე გაცვალონ ეროვნული ვალუტა უცხოურ ვალუტაზე და გამოიყენონ იგი სხვადასხვა რეალურ და ფინანსურ გარიგებებში.

ვალუტა ითვლება არაკონვერტირებად, თუ რეზიდენტებს არა აქვთ უფლება ეროვნული ვალუტა გაცვალონ უცხოურზე და გამოიყენონ იგი არარეზიდენტებთან გარიგებებში. ამასთანავე, უნდა აღინიშნოს, რომ აბსოლუტურად არაკონვერტირებადი ვალუტა არ არსებობს. ამა თუ იმ ზომით ვალუტის გაცვლა ქვეყანაში ხორციელდება.

პრაქტიკაში ხშირად გვხვდება **სავალუტო პარიტეტის** კატეგორია, რომელიც არის ორ ვალუტას შორის თანაფარდობა დადგენილი კანონმდებლობის საფუძველზე.

ვალუტის ფასი, ანუ სავალუტო კურსი იზომება დროში. იმის და მიხედვით, როდის შესრულდება გარიგება, სავალუტო კურსი იყოფა **სპოტ-კურსად**, როდესაც გარიგება ხორციელდება 2 სამუშაო დღის განმავლობაში კონტრაქტის დადებიდან, და **ფორვარდულად**, როდესაც გარიგების შესრულების ვადა აღემატება 2 სამუშაო დღეს. ვალუტის სპოტ-კურსი (Stop-Exchange) — არის გარიგების დადების დროს არსებული კურსი იმ პირობით, რომ ვალუტების გაცვლას ადგილი ექნება გარიგებიდან მეორე დღეს. სპოტ-კურსი გვიჩვენებს როგორ ფასდება ეროვნული ვალუტა მოცემული ქვეყნის საზღვრებს მიღმა ოპერაციის განხორციელების მომენტში.

ფორვარდული სავალუტო კურსი (Forward Exchange Rate) — არის კურსი, რომლითაც ვალუტები იცვლება მოცემულ მომენტში იმ კურსით, რომელიც ჩამოყალიბდება გარიგების ხელმოწერიდან 2 დღის შემდეგ. თუ სპოტ-კურსი წარმოადგენს ვალუტის ფასს დროის მიმდინარე მომენტისათვის, ფორვარდ-კურსი წარმოადგენს იმის მაჩვენებელს

ნებელს, რა ღირებულება ექნება ვალუტას დროის განსაზღვრული პერიოდის შემდეგ, ჩვეულებრივ, სტანდარტული კონტრაქტებისათვის ამ პერიოდს წარმოადგენს 1, 3, 6, 12 თვე.

სავალუტო ფონდის 1982 წლის კლასიფიკაციით მსოფლიოს ქვეყნების ვალუტები მათი კურსების თავისუფლების ხარისხის მიხედვით იყოფა ვალუტებად:

- ❖ ფიქსირებული კურსით;
- ❖ შეზღუდული მოქნილი კურსით;
- ❖ მცურავი კურსით.

**ფიქსირებული სავალუტო კურსი** არის ოფიციალურად დადგენილი თანაფარდობა ეროვნულ ვალუტებს შორის, რომელიც უშვებს დროებით გადახრას მისგან ერთ ან მეორე მხარეს არაუმეტეს 2,25%-ისა.

**შეზღუდული მოქნილი სავალუტო კურსი** არის ოფიციალურად დადგენილი თანაფარდობა ეროვნულ ვალუტებს შორის, რომელიც უშვებს მცირე გადახრებს ვალუტის კურსის დადგენილი წესის შესაბამისად.

**მცურავი სავალუტო კურსი** ნიშნავს სავალუტო კურსის თავისუფალ ცვლილებას მიწოდებისა და მოთხოვნის ზემოქმედებით, რომელზედაც სახელმწიფოს შეუძლია გარკვეულ პირობებში მოახდინოს ზემოქმედება სავალუტო ინტერვენციის გზით.

ჩვეულებრივ მცურავს უწოდებენ სავალუტო კურსს, რომელიც შეიძლება შეიცვალოს ნებისმიერ საზღვრებში, ამასთან, ეს საზღვრები კანონით არ დგინდება.

სავალუტო კურსის გაანგარიშებისას გამოიყენება სხვადასხვა მიდგომა. ამასთან, ცდილობენ განსაზღვრონ მაკროეკონომიკური ცვლილებების მოძრაობა, რომლებიც არ წარმოადგენენ სავალუტო კურსის ელემენტებს, მაგრამ მასზე ახდენენ გავლენას.

**ნომინალური სავალუტო კურსი** არის კურსი ორ ვალუტას შორის, ეროვნული ვალუტის ერთეულის ფასი, გამომხატული უცხოური ვალუტის ერთეულებში.

$$E_n = \frac{G_f}{D_d}$$

სადაც:

$E_n$  — ნომინალური სავალუტო კურსი.

$G_f$  — უცხოური ვალუტა.

$D_d$  — ეროვნული ვალუტა.

ნომინალური სავალუტო კურსის განსაზღვრა ემთხვევა თვით სავალუტო კურსის ზოგად განსაზღვრას.

**რეალური სავალუტო კურსი** არის ნომინალური სავალუტო კურსი გადაანგარიშებული საკუთარი ქვეყნისა და იმ ქვეყნის ფასების დონის ცვლილების შესაბამისად, რომლის მიმართაც ხდება ეროვნული ვალუტის კოტირება.

$$E_r = E_n \frac{P_f}{P_d}$$

სადაც:

$E_n$  — არის რეალური სავალუტო კურსი.

$P_f$  — უცხოური ქვეყნის ფასების ინდექსი.

$P_d$  — საკუთარი ქვეყნის ფასების ინდექსი.

სავალუტო კურსზე გავლენას ახდენს უამრავი ფაქტორი, რომელთა შორის განსაკუთრებით უნდა აღინიშნოს შემდეგი:

- ❖ **სავაჭრო ბალანსი.** სავაჭრო ბალანსის დეფიციტის პირობებში (როცა იმპორტის მოცულობა მეტია ექსპორტთან შედარებით) ეროვნული ვალუტა იწყებს დასუსტებას.
- ❖ **საპროცენტო განაკვეთები.** მოცემული ვალუტის მაღალი საპროცენტო განაკვეთები, მას როგორც ინვესტირების ინსტრუმენტს, უფრო მიმზიდველს ხდის და, შესაბამისად, საერთაშორისო სავალუტო ბაზარზე მასზე მოთხოვნა იზრდება და მისი კურსი მატულობს.
- ❖ **მთლიანი შიდა პროდუქტი.** რაც სწრაფად იზრდება მთლიანი შიდა პროდუქტი, მით მტკიცეა ეროვნული ვალუტა. რაც მეტი მოცულობით ინარმოება იგი, მით უფრო კარგი მდგომარეობაა ეკონომიკაში.
- ❖ **ინფლაცია.** ინფლაციის გავლენა სავალუტო კურსზე მკაფიოდაა გამოხატული. რამდენადაც ინფლაცია ცვლის ფასების თანაფარდობას.
- ❖ **ცენტრალური ბანკების მოქმედება.** ცენტრალურ ბანკს გააჩნია მთელი რიგი ინსტრუმენტები, რომელთა დახმარებით მას შეუძლია მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინოს სავალუტო კურსზე. ამ ინსტრუმენტებს ცენტრალური ბანკები იყენებენ მათი ფინანსური პოლიტიკიდან გამომდინარე.
- ❖ **ფულადი მასის სიდიდე.** მიმოქცევაში არსებული ფულის რაოდენობა არის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორი, რომლითაც ხდება სავალუტო კურსის ფორმირება. ერთი ვალუტის სიჭარბე ქმნის მის გაზრდილ მიწოდებას საერთაშორისო სავალუტო ბაზარზე და იწვევს მისი კურსის შემცირებას სხვა ვალუტებთან მიმართებაში. ვალუტის დეფიციტი კი, როდესაც მასზე მოთხოვნა არსებობს, იწვევს მისი კურსის ზრდას.

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. რა წარმოადგენს ვალუტის ბაზარზე საბირჟო საქონელს?
2. რამდენი და რომელი სახის სავალუტო ბირჟებს იცნობთ?
3. ახსენით ღია და დახურული სავალუტო პოზიციების არსი.
4. ახსენით საკასო ანუ „სპოტ“ გარიგების და ვადიანი გარიგების არსი.
5. რა ნიშნები ახასიათებს ვადიან გარიგებას?
6. როგორი გარიგებებია „აუტრაიტი“ და „ოპციონი“?
7. ახსენით სტერილური და არასტერილური ინტერვენციების შინაარსი.
8. რას ეწოდება ვალუტის კურსი? ვალუტის კონვერტირება?
9. რას ეწოდება ფიქსირებული, ნომინალური, მცურავი კურსი.
10. ჩამოთვალეთ ვალუტის კურსზე მოქმედი ფაქტორები.

## თავი VII. სასესო კაპიტალის ბაზარი

### VII.1. კრედიტი, როგორც განსაკუთრებული „საბირჟო საქონელი“

ცნება „კრედიტი“ მომდინარეობს ლათინური სიტყვიდან „“, რაც „სესხს, ვალს“ ნიშნავს. ამასთან, ეკონომისტების ნაწილი მის წარმოშობას უკავშირებს ტერმინს „Credium“, ანუ „Credo“. შესაბამისად, კრედიტს განმარტავენ, როგორც სავალო ვალდებულებას, რომელიც პირდაპირ არის დაკავშირებული ერთი სუბიექტის ნდობასთან მეორეს მიმართ, ვისაც გადაეცა გარკვეული ფასეულობა. ეკონომიკურ ლიტერატურაში კრედიტი, უფრო ხშირად განისაზღვრება, როგორც ეკონომიკურ ურთიერთობათა სისტემა, რომელიც წარმოიშობა კრედიტორის მიერ მსესხებლისადმი დროებით სარგებლობაში ფულადი ან სხვა მატერიალური საშუალებების გადაცემის პროცესში დაბრუნებადობის, ვადიანობის და სარგებლიანობის პირობით.

თანამედროვე პირობებში კრედიტის ძირითად ფორმას წარმოადგენს საბანკო კრედიტი.

კრედიტის როლი მის ფუნქციებში ვლინდება. კრედიტის თეორიაში არ არსებობს ერთიანი აზრი კრედიტის ფუნქციების რაოდენობისა და შინაარსის შესახებ. თუმცა, უმრავლეს შემთხვევაში კრედიტის ფუნქციებს მიაკუთვნებენ:<sup>1</sup>

❖ **გადანაწილების ფუნქცია.** საკრედიტო ოპერაციები, უპირველეს ყოვლისა, დაკავშირებულია საზოგადოების დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების აკუმულაციასთან, რომელთა გადანაწილება საშუალებას იძლევა თავისუფალი ფულადი კაპიტალი ჩაიდოს ეკონომიკის ნებისმიერ დარგში. მოგების დაბალი ნორმის მქონე დარგებიდან კაპიტალი ფულადი ფორმით გამოთავისუფლდება და კრედიტის სახით მიემართება მოგების მაღალი ნორმის მქონე დარგებში. ამგვარად, კრედიტი გვევლინება მოგების ნორმის გამოთანაბრების მექანიზმად. ბანკების შექმნით ეკონომიკაში ფულადი სახსრების გადანაწილების პროცესებმა შეიძინეს ყველაზე ადეკვატური მექანიზმი;

❖ **კვლავნარმოების პროცესის ავანსირების ფუნქცია.** კრედიტის საფუძველზე ხორციელდება საზოგადოებაში კაპიტალის წრებრუნვის უწყვეტობა და ცალკეული მსესხებლის კაპიტალის წრებრუნვის დაჩქარება, რაც მას საშუალებას აძლევს დროებითი გარღვევები სახსრების საჭიროებასა და მათ სიჭარბეს შორის გადალახოს სახსრების „ლიკვიდობის რეზერვებში“ გაყინვის გარეშე. კრედიტის

<sup>1</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 53-54.

ეს ფუნქცია გულისხმობს კრედიტის ყველა ფორმის (კომერციული, საბანკო, სამომხმარებლო და ა. შ.) აქტიურ გამოყენებას და მათ მოქნილ ტრანსფორმაციას ერთმანეთში;

❖ **მიმოქცევის საკრედიტო იარაღების შიქმის ფუნქცია.** წარმოქმნის მომენტიდან კრედიტი ანაცვლებდა სრულფასოვან ფულს საკრედიტო იარაღებით: თამასუქებით, ბანკნოტებით, ჩეკებით. მათი გამოყენება უნაღდო ანაგრიშნორებაში მნიშვნელოვნად ამცირებდა ნაღდ-ფულად მიმოქცევას, ე. ი. მიმოქცევის ხარჯებსაც, რაც დაკავშირებული იყო ნაღდი ფულის დამზადებასთან, გადათვლასთან, ტრანსპორტირებასთან და შენახვასთან. თანამედროვე პირობებში, ცენტრალური ბანკებისა და საბანკო სისტემის მიერ ფულის ემისია ხორციელდება კრედიტის საფუძველზე. ბანკების მიერ კლიენტების დაკრედიტება და მათი რეფინანსირება ცენტრალური ბანკების მიერ განსაზღვრავს სამეურნეო ბრუნვაში ფულის გამოშვების მასშტაბებს, ხოლო კრედიტების დაბრუნება იწვევს ფულის ამოღებას მიმოქცევიდან.

**საბანკო კრედიტების კლასიფიკაცია.** მსოფლიო საბანკო პრაქტიკაში არ არსებობს საბანკო კრედიტების ერთიანი კლასიფიკაცია. ეს დაკავშირებულია სხვადასხვა ქვეყანაში განსხვავებულ საბანკო სისტემების განვითარების დონეში, მათში ჩამოყალიბებულ კრედიტების გაცემის მეთოდებში. მაგრამ ყველაზე უფრო ხშირად ეკონომიკურ ლიტერატურაში გვხვდება კრედიტების კლასიფიკაცია შემდეგი ნიშნების მიხედვით:<sup>1</sup>

- ❖ დანიშნულება (კრედიტის მიზანი);
- ❖ გამოყენების სფერო;
- ❖ სარგებლობის ვადები;
- ❖ უზრუნველყოფა;
- ❖ გაცემისა და დაფარვის მეთოდი;
- ❖ საპროცენტო განაკვეთების სახეობა.

**დანიშნულების** მიხედვით საბანკო კრედიტები შეიძლება დაიყოს შემდეგ ჯგუფებად: სამრეწველო, სასოფლო-სამეურნეო, სავაჭრო, საინვესტიციო, იპოთეკური.

**სამრეწველო** სესხები მიეცემათ საწარმოებსა და ორგანიზაციებს წარმოების განვითარებისათვის, მასალების შესაძენად, ხარჯების დასაფარავად და ა. შ.

**სასოფლო-სამეურნეო** სესხები მიეცემათ ფერმერებს, გლეხურ მეურნეობებს მიწის დასამუშავებლად, მოსავლის ასაღებად და ა. შ. მათი საქმიანობის ხელშეწყობის მიზნით.

<sup>1</sup> გოგონია მ. საბანკო საქმე. თბ., 2008, გვ. 129.

**სამომხმარებლო** სესხები მიეცემათ ფიზიკურ პირებს გადაუდებელ საჭიროებათა დასაფარავად, ბინების, სახლების, რემონტისათვის და ა. შ.

**იკოთიკური** სესხები გაიცემა უძრავი ქონების დაგირავებით — საცხოვრებლის მშენებლობის, შეძენის ან რეკონსტრუქციის მიზნით.

**გამოყენების სწავროს** მიხედვით საბანკო კრედიტები შეიძლება იყოს ორი სახეობის: სესხები ძირითადი ან საბრუნავი კაპიტალის დასაფინანსებლად. თავის მხრივ, კრედიტები საბრუნავ კაპიტალში იყოფა კრედიტებად წარმოების სფეროსა და მიმოქცევის სფეროში.

**სარგებლოების ვადავის მხიადვით** საბანკო კრედიტები შეიძლება იყოს ონკოლური (მოთხოვნამდე) და ვადიანი. ონკოლური სესხები ექვემდებარება დაბრუნებას ფიქსირებულ ვადაში კრედიტორისაგან ოფიციალური შეტყობინების მიღების შემდეგ. ისინი მოითხოვენ სტაბილურ პირობებს სასესხო კაპიტალების ბაზარზე.

ვადიანი კრედიტები მიღებულია, დაიყოს მოკლევადიანად, საშუალოვადიანად და გრძელვადიანად. თანამედროვე საბანკო საქმეში უპირატესად გამოიყენება მოკლევადიანი კრედიტები.

**უზრუნველყოფის** მიხედვით კრედიტები იყოფა. არაუზრუნველყოფილად (საბლანკო) და უზრუნველყოფილად. საბანკო კრედიტები მიეცემათ პირველხარისხოვანი მსესხებლებს კრედიტის დაბრუნებითობის უზრუნველყოფის რაიმე ფორმის გამოყენების გარეშე.

სესხის უზრუნველყოფა წარმოადგენს თანამედროვე საბანკო კრედიტის ძირითად სახესხვაობას. უზრუნველყოფის სახეობაზე დამოკიდებულებით მიღებულია მათი დაყოფა **საბირავნოებად, გარანტირებულად და დაზღვეულებად**, პრაქტიკულ საქმიანობაში, აგრეთვე მიღებულია საბანკო კრედიტების დაყოფა უზრუნველყოფის არა სახეობის, არამედ, ხარისხის მიხედვით. ამასთან დაკავშირებით გამოიყოფა უზრუნველყოფილი, არასაკმარისად უზრუნველყოფილი და არაუზრუნველყოფილი კრედიტები.

უზრუნველყოფილია სესხი, რომელსაც აქვს უზრუნველყოფა გირაოს სახით, იმ შემთხვევაში, როდესაც გირაო ერთდროულად პასუხობს შემდეგ მოთხოვნებს:

- ❖ მისი რეალური (საბაზრო) ღირებულება საკმარისია ბანკისათვის სესხის მიხედვით ძირითადი თანხის, ხელშეკრულების მიხედვით ყველა პროცენტის, აგრეთვე, საგირავნო უფლებების რეალიზაციასთან დაკავშირებული შესაძლო ხარჯების კომპენსაციისათვის;
- ❖ ყველა იურიდიული დოკუმენტაცია ბანკის საგირავნო უფლებებთან მიმართებით ფორმდება ისეთნაირად, რომ დრო, აუცილებელი გირაოს რეალიზაციისათვის, არ აღემატება 150 დღეს იმ დღიდან, როდესაც ბანკისათვის აუცილებელი ხდება საგირავნო უფლებების რეალიზაცია.

არასაკმარისად უზრუნველყოფილ სესხს აქვს უზრუნველყოფა გიროს სახით, მაგრამ არ პასუხობს თუნდაც ერთ მოთხოვნათაგანს, რომელიც წაეყენება საგირავნო უზრუნველყოფილი სესხის მიხედვით.

**ბაცემის ხარისხის** მიხედვით საბანკო კრედიტები შეიძლება დაიყოს კრედიტებად, რომლებიც ატარებენ კომპენსაციურ ან საგადასახდელო ხასიათს. კომპენსაციური კრედიტი გულისხმობს სასესხო სახსრების მიმართვას მსესხებლის ანგარიშსწორების ანგარიშზე მის მიერ ადრე განეული ხარჯების ანაზღაურების მიზნით. საგადასახდელო კრედიტების არსი ისაა, რომ მსესხებელი აუცილებლობისდა მიხედვით გადასცემს ბანკს მასთან შემოსულ საანგარიშსწორებო საგადასახდელო დოკუმენტებს და სასესხო სახსრები მიემართება უშუალოდ მოცემული დოკუმენტების გასანაღებლად.

**დაფარვის ხარისხის** მიხედვით საბანკო კრედიტები იყოფა სესხებად, რომლებიც იფარება ერთდროულად და სესხებად, რომლებიც იფარება განაწილვადებით. სესხები, რომლებიც იფარება ერთდროული გადახდით, წარმოადგენს მოკლევადიანი კრედიტის დაბრუნების ტრადიციულ ფორმას, რამე-თუ მოსახერხებელია იურიდიული გაფორმების პოზიციიდან. სესხები, რომლებიც იფარება განაწილვადებით, გულისხმობს კრედიტის დაფარვას ორი ან მეტი გადასახდელით დაკრედიტების მთელი ვადის განმავლობაში. დაბრუნების კონკრეტული პირობები განისაზღვრება საკრედიტო ხელშეკრულებით და დამოკიდებულია დაკრედიტების ობიექტზე, კრედიტის ვადაზე, ინფლაციურ პროცესებსა და რიგ სხვა ფაქტორებზე.

**საპროცენტო განაკვეთის სახეობის** მიხედვით საბანკო კრედიტები შეიძლება დაიყოს კრედიტებად **ფიქსირებული** ან **მცურავი საპროცენტო განაკვეთით**. სესხები ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთით გულისხმობს დაკრედიტების მთელი პერიოდისათვის საპროცენტო განაკვეთის განსაზღვრული სიდიდის დაწესებას მისი გადასინჯვის უფლების გარეშე. მოცემულ შემთხვევაში მსესხებელი იღებს თავის თავზე ვალდებულებას, გადაიხადოს პროცენტები უცვლელი შეთანხმებული განაკვეთით იმისაგან დამოუკიდებლად, თუ კაპიტალების ბაზარზე რა ცვლილებები მოხდება. დაკრედიტება მცურავი საპროცენტო განაკვეთით გულისხმობს საპროცენტო განაკვეთის გამოყენებას, რომლის მოცულობაც პერიოდულად გადაისინჯება. მოცემულ შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთი იქმნება ორი შემადგენელი ნაწილისაგან. ძირითადი განაკვეთი, რომელიც იცვლება ბაზრის კონიუნქტურაზე დამოკიდებულებით და დანამატისაგან, რომელიც წარმოადგენს ფიქსირებულ სიდიდეს.

**მოცულობის მიხედვით** მიღებულია საბანკო კრედიტების დაყოფა **მცირე, საშუალო** და **მსხვილ სესხებად**. საბანკო პრაქტიკაში არ არსებობს მოცემული ნიშნის მიხედვით ერთიანი მიდგომა კლასიფიკაციისადმი.

**დაკრედიტების პრინციპები.** საკითხი დაკრედიტების პრინციპების შესახებ, რთული თეორიული საკითხია, რომელსაც ამავე დროს დიდი პრაქტიკული მნიშვნელობა აქვს. აქ შეიძლება გამოვყოთ ორი ურთიერთდაკავშირებული პრობლემა. პირველი მდგომარეობს „დაკრედიტების პრინციპის“ ცნების განსაზღვრაში, მეორე — თავად დაკრედიტების პრინციპების ამორჩევაში.

ლიტერატურაში დაკრედიტების პრინციპები განისაზღვრება სხვადასხვანაირად. მაგალითად, როგორც ბანკის მიერ ფულადი სახსრების სესხად გადაცემის ძირითადი ნესები; როგორც კრედიტის ეკონომიკური კანონების რეალიზაციის ხერხები; როგორც დაკრედიტების სისტემის მთავარი ელემენტი; როგორც დაკრედიტების ფუძემდებლური პირობები, რომლითაც გაიცემა კრედიტი მსესხებელზე; როგორც დაკრედიტების სისტემის საფუძველი. „დაკრედიტების პრინციპების“ ცნებასთან ერთად, ლიტერატურაში გვხვდება ცნება „კრედიტების პრინციპები“.

ეს ცნებები არ არის იდენტური ცნებები, ამიტომ ისინი მკვეთრად უნდა განვასხვაოთ. ნებისმიერ ეკონომიკურ კატეგორიას, მათ შორის კრედიტსაც, აქვს განსაზღვრული, მხოლოდ მისთვის დამახასიათებელი არსი, ასრულებს თავის ფუნქციებს და მათი საშუალებით — თავის როლსაც. მაგრამ არც ერთ ეკონომიკურ კატეგორიას არ შეუძლია და არ ასრულებს თავის როლს მხოლოდ იმიტომ, რომ იგი ასეთს წარმოადგენს. იმისათვის, რომ ეკონომიკურმა კატეგორიამ „მუშაობა“ დაიწყოს, აუცილებელია განსაზღვრული პირობების შემუშავება, მისი საქმიანობის მექანიზმის ფორმირება, რომელიც სრულად უპასუხებდა ამ კატეგორიის არსს. კრედიტთან მიმართებით აუცილებელია, განისაზღვროს დაკრედიტების მექანიზმის ამოსავალი ელემენტები, ანუ დაკრედიტების პრინციპები, მაგრამ არა — კრედიტის პრინციპები, ო. ი. ლავრუშინი კრედიტის არსის საკითხის გამოკვლევისას მივიდა დასკვნამდე, რომ მისი მოძრაობა ექვემდებარება განსაზღვრულ სპეციფიკურ კანონებს — კრედიტის კანონებს. კრედიტის ასეთ სპეციფიკურ კანონებს ის მიაკუთვნებს:

1. სახსრების გეგმაზომიერი დაბრუნებითობის კანონს.
2. საკრედიტო სახსრების დაცულობის კანონს.

კრედიტის კანონების განსაზღვრას აქვს მნიშვნელობა არა მხოლოდ კრედიტის თეორიის შემუშავებისათვის, არამედ, ამ ეკონომიკური კატეგორიის პრაქტიკული გამოყენებისათვისაც.

წარმოადგენდნენ რა კრედიტის არსის გამოხატულებას, ისინი მიუთითებენ მის თავისებურებებზე, რომლებიც გათვალისწინებულ უნდა იქნეს კრედიტის ფუნქციონირების პრაქტიკაში. კრედიტის კანონები უნდა იყოს ამოსავალი საწყისი დაკრედიტების პრინციპების შემუშავებისას, მხოლოდ ამ შემთხვევაში უპასუხებს დაკრედიტების მექანიზმი კრედიტის არსს და გახდება მართლაც მომუშავე მექანიზმი.

ეკონომისტების უმრავლესობა აღიარებს საბანკო დაკრედიტების ისეთ პრინციპებს, როგორცაა: მიზნობრივი გამოყენება (მიზანმიმართულობა), ვადიანობა, უზრუნველყოფა.

კრედიტის წამყვან კანონს წარმოადგენს **სახსრების დაბრუნების კანონი**. როგორაა შესაძლებელი, რომ დაბრუნებითობა, როგორც კრედიტის ატრიბუტი გადაიქცეს სპეციფიკურად აქტიურ თვისებად? ამის გაკეთება შესაძლებელია დაკრედიტების მექანიზმის საშუალებით. მაგრამ მანამდე დაკრედიტების პრინციპების საშუალებით, როგორც მისი ამოსავალი ელემენტი, ჩავრთავთ რა ამ პრინციპების შემადგენლობაში ისეთებს, რომლებიც უზრუნველყოფს გასესხებული სახსრების თავისდროულ დაბრუნებას. ამ მიზანს სავსებით პასუხობს ვადიანობის პრინციპი. ის მონოდებულია განსაზღვროს, როგორც კრედიტის გამოყენების დროითი საზღვრები, ასევე, მისი დაბრუნების კონკრეტული ვადები.

უნდა განვასხვავოთ ორი ცნება: კრედიტით **სარგებლობის** ვადა და **კრედიტის დაფარვის ვადა**. ზოგჯერ ისინი შეიძლება დაემთხვეს ერთმანეთს კრედიტის ობიექტების თავისებურებათა შედეგად. ეს შემთხვევები გვხვდება საბრუნავ საშუალებებზე დანახარჯების დაკრედიტებისას. სრულიად სხვაა, ძირითად ფონდებზე დანახარჯების დაკრედიტება; აქ კრედიტით სარგებლობის ვადა და მისი დაფარვის ვადა, როგორც წესი, არ ემთხვევა. მაგალითად, ახალი ტექნიკის დასაწერად კრედიტით სარგებლობის ვადა შედგება სამი ნაწილისაგან: დასაკრედიტებელი ღონისძიების მიხედვით სამუშაოთა დროისაგან, ათვისების პერიოდისა და დაკრედიტებული ხარჯების ანაზღაურების ვადისაგან. ეს კრედიტი იფარება ობიექტზე სამუშაოების დასრულების შემდეგ, ხოლო თუ აუცილებელია, დანერგული ტექნიკის ათვისების პერიოდის შემდეგაც. აქედან გამომდინარე, ძირითად ფონდებში დანახარჯების ვადა ნაკლებია კრედიტის დაფარვის ვადაზე. ამიტომ, დაკრედიტების ვადიანობის პრინციპი მოითხოვს კრედიტით სარგებლობის პერიოდის განსაზღვრას და არა უბრალოდ, მისი დაფარვის პერიოდისა. ამ პირობებში დიდ მნიშვნელობას იძენს კრედიტით სარგებლობის ვადების, ასევე, მისი დაფარვის ვადების ეკონომიკურად დასაბუთებული დაწესება.

ვადიანობის პრინციპი მიმართულია საგადასახდელო დისციპლინის განმტკიცებისაკენ. ბანკები ახდენენ ეკონომიკურ ზემოქმედებას საწარმოებზე, რომლებიც არღვევენ ამ დისციპლინას, კრედიტით სარგებლობისათვის დიფერენცირებული საპროცენტო განაკვეთების გამოყენების გზით, აგრეთვე, ზემოქმედების სხვა ზომების გამოყენებით, რომლებიც გათვალისწინებულია საკრედიტო ხელშეკრულებით, მაგრამ მხედველობაში უნდა გვქონდეს, რომ მხოლოდ ვადიანობის პრინციპი არ არის საკმარისი კრედიტის ისეთი კანონის მოქმედების უზრუნველყოფისათვის, როგორც სახსრების დაბრუნებაა. თავისი სპეციფიკიდან გამომდინარე, კრედიტი არ შეიძლება იქნეს გამოყენებული ნებისმიერი დანახარჯების განხორციელებისათვის, რომლებიც მეურნეობის სხვადასხვა

უბანზე წარმოიქმნება. მისი მიმართვა შესაძლებელია მხოლოდ ეკონომიკურად მიზანშეწონილ ხარჯებზე, რომლებსაც აქვთ დაბრუნებითი საფუძველი. ამიტომ დაკრედიტების მნიშვნელოვან პრინციპს წარმოადგენს მისი მიზნობრიობა. ეს პრინციპი მოწოდებულია განსაზღვროს კრედიტის გამოყენების საზღვრები.

კრედიტის მეორე კანონს წარმოადგენს **საკრედიტო სახსრების დაცულობის კანონი**. ის გულისხმობს სასესხო სახსრების სრულ და თავისდროულ დაფარვას. პრაქტიკაში ეს კანონი რომ არ დაირღვეს, დაკრედიტების მექანიზმში უნდა იყოს ჩადებული შესაბამისი პრინციპები. სასესხო სახსრების თავისდროული დაბრუნების მისაღწევად ბანკები იყენებენ ამ დაბრუნებითობის უზრუნველყოფის სხვადასხვა ფორმას. აქედან ჩნდება აუცილებლობა, გამოიყოს დაკრედიტების პრინციპის სახით კრედიტის **უზრუნველყოფის პრინციპი**. აქვე უნდა შევნიშნოთ, რომ ყველა გაცემული კრედიტი როდია დაკავშირებული უშუალოდ მატერიალურ უზრუნველყოფასთან. ამ შემთხვევაში კრედიტის დაბრუნებითობის უზრუნველყოფის მთავარი პირობაა საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა, მისი კრედიტუნარიანობა. ამიტომ საწარმოს კრედიტუნარიანობის შეფასებას ბანკების მიერ ექცევა განსაკუთრებული ყურადღება.

დასახელებული პრინციპები: ვადიანობა, მიზნობრიობა, უზრუნველყოფა — სავსებით უწყობენ ხელს კრედიტის კანონების უზრუნველყოფას და, აქედან გამომდინარე, შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს საბანკო დაკრედიტების პრინციპების სახით. საბანკო დაკრედიტების ყველა პრინციპის ურთიერთშორის მჭიდროდაა დაკავშირებული, ნებისმიერი მათგანის შესრულების დარღვევა არახელსაყრელად აისახება სხვა პრინციპებზე.

ასე, მაგალითად, მიზნობრიობის პრინციპის არასწორმა შესრულებამ შეიძლება მიგვიყვანოს კრედიტის არარაციონალურად გამოყენებამდე. ნაკლოვანებები დაკრედიტების უზრუნველყოფის პრინციპის რეალიზაციაში გაართულებენ ვადიანობის პრინციპის შესრულებას და ა. შ..

## VII.2. ბანკის საკრედიტო ოპერაციების ორგანიზება

დაკრედიტება პირობითად რამდენიმე ეტაპად შეიძლება დაფიქსირდეს. ყოველ მათგანზე ზუსტდება სესხის მახასიათებლები, მისი გაცემისა და დაფარვის ხერხები:<sup>1</sup>

- ❖ საკრედიტო განაცხადის განხილვა და კლიენტთან გასაუბრება;
- ❖ კლიენტის კრედიტუნარიანობის შესწავლა;
- ❖ საკრედიტო ხელშეკრულების მომზადება და დადება, კრედიტის გაცემა;
- ❖ სესხის შესაძლო დანაკარგების რეზერვის ფორმირება;

<sup>1</sup> გოგონია მ. საბანკო საქმე. თბ., 2008, გვ. 138-139.

- ❖ ბანკის კონტროლი ხელშეკრულების პირობების შესრულებასა და კრედიტის დაფარვაზე;
- ❖ ბანკის მუშაობა პრობლემურ სესხებთან.

**საკრედიტო განაცხადის განხილვა და კლიენტთან გასაუბრება.** კლიენტმა, რომელიც მიმართავს ბანკს კრედიტისათვის, უნდა წარადგინოს განაცხადი-შუამდგომლობა (საკრედიტო განაცხადი), რომელშიც მითითებულია:

- ❖ კრედიტის მიზანი, საწარმოს მოკლე დახასიათებითა და კრედიტის გამოყენების შედეგად შესაძლო ეკონომიკური ეფექტით;
- ❖ კრედიტის თანხა;
- ❖ გამოყენების ვადა;
- ❖ განზრახულობა (სავარაუდო უზრუნველყოფა);
- ❖ საწარმოსათვის მისაღები საპროცენტო განაკვეთი.

ბანკი მოითხოვს, რომ საკრედიტო განაცხადს ერთვოდეს საჭირო დოკუმენტები და ფინანსური ანგარიშები, რომლებიც წარმოადგენს კრედიტზე თხოვნის დასაბუთებას და ხსნის ბანკისთვის მიმართვის მიზეზებს. ეს დოკუმენტები განაცხადის აუცილებელი შემადგენელი ნაწილია.

განაცხადი კრედიტის მიღებაზე შემოდის შესაბამის საკრედიტო მუშაკთან და ერთი-ორი დღის განმავლობაში უნდა იქნეს მის მიერ განხილულ განაცხადის განხილვის პროცედურა განსხვავებულია მუდმივი და ახალი კლიენტებისათვის. კლიენტებისათვის, რომლებიც სარგებლობენ ბანკის ნდობით, ან — არა, სამეურნეო საქმიანობის გამოცდილების მქონეთათვის და ახალი, დამწყები ორგანიზაციებისათვის.

თუ წინასწარი გამოკვლევისას ბანკი ვერ მიიღებს დამაკმაყოფილებელ პასუხს ძირითად საკითხებზე, დაკავშირებულზე სესხის გაცემასთან, განაცხადი უყოყმანოდ უარყოფილ უნდა იქნეს.

**მსესხებლის კრედიტუნარიანობის ანალიზი.** კრედიტის ინიცირება და კრედიტუნარიანობის ანალიზი უნდა იყოს მიმართული, რომ გადანყვეტილება დაკრედიტებაზე მიღებულ იქნეს საკრედიტო პოლიტიკასთან შესაბამისობაში და, აქედან გამომდინარე, დაკრედიტების განსაზღვრული სტანდარტების შესაბამისად.

საკრედიტო რისკის ანალიზი ფოკუსირებულ უნდა იქნეს მსესხებლის კრედიტუნარიანობის ოთხ ასპექტზე. მათ შორის გამოყოფენ შემდეგს:

- ❖ **დარბობრივი ასპექტი.** ასახავს დარგის განვითარების პროცესებს და პოზიციას, რომელიც კომპანიას უჭირავს დარგში. ამ ასპექტში სუსტ პოზიციებს შეუძლია მნიშვნელოვნად შეამციროს კრედიტის დაფარვის უნარი;
- ❖ **ფინანსური ასპექტი.** განსაზღვრავს მსესხებლის უნარს, მიიღოს საკმარისი ფულადი სახსრები, რომლებიც წარმოადგენს კრედიტის დაფარვის ძირითად

წყაროს, ან შესაძლებლობას, აუცილებლობის შემთხვევაში მიმართოს არსებული უზრუნველყოფის რეალიზაციას, მაგალითად, ძირითადი საშუალებების, სასაქონლო-მატერიალური ფასეულობების. ფინანსური სიმყარის სამ ძირითად კომპონენტს წარმოადგენს: რენტაბელობა, ლიკვიდობა (მომგებიანობა) და ფინანსური ბერკეტი (ნასესხები და საკუთარი საშუალებების თანაფარდობა);

❖ **მმართველობითი ასპექტი.** მართვის ხარისხი განისაზღვრება სანარმოს ხელმძღვანელთა ერთსულოვნებითა და კომპეტენტურობით, მათ მიერ კოლექტივის ხელმძღვანელობის ეფექტიანობით. მენეჯმენტის ნაკლოვანებებს შეუძლიათ შეუქმნან სირთულეები არა მარტო კრედიტის დაფარვას, არამედ, უზრუნველყოფის რეალიზაციას.

❖ **კრედიტის უზრუნველყოფის ხარისხის ასპექტი** განსაზღვრავს ბანკის მხრივ, გირაოს საგნის კონტროლის დონეს და შესაძლებლობას, მისი ლიკვიდაციის შემთხვევაში მიიღოს უზრუნველყოფაში რეალური ღირებულება

**ძირითადი ფინანსური კოეფიციენტები** ახასიათებენ სანარმოს ლიკვიდობის მდგომარეობას, ძირითადი საქმიანობის მაჩვენებლების და ფინანსური სტრუქტურის კუთხით. ესენია:

❖ **ლიკვიდობა** — ახასიათებს შესაძლებლობას (უნარს) შეასრულონ მიმდინარე ვალდებულებები;

❖ **საქმიანობის აქტივობა** — გვიჩვენებს, როგორი მიმართებაა სანარმოს საქმიანობის ფინანსურ შედეგებსა და მის ხარჯებს შორის;

❖ **ფინანსური სტრუქტურა** — ასახავს თანაფარდობას სანარმოს სახსრების განსხვავებულ წყაროებსა და მათი გამოყენების მიმართულებებს შორის და, პირველ რიგში, გვიჩვენებს, როგორ შეესაბამება მსესხებლის მიერ კრედიტორებისაგან მიღებული დაფინანსება მისი მესაკუთრეების დაბანდებას.

❖ **რენტაბელობა** — მომგებიანობის ანალიზისას გაითვალისწინება, როგორც მთლიანი მოგება, ასევე, წმინდა მოგება. ამასთან, ძირითადი ყურადღება უნდა მიექცეს ძირითადი საქმიანობიდან შემოსავლების თანაფარდობას შემოსავლების სხვა მუხლებთან, რათა განვსაზღვროთ, გენერირდება თუ არა მოგება კომპანიის ძირითადი საქმიანობიდან, თუ მისი რეალური სამეურნეო საქმიანობის საგანი საკმაოდ არეულ-დარეულია.

ფინანსური კოეფიციენტების ანალიზისას ანალიტიკოსმა უნდა დაუსვას თავს ტრადიციული კითხვა: რატომ აქვს ადგილი მაჩვენებლების მსგავს დონესა და დინამიკას და რით არის განპირობებული მათი სხვა მაჩვენებლებთან შედარებით ანალიზის შედეგები? განსაკუთრებული მნიშვნელობა კოეფიციენტების ანალიზისას აქვს შედა-

რებას სხვა საწარმოებთან და დარგებთან და, რაც მთავარია, საწარმოს საქმიანობის მექანიზმებისა და ეკონომიკის ფუნქციონირების კანონზომიერებების გაგებას.

**ფულადი სახსრების მოძრაობის ანალიზი.** ფულადი სახსრების მოძრაობის ანალიზი წარმოებს მიმდინარე მდგომარეობის, განვლილი პერიოდების და ფულადი სახსრების მოძრაობის პროგნოზის კუთხით.

ბანკების მიერ გამოიყენება ფულადი სახსრების მოძრაობის ანალიზის შემდეგი ძირითადი კოეფიციენტები: მსესხებლის საერთო დავალიანება/ფულადი სახსრების ბალანსთან; დავალიანება, რომელიც იფარება მიმდინარე პერიოდში ფულადი სახსრების ბალანსთან; სამეურნეო საქმიანობიდან შემოსული (გასული) თანხა/პროცენტებთან, რომლებიც გადაიხდება.

**საკრედიტო ხელშეკრულების მომზადება და დადება.** კრედიტის გაცემის მიზანშეწონილობის თაობაზე გადაწყვეტილება მიიღება ან უფლებამოსილი თანამდებობრივი პირის მიერ ან ბანკის შესაბამისი მმართველობითი ორგანოს მიერ. საკრედიტო სამუშაოს რაციონალური ორგანიზაციისათვის გამგეობის გადაწყვეტილებით განისაზღვრება საკრედიტო განყოფილების უფროსის, კრედიტების მიხედვით გამგეობის თავმჯდომარის მოადგილის უფლებამოსილებები, დგინდება მაქსიმალური თანხები, რომელთა ფარგლებშიც შეიძლება გაიცეს სესხები.

საკრედიტო კომიტეტის განსახილველი დოკუმენტების პაკეტი მოიცავს:

- ❖ განაცხადს;
- ❖ საკრედიტო ექსპერტის დასკვნას;
- ❖ მსესხებლის საანკეტო ფურცელს;
- ❖ უსაფრთხოების სამსახურის დასკვნას;
- ❖ იურიდიული სამსახურის დასკვნას.

მას შემდეგ, რაც მიღებულია თანხმობა სესხის გაცემაზე, ბანკი შეუდგება საკრედიტო ხელშეკრულების შემუშავებას. ამ ეტაპს ეწოდება სესხის სტრუქტურირება. სტრუქტურირების პროცესში ბანკი განსაზღვრავს სესხის ძირითად მახასიათებლებს: კრედიტის სახეობას, თანხას, ვადას, დაფარვის ხერხს, უზრუნველყოფას, კრედიტის ფასს, სხვა პირობებს.

**საკრედიტო ხელშეკრულება.** იგი წარმოადგენს ვრცელ, გაშლილ დოკუმენტს, რომელსაც ხელს აწერს საკრედიტო გარიგების ორივე მხარე და რომელიც მოიცავს ყველა პირობის დანვრილებით გადმოცემას. საკრედიტო ხელშეკრულების ძირითადი განყოფილებებია:

- ❖ **საერთო დებულებები.** აქ მიეთითება: მხარეთა დასახელება; ხელშეკრულების საგანი — კრედიტის სახეობა. მისი თანხა, ვადა, მიზანი, საპროცენტო განაკვეთი; კრედიტის მიხედვით ვალდებულებათა შესრულების უზრუნველყოფის

პირობები; კრედიტის გაცემისა და დაფარვის წესი, აგრეთვე, კრედიტზე პროცენტების დარიცხვისა და გადახდის წესი;

❖ **მსესხებლის უფლებები და ვალდებულებები;**

❖ **ბანკის უფლებები და ვალდებულებები.** მსესხებლისა და კრედიტორის უფლებები და ვალდებულებები გამომდინარეობს მოქმედი კანონმდებლობიდან, აგრეთვე, განისაზღვრება ყოველი საკრედიტო გარიგების თავისებურებებით, საკრედიტო რესურსების ბაზარზე სიტუაციით, მსესხებლის კრედიტუნარიანობით;

❖ **მხარეთა პასუხისმგებლობა;**

❖ **დავითა გადაწყვეტის წესი;**

❖ **ხელშეკრულების მოქმედების ვადა;**

❖ **მხარეთა იურიდიული მისამართები.**

საკრედიტო ხელშეკრულების შესაბამისად, რომელშიც განსაზღვრულია სესხის ძირითადი ეკონომიკური და იურიდიული პარამეტრები, ხორციელდება კრედიტის გაცემა. მსესხებლის მოთხოვნებისა და ბანკის ინტერესებიდან გამომდინარე, შეიძლება გაიხსნას მარტივი სასესხო ანგარიში ან ოვერდრაფტი.

**კრედიტის მიზანი.** პირველი საკითხი, რომელიც აინტერესებს ბანკს, არის მიზანი, რომლისთვისაც აიღება სესხი. კრედიტის მიზანი წარმოადგენს რისკის ხარისხის მნიშვნელოვან ინდიკატორს. ბანკი თავს არიდებს სესხის გაცემას სპეკულაციური ოპერაციებისათვის, რამეთუ დაფარვა დამოკიდებულია საექვო და ზოგჯერ კანონით აკრძალული გარიგებების შედეგებზე და, აქედან გამომდინარე, ატარებს მაღალ რისკს. აძლევს რა კრედიტს კომპანიას, ბანკი უნდა დარწმუნდეს, რომ კრედიტი აიღება იმ მიზნების შესასრულებლად, რომლებიც გათვალისწინებულია ფირმის წესდებით. მიზანი განსაზღვრავს კრედიტის ფორმასაც.

**კრედიტის თანხა.** ბანკმა უნდა შეამოწმოს განაცხადის დასაბუთებულობა კრედიტის თანხასთან მიმართებით. მნიშვნელოვანია, თავიდანვე სწორად განისაზღვროს კრედიტის საჭირო თანხა, რადგან წინააღმდეგ შემთხვევაში კრიზისული სიტუაციის დადგომისას, ბანკს აუცილებლად მოუწევს კრედიტის გაზრდა. ასე რომ, ბანკი აღმოჩნდება არასასიამოვნო ალტერნატივის წინაშე: გასცეს დამატებითი კრედიტი, თუ დაკარგოს ის ფული, რომელიც უკვე გაიცა მსესხებელზე. ამიტომ ბანკმა, მიიღებს რა კლიენტის გაანგარიშებებს, თვითონ უნდა შეაფასოს კრედიტის აუცილებელი თანხა და შეიტანოს კორექტივები.

პრაქტიკა გვიჩვენებს, რომ კრედიტზე განაცხადის საფუძვლად მსესხებელი იღებს მინიმალურ ვარიანტს და ამცირებს კრედიტის თანხას, ფიქრობს რა, რომ მისი მიღება ბანკიდან უფრო იოლი იქნება. ხანდახან, პირიქით, მსესხებელი სთხოვს ბანკს გაზრდილ

თანხას იმ ვარაუდით, რომ თუ მისი თხოვნა არ იქნება დაკმაყოფილებული, ის შემდგომ შეამცირებს განაცხადის თანხას.

**კრედიტის დაფარვა.** კრედიტის გაცემისას მკაფიოდ უნდა იქნეს განსაზღვრული მისი დაფარვის წყარო. არსებობს ორი ძირითადი წყარო: შემოსავლები და აქციების გაყიდვა. ბანკმა უნდა შეამოწმოს, შეესაბამება თუ არა კლიენტის მიერ შემოთავაზებული პირობები მის რეალურ შესაძლებლობებს. სანარმოს კრედიტუნარიანობა, პირველ რიგში, დამოკიდებულია მოგების მიღების სიდიდეზე. რაც შეეხება აქტივების რეალიზაციის (უძრავი ქონება, ფასიანი ქაღალდები), როგორც სესხის დაფარვის წყარო, მისი ძირითადი საფრთხე ის არის, რომ ამონაგები მათი გაყიდვიდან შეიძლება იყოს გაცილებით მცირე, ვიდრე სესხის დასაფარავად არის აუცილებელი. ბანკმა ყოველთვის უნდა გაითვალისწინოს შესაძლო შეცდომები და აილოს კლიენტისაგან ვალდებულება სესხის აუნაზღაურებელი ნაწილის დაფარვისა საკუთარი სახსრების ხარჯზე.

**სესხის ვადა.** რაც უფრო ხანგრძლივია სესხის ვადა, მით მეტია რისკი, მით მეტია ალბათობა იმისა, რომ აღმოცენდება გაუთვალისწინებელი სირთულეები და კლიენტი ვერ შეძლებს სესხის დაფარვას ხელშეკრულების შესაბამისად.

**უზრუნველყოფა.** საკრედიტო გარიგების მნიშვნელოვან ელემენტს წარმოადგენს ის, თუ როგორი აქტივების დაგირავებას შეძლებს მსესხებელი უზრუნველყოფის სახით, ვინ არის უზრუნველყოფის პატრონი, უზრუნველყოფის ადგულმდებარეობა, დანახარჯები შენახვაზე, როგორაა შეფასებული უზრუნველყოფის სახით შემოთავაზებული ქონება და ა. შ. გადანყვეტილება სესხის გადაცემის შესახებ ყოველთვის უნდა ეფუძნებოდეს თავად დასაფინანსებელი პროექტის ღირსებებს და მიმზიდველობას. უზრუნველყოფის გარეშე კრედიტი მხოლოდ იმ შემთხვევაში შეიძლება გაიცეს, როცა მსესხებელი მაღალსაიმედოა.

**საპროცენტო განაკვეთი.** განაკვეთი განისაზღვრება მოლაპარაკებების პროცესში და ყალიბდება სასესხო კაპიტალის ბაზარზე კრედიტზე მოთხოვნისა და მისი მიწოდების გავლენით. განაკვეთი ვარირებს აგრეთვე იმ რისკზე დამოკიდებულებით, რომელიც ახლავს მოცემულ სესხს, მის სიდიდეზე, დაფარვის ვადაზე, მსესხებლის სადეპოზიტო ანგარიშის მდგომარეობასა და უზრუნველყოფაზე დამოკიდებულებით. გარდა ამისა, განაკვეთებზე გავლენას ახდენს ჩვევები და ტრადიციები, ბანკებს შორის კონკურენცია.

სასესხო ანგარიშის გახსნის დასაბუთებულობა მოწმდება დოკუმენტით — საოპერაციო განყოფილებისადმი განკარგულებით, ხელმოწერილით უფლებამოსილი პირის (ან მისი მოადგილის) და საკრედიტო მუშაკის მიერ. განკარგულებაში მიეთითება: კრედიტის თანხა, ვადა, საპროცენტო განაკვეთი, საფუძველი გაცემისათვის.

მას შემდეგ, რაც კრედიტი გაიცემა, ბანკის მთავარ ამოცანას წარმოადგენს კრედიტზე დაკვირვების მიზნით აქტიური მუშაობა მის სამართავად. პირობები, რომ-

ლებშიც კრედიტი გაიცა, მუდმივად იცვლება, რასაც აქვს განსაზღვრული შედეგები მსესხებლის ფინანსური მდგომარეობისათვის და მისი შესაძლებლობებისათვის — დაფაროს კრედიტი, ამიტომ, საკრედიტო ხელშეკრულების მოქმედების პერიოდში, საკრედიტო მუშაკი, რომელიც მუშაობს მსესხებელთან ყოველდღიურად, ახორციელებს კონტროლს უკანასკნელის მიერ ხელშეკრულების პირობების შესრულებაზე, კრედიტის მიზნობრივ გამოყენებაზე.

### VII.3. საკრედიტო ბაზარი

**საკრედიტო ბაზარი** შესაძლოა განვიხილოთ როგორც ტრადიციული კვანძი სასესხო კაპიტალისა, სადაც მთავარ ინსტრუმენტად გვევლინება ფულადი კრედიტი და საკრედიტო ხელშეკრულება. საკრედიტო ბაზრის სივრცე მოიცავს სასესხო კაპიტალს, რომელიც თავის თავში აერთიანებს ანაბრებისა და დეპოზიტების ბაზარს, კრედიტების მეორად ბაზარს და ნაწილობრივ ფულად და საფონდო ბაზრებს.

დღეისათვის, როგორც საკრედიტო ბაზრის მომსახურების ანალიზი გვიჩვენებს, დაკრედიტების პერსპექტიულ სეგმენტებს განეკუთვნება:<sup>1</sup>

- ❖ ეკონომიკის არასაფინანსო სექტორის საკრედიტო ბაზარი;
- ❖ ტექნიკური საშუალებების და ტექნოლოგიური მოწყობილობების ლიზინგი;
- ❖ საფინანსო ორგანიზაციების საკრედიტო ბაზრები;
- ❖ სამომხმარებლო კრედიტების ბაზრები;
- ❖ სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრები (მ. შ. სახელმწიფო, მუნიციპალური და კორპორაციული ობლიგაციები, თამასუქები, სეკიურიტიზებული და სტრუქტურირებული ვალდებულებები).

საკრედიტო ბაზარი თავისი განვითარების მანძილზე თანდათან იხვეწება და სრულყოფილი ხდება. XXI საუკუნის დასაწყისიდან ევროპის განვითარებულ ქვეყნებში კომერციულ საბანკო სექტორს არსებით კონკურენციას უწევს სპეციალური საბანკო და არასაბანკო ინსტიტუტები, რომელთაგან პრიორიტეტულია არასაბანკო ორგანიზაციები. ამ ქვეყნებში მოქმედებს სპეციალური საკანონმდებლო ბაზა, რომელიც არეგულირებს არასაბანკო და საბანკო დაწესებულებების ფუნქციონირების ფორმებსა და მეთოდებს. არასაბანკო დაწესებულებები კომერციული ბანკების მსგავსად ქვეყნის ეკონომიკის სხვადასხვა სფეროს დაკრედიტებას ახორციელებენ. ამასთან ერთად, გარკვეულ შემთხვევაში, ადგილი აქვს დანაზოგების და შემოსავლების აკუმულაციას და სასესხო კაპიტალად ტრანსფორმირებას. სპეციალურ საკრედიტო ინსტიტუტებს

<sup>1</sup> *ომაძე ქ.* თანამედროვე ცვლილებები საკრედიტო ბაზრისა და კრედიტების მენეჯმენტის განვითარებაში (საქართველოს საბანკო და მიკროსაფინანსო ინსტიტუტების მაგალითზე), თბ., 2015.

კომერციული საბანკო სექტორისგან ვინრო სპეციალიზაცია განასხვავებს, რადგან კომერციული საბანკო სექტორი დღეისათვის უნივერსალურ საკრედიტო სფეროს განეკუთვნება ნებისმიერ განვითარებულ ქვეყანაში.

სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალი სამრეწველო კაპიტალის განკერძოებული ფორმაა. სამრეწველო კაპიტალი თავის წრებრუნვაში სამ სტადიას გადის და შესაბამისად, გამოდის სამ ფუნქციონალურ ფორმაში — ფულადი, სამრეწველო და საქონლური კაპიტალის სახით. იმის გამო, რომ წრებრუნვის სხვადასხვა სტადიები ყოველთვის არ საჭიროებენ კაპიტალის ერთნაირ სიდიდეს, მისი ცალკეული ნაწილები დროებით თავისუფლდება და თავისუფალ ფულად საშუალებებს ქმნის. გარკვეული მოცულობის სახსრები უთავისუფლდება მოსახლეობასაც დანაზოგების სახით. ფულადი სახსრების ეს თავისუფალი მასა გამოდის ბაზარზე და ეძებს „მყიდველს“. „მყიდველის“ როლში გვევლინებიან კომერციული ბანკები, რომლებიც იღებენ ამ ფულად მასას შესანახად (დეპოზიტად) გარკვეული სარგებლის (პროცენტის) ფასად იმ მიზნით, რომ ის შემდეგ თვითონ მიაწოდონ ბაზარს და მოგვევლინონ მისი „გამყიდველის“ (სესხის (კრედიტის) გამცემის) როლში.

სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალის ბაზარზე კრედიტი სასესხო კაპიტალის მოძრაობის ფორმაა, ხოლო ტერმინები „სესხის გამყიდველი“ და „სესხის მყიდველი“, მხოლოდ პირობითი ცნებებია. რეალურად გამსესხებელი რჩება გასესხებული ფულადი სახსრების იურიდიულ მესაკუთრედ. გარკვეული ვადის გასვლის შემდეგ, მსესხებელი მას ამ თანხასაც უბრუნებს და სარგებელსაც (პროცენტს) უხდის. ასე რომ, სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალის ბაზარზე საქმე გვაქვს განსაკუთრებული საქონლის — ფულის მიწოდებამოთხოვნასთან, რომელიც კი არ იყიდება, ამ სიტყვის პირდაპირი მნიშვნელობით, არამედ, გასესხდება. ამით იგი განსხვავდება სხვა სახის ბაზრებისაგან — სამომხმარებლო და სანარმოო დანიშნულების საქონლის ბაზარი, ვალუტის ბაზარი, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და ა. შ. სადაც სავაჭრო გარიგების დადების შემდეგ საქონელს ეცვლება იურიდიული მესაკუთრე.

თანამედროვე ეკონომიკისათვის დამახასიათებელია ის, რომ თავისუფალი ფულადი საშუალებები ძირითადად აკუმულირდება კომერციულ ბანკებში. ამიტომ არის, რომ სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალის ბაზრის ძირითადი მონაწილეები ბანკებია.

საკრედიტო ბაზარი აერთიანებს გარიგებებს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მფლობელებსა და მათ მსესხებლებს შორის, რომელთა როლის შესრულება შეუძლიათ კერძო პირებს, სანარმოო და არასანარმოო დაწესებულებებსა და ორგანიზაციებს და სახელმწიფოს.<sup>1</sup>

სასესხო (საკრედიტო) ბაზარს ყოფენ:

<sup>1</sup> *ქოქიაური ლ. საბანკო საქმიანობის საფუძვლები. ტ. 1, თსუ-ს გამოცემლობა, თბ., 2007, გვ. 193.*

1. სესხ-დეპოზიტების ბაზრად.
2. ბანკთაშორისი კრედიტების ბაზრად.
3. მწარმოებლური კრედიტების ბაზრად.
4. კომერციული კრედიტების ბაზრად და
5. სამომხმარებლო კრედიტების ბაზრად.

პირველ შემთხვევაში გარიგებები იდება საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტებსა და მათ მეანაბრებს შორის, მეორე შემთხვევაში — ცალკეულ კომერციულ ბანკებს შორის, მესამე შემთხვევაში — გარიგებები იდება ბანკებსა და მათ მსესხებლებს შორის და სესხი გაიცემა მხოლოდ სანარმოო დანახარჯების დასაფარავად, მეოთხე შემთხვევაში, სესხი კომერციული დანიშნულებისაა, და იგი ხმარდება განვადებით გაყიდულ საქონლის დაფარვას, მეხუთე შემთხვევაში კი — სესხი ხმარდება სამომხმარებლო საქონლის ღირებულების დაფარვას და სესხზე გარიგებაც იდება ბანკებსა და მოქალაქეებს შორის.

საქართველოს საკრედიტო ბაზარზე 2019 წლის დასაწყისის მდგომარეობით ოპერირებს 15 კომერციული ბანკი, 135 ფილიალი და 792 სერვისცენტრი. ბანკების გაცხადებული სანესდებო ფონდი 1082.6 მლნ ლარს შეადგენს (ცხრილი 7).

**ცხრილი 7**

**საქართველოს კომერციული ბანკების მიერ გაცემული სესხები<sup>1</sup>**

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>სესხები — სულ (მლნ ლარი)</b>	13259.8	15832.4	19300.5	22352.3	26540.4
<b>მათ შორის:</b>					
ეროვნულ ვალუტაში	5616.5	5960.1	7241.9	10001.9	11900.8
უცხოურ ვალუტაში	7643.1	9872.5	12118.5	12350.4	14639.5
<b>საპროცენტო განაკვეთები:</b>					
<b>ა) მოკლევადიან სესხებზე:</b>					
❖ ეროვნულ ვალუტაში	21.6	23.6	21.9	21.3	18.6
❖ უცხოურ ვალუტაში	12	10.9	9.9	8.7	9
<b>ბ) გრძელვადიან სესხებზე:</b>					
❖ ეროვნულ ვალუტაში	15.3	16.5	16	16.3	16.3
❖ უცხოურ ვალუტაში	11	10.4	9.3	8.5	8.0

საქართველოს კომერციული ბანკების მიერ საკრედიტო ბაზრის მეშვეობით გაცემული სესხების მოცულობა და მათი საპროცენტო განაკვეთები იხილეთ ცხრილში 8.

<sup>1</sup> საქართველოს სტატისტიკური წელიწდეული. თბ., 2019, გვ. 242.

**საქართველოს კომერციული ბანკები**

ბანკი	ლიცენზირების თარიღი	ვებ-გვერდი
სს „თიბისი ბანკი“	20.01.1993 წ. №85	<a href="http://www.tbcbank.com.ge">www.tbcbank.com.ge</a>
სს „საქართველოს ბანკი“	15.12.1994 წ. №86	<a href="http://www.bog.ge">www.bog.ge</a>
სს „ლიბერთი ბანკი“ (ყოფილი სს „საქართველოს სახალხო ბანკი“) (ყოფილი სს „აგრომრეწვბანკი“)	10.02.1993 წ. №96	<a href="http://www.libertybank.ge">www.libertybank.ge</a>
სს „ბაზისბანკი“	11.04.1993 წ. №173	<a href="http://www.basibank.ge">www.basibank.ge</a>
სს „ვითიბი ბანკი ჯორჯია“ (ყოფილი „გაერთიანებული ქართული ბანკი“)	07.05.1995 წ. №226-ა	<a href="http://www.tvb.com.ge">www.tvb.com.ge</a>
სს „ბანკი ქართუ“	09.01.1997 წ. №29	<a href="http://www.cartubank.ge">www.cartubank.ge</a>
სს „პროკრედიტ ბანკი“ (ყოფილი სს „საქართველოს მიკროსაფინანსო ბანკი“)	13.05.1999 წ. №233	<a href="http://www.procredibank.ge">www.procredibank.ge</a>
სს „სილქ როუდ ბანკი“ (ყოფილი სს „ბითივი ბანკი“, ყოფილი სს „აბრეშუმის გზა“, ყოფილი სს „ბტა სილქ როუდ ბანკი“)	13.03.2001 წ. №238	<a href="http://www.bta.ge">www.bta.ge</a>
სს „ზირათ ბანკი საქართველო“	16.03.1998 წ. №231-1	<a href="http://www.ziratbank.com.tr">www.ziratbank.com.tr</a>
სს „იმ ბანკი საქართველო“	30.07.2015 წ. №368	<a href="http://www.isbank.ge">www.isbank.ge</a>
სს „ტერაბანკი“	25.01.2008 წ. №110245	<a href="http://www.terabank.ge">www.terabank.ge</a>
სს „ხალიკ ბანკი საქართველო“	29.01.2008 წ. №110246	<a href="http://www.halykbank.ge">www.halykbank.ge</a>
სს „პაშა ბანკი“	17.01.2013 წ. №909	<a href="http://www.pashabank.ge">www.pashabank.ge</a>
სს „ფინკა ბანკი საქართველო“	06.08.2013 წ. №252	<a href="http://www.finea.ge">www.finea.ge</a>
სს „კრედო ბანკი“	20.03.2017 წ. №256	<a href="http://www.credo.ge">www.credo.ge</a>

**VII.4. საკრედიტო ბაზრის მონაწილენი**

**საკრედიტო კაპიტალის ბაზრის მონაწილეები** არიან საფინანსო და არასაფინანსო ორგანიზაციები. საფინანსო ორგანიზაციებს ძირითადად კომერციული ბანკები წარმოადგენენ, ხოლო არასაფინანსოს — არასაბანკო საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები — ლომბარდები, საკრედიტო კოოპერატივები და სხვა დაწესებულებები.

სასესხო კაპიტალის ბაზარზე მუშაობენ **უნივერსალური და სპეციალიზებული კომერციული ბანკები**. **უნივერსალური ბანკი** ახორციელებს ყველა სახის მომსახურებას — იღებს სესხ-დეპოზიტებს, გასცემს სესხებს, ეწევა კონსულტაციებს, ლიზინგს და ა. შ. ამასთან, მისგან კრედიტები გაიცემა ფართო წრის კლიენტურაზე და თანაც — ყველა მიზნით, ყველა დანიშნულებით. ასე რომ, სასესხო კაპიტალის ბაზრის ამ სეგმენტში მისული მომხმარებელი (კლიენტი), რომელსაც პირობითად სესხის ყიდვა (აღება, სესხება) უნდა, უკან ცარიელი არ ბრუნდება.

**სპეციალიზებული კომერციული ბანკი** ისეთი ბანკია, რომელიც სპეციალიზდება ერთი ან რამდენიმე სახის საბანკო ოპერაციაზე. ცალკეულ ქვეყანაში საბანკო კანონ-

მდებლობა ეწინააღმდეგება ან უბრალოდ უკრძალავს ბანკებს ოპერაციების ფართო წრის განხორციელებას<sup>1</sup> (ამის მიზეზია ის მწარე გამოცდილება, რომელიც თავს დაატყდათ მათ „დიდი დეპრესიის“ წლებში (1929-1933 წ.წ.). მაშინ „მუდმივი კონიუნქტურის“ იმედით ბანკები მოკლევადიანი ანაბრების ხარჯზე გასცემდნენ გრძელვადიან სესხებს და როცა დაიწყო კრიზისი, მათ შეეძლოთ, არა თუ დეპოზიტების დაბრუნება, არამედ დეპოზიტებზე პროცენტების გადახდაც კი. შედეგად, დაინგრა და დაიღუპა მრავალი წვრილი ბანკი. გადარჩნენ მხოლოდ მსხვილი ბანკები). მით უფრო, რომ ცალკეულ სპეციალურ ოპერაციებზე ბანკების მოგება ხშირად იმდენად დიდია, რომ სხვა სფეროებში საქმიანობა მათთვის აუცილებელი არც ხდება.

მსოფლიო პრაქტიკით სპეციალიზებული ბანკების სახეობა: **შემნახველი ბანკები, იკოთაჟური ბანკები, საინვესტიციო ბანკები, საქმიანი ბანკები, სამშენებლო-შემნახველი ბანკები** და ა. შ.

- ❖ **შემნახველი ბანკები** ინახავენ მოსახლეობის ანაბრებს, ანუ ისინი მოსახლეობისაგან იღებენ სესხ-დეპოზიტებს გარკვეული პროცენტის ფასად.
- ❖ **იკოთაჟური ბანკები** გასცემენ კრედიტებს უძრავი ქონების გირავნობით (სანინდარით).
- ❖ **საინვესტიციო ბანკები** სახსრებს აბანდებენ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.
- ❖ **სამშენებლო-შემნახველი ბანკები** კრედიტებს გასცემენ ბინების შესაძენად.
- ❖ **საქმიანი ბანკები** სესხს გასცემენ ბიზნესმენტთა საქიროებისათვის და ა. შ.

მსოფლიოს რიგ ქვეყნებში ბანკების სპეციალიზაციის პრიციპი დომინირებს (საფრანგეთი, აშშ, იტალია, დიდი ბრიტანეთი, ნაწილობრივ იაპონია), ზოგან კი — უნივერსალიზაციის პრინციპი (შვეიცარია, ავსტრია, გერმანია). ეს ისე არ უნდა გავიგოთ, რომ მაგალითად, შვეიცარიაში ან ავსტრიაში არ იყოს სპეციალიზებული ბანკები, ანდა პირიქით — საფრანგეთში ან აშშ-ში — უნივერსალური ბანკები. რა თქმა უნდა არა. ამა თუ იმ ქვეყნის სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალის ბაზარზე ბანკის ერთი ტიპის დომინირება გაგებული უნდა იქნეს, როგორც ტენდენცია. ცალკეულ ქვეყნებში, სადაც ბატონობენ, მაგალითად, უნივერსალური ბანკები, მრავალრიცხოვანი სპეციალიზებული ბანკები არსებობენ და პირიქით, დომინირებული სპეციალიზებული ბანკების ქვეყნებში, სულ უფრო მჟღავნდება ბანკების უნივერსალიზაციის ტენდენცია. ეს პროცესი განსაკუთრებით შესამჩნევი გახდა 60-იანი წლების ბოლოს და 70-იანი წლების დასაწყისში. იგი დაუკავშირდა ინტერნაციონალიზაციის პროცესის დაწყებას. წარმოიქმნა საერთაშორისო საბანკო დაჯგუფებები, რომლებმაც გააერთიანეს წამყვანი საერთაშორისო ბანკები და სასესხო კაპიტალის მსოფლიო ბაზარზე გამოვიდნენ მსხვილი მსესხებლის

<sup>1</sup> როდე ე. ბანკები, ბირჟები და სავალუტო ოპერაციები კაპიტალისტურ ქვეყნებში, ქუთაისი, „სარანგი“, 1993, გვ. 14.

და გამსესხებლის როლში (პირველი ასეთი საბანკო გაერთიანებები იყვნენ „ბეკორ“-ი, „ბიკი“ და სხვები). ამ პერიოდში მსოფლიოში არსებობდა 20 უმსხვილესი საბანკო მონოპოლია, რომლებიც მთლიანად აკონტროლებდნენ სასესხო კაპიტალის ბაზარს. ბაზარზე მათ მიერ დაკავებული ადგილები და სასესხო კაპიტალის ბრუნვის მოცულობა იხილეთ ცხრილში.

**ცხრილი 9**

**მსოფლიოს 20 უმსხვილესი საბანკო მონოპოლია 2000 წლის მდგომარეობით<sup>1</sup>**

ბანკის დასახელება	სათაო ოფისის ადგილი	სასესხო კაპიტალის ბაზარზე დაკავებული პოზიცია	საკრედიტო რესურსების ბრუნვა (მლრდ დოლარი)
Sitikorp	ნიუ-იორკი	1	125.9
Bank of Amerika Korp	სან-ფრანცისკო	2	115.4
Dei-iti Kange Bank	ტოკიო	3	110.3
Fudsi Bank	ტოკიო	4	103.5
Semitopo Bank	საკა	5	101.3
B.N.P.	პარიზი	6	101.00
Mizubisi Bank	ტოკიო	7	98.7
Berkleis Grup	ლონდონი	8	94.1
Sanva Bank	საკა	9	91.3
Kredit Agrikoli	პარიზი	10	90.2
kredit lione	პარიზი	11	88.1
Neshnl Wesminster	ლონდონი	12	87.1
Sosiete General	პარიზი	13	86.3
Deuhe Bank	მაინის ფრანკფურტი	14	76.8
Midlend Bank	ლონდონი	15	76.3
Heis Nanzeten Bank	ნიუ-იორკი	16	75.4
Norisykin Bank	ტოკიო	17	75.2
Indastriel Bank	ტოკიო	18	71.3
De Epen Mizui Bank	ტოკიო	19	67.2
Reial Bank of Kanada	მონრეალი	20	65.7

როგორც ცხრილიდან ჩანს, მსოფლიო სასესხო კაპიტალის ბაზარზე **XX** საუკუნის ბოლოს პირველ-მეორე ადგილს ამერიკის ბანკები — „Sitikorp“-ი და „Amerika“ იკავებდნენ. ამ პერიოდში აშშ-ში 14965 ბანკი ფუნქციონირებდა. მათი უმრავლესობა იყო მცირე. აშშ-ს ბანკები 80-იანი წლებისთვის 1292.3 მლრდ დოლარ დეპოზიტს (როგორც საკრედიტო რესურსს) ფლობდნენ.

აშშ-ს საბანკო პრაქტიკაში 60-იანი წლებიდან გამოჩნდა, ე. წ. ერთი ქსელის ბანკები და საბანკო ჯგუფები. ასეთი წარმონაქმნის საფუძვლად ითვლება ახალი ინსტიტუტის დაფუძნება, რომელიც თვითონ არ ითვლება ბანკად, მაგრამ რომელსაც ემორჩილება მრავალი ბანკი. თუ ინსტიტუტის რიგში ცალკეული პირი ან პირთა ჯგუფი გამოდის,

<sup>1</sup> როდე ე. ბანკები, ბირჟები და სავალუტო ოპერაციები კაპიტალისტურ ქვეყნებში, ქუთაისი, 2003, გვ. 17.

მაშინ ასეთი ინსტიტუტი ერთი ქსელის ბანკად იწოდება. დიდი მნიშვნელობა აქვს საბანკო ჯგუფებსაც. ისინი ჰოლდინგებად იწოდებიან. ჰოლდინგი არის სააქციო საზოგადოება, რომელიც ფლობს ერთი ან რამდენიმე ბანკის აქციების მინიმუმ 2.5%-ს. ამჟამად, ჰოლდინგები მნიშვნელოვან გავლენას ახდენენ ამერიკის საბანკო საქმეზე და საერთოდ, სასესხო კაპიტალის ამერიკის ბაზარზე.

იმავე XX საუკუნის ბოლოს, მსოფლიოს 20 უმსხვილეს ბანკს შორის მე-3, მე-4, მე-5, მე-7, მე-9, მე-17 და მე-19 ადგილები ეკავათ იაპონიის ბანკებს. ეს იმას ნიშნავდა, რომ სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალის მსოფლიო ბაზარზე იაპონია საკმაოდ ანაგრიშ-გასაწევ ძალას წარმოადგენს. ასეა ამჟამადაც.

იაპონიის საბანკო საქმე აგებულია ამერიკული ნიმუშის მიხედვით. იქ საბანკო საქმე მეტად კონცენტრირებულია. XX საუკუნის ბოლოს იაპონიაში მხოლოდ 76 — კომერციული ბანკი მოქმედებდა, მათ შორის, 13 — საქალაქო ბანკი (2762 ფილიალით), 63 — რეგიონული ბანკი (5864 ფილიალით), 7 — ტრასტ-ბანკი (324 ფილიალით), 3 — გრძელვადიანი დაკრედიტების ბანკი (55 ფილიალით). მის გარდა ქვეყანაში მოქმედებდა 71 — უცხოური ბანკი.

გარდა ამ ბანკებისა, იაპონიაში მრავლად არსებობენ საკრედიტო კოოპერატივები, მუშათა საკრედიტო ასოციაციები და სხვები. ისინი მცირე საწარმოებს და აგრეთვე მუშა-მოსამსახურეებს აძლევენ სესხებს და იღებენ სესხ-დეპოზიტებს.

მსოფლიოს უმსხვილეს ბანკებს შორის მე-6, მე-10 და მე-11 ადგილები საფრანგეთის ბანკებს უკავიათ. ფრანგულ კომერციულ ბანკებს შორის გამოიყოფა 4 ჯგუფი:

1. საკუთრივ კომერციული ბანკები.
2. კოოპერატიული ბანკები.
3. ფინანსური დაწესებულებები.
4. სახელმწიფო და შერეული ბანკები.

ბანკების თითოეული ჯგუფი მრავალი სახის ბანკს აერთიანებს. მთლიანად ქვეყანაში ფუნქციონირებს 271 — დეპოზიტური ბანკი, 33 — საქმიანი ბანკი, 61 — საშუალო და გრძელვადიანი დაკრედიტების ბანკი, 40 — სახალხო ბანკი, 6400 — აგრარული დაკრედიტების ბანკი და სხვა.

დიდი ბრიტანეთის 3 უმსხვილესი ბანკი მსოფლიოში მე-8, მე-12 და მე-15 ადგილზე დგას. საერთოდ ცნობილია, რომ ინგლისური ბანკები 200 წელზე მეტია წამყვან როლს თამაშობენ მსოფლიოში.

ბრიტანეთის კომერციული ბანკების სისტემა ძლიერ დიფერენცირებულია. ბრიტანეთის კომერციული ბანკები 3 ჯგუფად იყოფიან:

1. დეპოზიტური ბანკები.
2. სააღრიცხვო სახლები.

### 3. აქცეპტური სახლები.

დიდ ბრიტანეთში არსებობენ შემნახველი სალაროებიც, შემნახველი ბანკებიც, საკრედიტო კოოპერატივებიც და მრავალი სხვა ბანკის მსგავსი ინსტიტუტები.

გერმანიის ბანკებიდან მსოფლიოში მე-14 ადგილზე იდგა „Deuhe Bank“-ი. გერმანიის ბანკები ჯგუფდება:

1. კომერციულ ბანკებად.
2. შემნახველ სალაროებად და საკრედიტო საზოგადოებებად.
3. იპოთეკურ ბანკებად და სამშენებლო შემნახველ სალაროებად.
4. სამომხმარებლო საკრედიტო ბანკებად.
5. ინვესტიციურ კომპანიებად.
6. საკრედიტო ინსტიტუტებად.

XX საუკუნის ბოლოს გერმანიაში 283 კომერციული ბანკი მოქმედებდა. მათ შორის დომინირებდნენ „Deuhe Bank“-ი, „Dresden Bank“-ი და „Komerz Bank“-ი. მათი საერთო საკრედიტო რესურსი 444.7 მლრდ მარკას შეადგენდა, ხოლო ფილიალების რიცხვი — 3132 ერთეულს.

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, არასაფინანსო ორგანიზაციებიდან სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალის ბაზარზე მუშაობენ საკრედიტო კოოპერატივები, ლომბარდები, სამშენებლო-საკრედიტო კოოპერატივები და სხვები. მათ მართალია არა აქვთ საბანკო ლიცენზია. მაგრამ თითქმის ბანკების ანალოგიურ საქმეს აკეთებენ. მაგალითად, რუსეთში ფართოდ გავრცელებული — ურთიერთდაკრედიტების საზოგადოებები იღებენ ანაბრებს და იძლევიან სესხებს. ეს ფაქტიურად არის საბანკო ოპერაცია. იგივეს აკეთებენ ლომბარდები, რომლებიც აკრედიტებენ ფიზიკურ პირებს ძვირფასი ლითონების სანინდრით (გირაოთი). ლომბარდები მეტად მობილური არიან და ისინი მხოლოდ ამით უნევენ კონკურენციას ბანკებს.

ზოგიერთ ქვეყანაში სასესხო კაპიტალის ბაზარს ერთვებიან სადაზღვევო და არასახელმწიფო საპენსიო ფონდებიც. მაგალითად, გერმანიაში სადაზღვევო კომპანიები ახდენენ სამრეწველო და სავაჭრო ფირმებს გრძელვადიან დაკრედიტებას.<sup>1</sup> ეს, რა თქმა უნდა, ამცირებს კომერციული ბანკების აქტიური ოპერაციების მოცულობას, თუმცა, არ ამცირებს სასესხო კაპიტალის ბაზარზე სესხის მიწოდების მოცულობას. ბაზრისთვის არა აქვს მნიშვნელობა ვინ მიანოდებს მას თავისუფალ ფულს — სადაზღვევო კომპანია თუ ბანკი.

სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალის ბაზარს ჰყავს არასაფინანსო მონაწილეებიც. მრავალ ქვეყანაში ასეთთა რიცხვში გამოდიან საფოსტო დანესებულებები, რომლებიც იღებენ ანაბრებს და გასცემენ სესხებს, გადარიცხავენ ფულად სახსრებს და ა. შ. ეს

<sup>1</sup> *ქოქიაური ლ. საბანკო საქმიანობის საფუძვლები. ტ. 1, თსუ-ს გამოცემლობა, თბ., 2007, გვ. 203.*

დანესებულებები მეტად ხელმისაწვდომია მოსახლეობისათვის და ამიტომ მათ საკმაო რაოდენობის კლიენტურა ჰყავთ.

**საკრედიტო კაპიტალის ბაზრის სტრუქტურა.** მართალია, ჩვენ აღვნიშნეთ, რომ ამ უკანასკნელ წლებში საბანკო ბაზარზე შეიმჩნევა არასაბანკო და არასაფინანსო ინსტიტუტების ფართო მასშტაბით შეჭრა, მაგრამ სასესხო (საკრედიტო) კაპიტალის ბაზარი მაინც არის ბანკების სადეპოზიტო და საკრედიტო მომსახურების ბაზარი. პირველ შემთხვევასი ბანკები არიან მსესხებლები (დეპოზიტის შემნახველები), მეორე შემთხვევაში — გამსესხებლები.

ამიტომ, როცა სასესხო კაპიტალის სტრუქტურაზეა საუბარი, უნდა გამოვყოთ ბაზრის ორი სეგმენტი: **სადეპოზიტო მომსახურების** და **საკრედიტო მომსახურების**. პირველ სეგმენტში თაისუფალი ფულის მქონე პირები (იურიდიულიც და ფიზიკურიც) მას აწოდებენ ბანკებს, მეორე შემთხვევაში კი — ბანკები აწოდებენ ამ ფულს იმ ფიზიკურ და იურიდიულ პირებს, რომელთაც ფულზე გაუჩნდათ მოთხოვნა. როგორც ერთი, ისე მეორე სეგმენტი, შეიძლება კიდევ დაიყოს ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ნიშნით (ფიზიკური პირი, იურიდიული პირი), გეოგრაფიული ნიშნით (სოფლად მდებარე, ქალაქად მდებარე), დემოგრაფიული ნიშნით (ახალგაზრდა, მონიფული ასაკის, მოხუცი და ა. შ.).

ჩვენს ეპოქაში, რომლისთვისაც დამახასიათებელია გლობალიზაციის სწრაფი ზრდა, მეტად მნიშვნელოვანია სასესხო (საკრედიტო) ბაზრის გეოგრაფიულ (სივრცობრივ) სეგმენტაციაზე ყურადღების გამახვილება. ცხადია, არსებობენ და კიდევაც იარსებებენ (თუმცა, შეზღუდულად) სასესხო კაპიტალის ლოკალური (ქალაქის, რაიონის) და ეროვნული ბაზრები, მაგრამ, როგორც ჩანს, სულ უფრო განვითარდება სასესხო კაპიტალის მსოფლიო ბაზარი და მაშინ ნებისთინ თუ უნებლიეთ ჩაერთვება ყველა ქვეყანა.

**კონკურენცია სასესხო კაპიტალის ბაზარზე.** სასესხო კაპიტალის ბაზარზე კონკურენცია მიმდინარეობს:

- ❖ კომერციულ ბანკებს შორის;
- ❖ სხვა საფინანსო და არასაფინანსო ინსტიტუტებს შორის;
- ❖ კომერციულ ბანკებსა და სხვა საფინანსო და არასაფინანსო ინსტიტუტებს შორის.

კონკურენციის კრიტერიუმებია:

- ❖ მომსახურების ფასი;
- ❖ სესხის სარგებლის (პროცენტის) განაკვეთი;
- ❖ მომსახურების ხარისხი;
- ❖ მომსახურების მოცულობა და სახეები.

XIX საუკუნის პირველ ნახევრამდე, როცა საბანკო დანესებულებები შედარებით ცოტა იყო, და, სასესხო კაპიტალის ბაზარიც არ იყო გაჯერებული, ბანკებს შორის კონკურენცია არც ხდებოდა და არც იყო საჭირო, რადგან ნებისმიერ ბანკს შეეძლო გაეფართოებინა თავისი საქმე ისე, რომ არ შეეღახა სხვა ბანკის ინტერესები.

XX საუკუნეში და მიტ უფრო XXI საუკუნის დასაწყისში, ვითარება შეიცვალა. საბანკო კონკურენცია გამძაფრდა და მასაც დაეტყო გლობალიზაციის ტენდენცია. კერძოდ, დაიწყო სასესხო კაპიტალის სულ უფრო დიდი მოცულობების გადადინება ერთი ქვეყნიდან მეორეში. მას საფუძვლად დაედო გლობალიზაციის პროცესში განვითარებადი და გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების აქტიური ჩართვა, მათთან საფინანსო ბაზრების საქმიანობის ლიბერალიზაცია, რამაც სწორედ უზრუნველყო მათი აქტიური ინტეგრაცია საერთაშორისო საფინანსო ურთიერთობების სისტემაში.

ასე რომ, თანამედროვე საკრედიტო კაპიტალის ბაზარი ხასიათდება სასესხო კაპიტალის დიდი მოცულობით (ტევადობით), მონაწილეთა დიდი რაოდენობით და მათ შორის მძაფრი კონკურენციით.

#### **საკონტროლო კითხვები:**

1. რა სპეციფიკური თვისებები აქვს კრედიტს, როგორც საბირჟო საქონელს?
2. ჩამოთვალეთ კრედიტის მაკლასიფიცირებელი ნიშნები.
3. ჩამოთვალეთ და დაახასიათეთ დაკრედიტების პრინციპები.
4. რას წარმოადგენს საკრედიტო ბაზარი? რა თავისებურება აქვს მას სხვა ბაზრებთან შედარებით?
5. ჩამოთვალეთ საკრედიტო ბაზრის მონაწილენი.
6. რა განსხვავებაა უნივერსალურ და სპეციალიზებულ ბანკებს შორის?
7. რა მაჩვენებლებით ფასდება მსესხებლის კრედიტუნარიანობა?

## თავი VIII. ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის და ღირებულების განსაზღვრა

### VIII.1. ფასიანი ქაღალდების ღირებულება

**ფასიანი ქაღალდის ღირებულება** ეს არის გარკვეული საინვესტიციო ხარისხისა და მმართველობითი შესაძლებლობების ფულადი ეკვივალენტი, რომელიც დამოკიდებულია კონკრეტულ მიზნებსა და შეფასების მეთოდებზე. რაც უფრო მეტი უფლებები აქვს ფასიანი ქაღალდის მფლობელს, მით უფრო მაღალი უნდა იყოს მისი ღირებულება. ფასიანი ქაღალდის ღირებულების სიდიდე დამოკიდებულია მასზე მოთხოვნისა და მიწოდების ურთიერთმიმართებაზე.

ფასიანი ქაღალდების ემისიის დროს მათი ღირებულება განისაზღვრება, როგორც დანახარჯების სიდიდე ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზე და განთავსებაზე, ხოლო ფასიანი ქაღალდის შეძენის დროს — როგორც შესაძლო შემოსავალი, რომელიც მიიღება ფასიანი ქაღალდის მომავალში მიმოქცევის შედეგად. კონვერტაციის დროს კი ღირებულება განისაზღვრება, როგორც გაცვლილი ფინანსური აქტივის ჩანაცვლების ღირებულება.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სხვადასხვაგვარი საფონდო ოპერაციების ჩასატარებლად. გამოიყენება სხვადასხვა ღირებულების ფასიანი ქაღალდები.

**ფასიანი ქაღალდების ღირებულების სახეები.** არსებობს ფასიანი ქაღალდების ღირებულების შემდეგი სახეები:<sup>1</sup>

- ❖ **ნომინალური ღირებულება** — ეს არის ღირებულება, რომელიც აღნიშნულია ფასიან ქაღალდზე. იგი განისაზღვრება ემისიის პროცესში ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევაში გაშვებისას დამფუძნებლების გადაწყვეტილებით (აქციონერები, ობლიგაციონერები). გარკვეულწილად ეს პირობითი სიდიდეა, რამდენადაც ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარზეც კი ისინი შეიძლება არ გაიყიდოს ნომინალური ღირებულებით. ნომინალური ღირებულება გამოიყენება აქციებზე დივიდენდების განსაზღვრისას და სხვა ფასიანი ქაღალდების მიმართ პროცენტების დასადგენად (ობლიგაციები);
- ❖ **საემისიო ღირებულება** — ეს არის ფასიანი ქაღალდის გაყიდვის ფასი მისი პირველადი განთავსებისას. იგი შეიძლება იყოს ნომინალურ ღირებულებაზე მეტი, ნაკლები ან ტოლი;

<sup>1</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 173-174.

- ❖ **საბალანსო ღირებულება** — განისაზღვრება საწარმოს ფინანსური ანგარიშგების საფუძველზე, როგორც სააქციო საზოგადოების საკუთარი სახსრებით შექმნილი ქონების ღირებულების შეფარდება გამოშვებული აქციების რაოდენობასთან. საბალანსო ღირებულება გამოიყენება გადაფასებისას, დაზღვევისას, გაყოფისას, შეერთებისას, ლისტინგის ჩატარებისას;
- ❖ **სააღრიცხვო ღირებულება** — ეს არის ღირებულება, რომლის მიხედვითაც ფასიანი ქაღალდები ირიცხება საწარმოს ბალანსზე მოცემულ მომენტში. იგი განისაზღვრება როგორც ფაქტიური დანახარჯების თანხა ფასიანი ქაღალდების შეძენაზე ან გამოშვებაზე. გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების აღრიცხვაზე აყვანის დროს;
- ❖ **დისკონტირებული ღირებულება** არის ღირებულება, რომელიც განისაზღვრება ფულადი ნაკადების დისკონტირების საფუძველზე დისკონტირების კოეფიციენტისა და ინვესტირების ნორმის გამოყენებით. გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების სამომავლო ღირებულების პროგნოზირებისთვის;
- ❖ **კონვერსიული (გაცვლითი) ღირებულება** არის გაცვლის ღირებულება. იგი გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების კონვერტაციისას;
- ❖ **საკურო ღირებულება** არის ღირებულება, რომელიც ასახავს კონკრეტულ მომენტში ფასიანი ქაღალდების მიწოდებასა და მოთხოვნას შორის თანაფარდობას. განისაზღვრება როგორც თანაფარდობა მოცემულ მომენტში მიმდინარე ფასს, ანუ შეძენის შესაძლო ფასსა და ნომინალურ ფასს შორის;
- ❖ **საბაზრო ღირებულება** განისაზღვრება, როგორც ფასიანი ქაღალდების ღირებულება მიმდინარე მომენტში. იგი ასახავს ბაზრის ნამდვილ კონიუნქტურას მოთხოვნასა;
- ❖ **შიდა ღირებულება** — ყველა მომავალი ფულადი სახსრების ნაკადების დაყვანილი ღირებულება, რომელსაც მიიღებს ფასიანი ქაღალდის მფლობელი შესაბამისი პერიოდის დროს;
- ❖ **საბირჟო ღირებულება** — ეს არის ღირებულება, რომელიც განისაზღვრება ბირჟაზე, როგორც გარიგების საშუალო ფასი განსაზღვრულ პერიოდში;
- ❖ **სადაზღვევო ღირებულება** — განისაზღვრება, როგორც ფასიანი ქაღალდის ღირებულების სადაზღვევო ანაზღაურების სიდიდე;
- ❖ **საბირჟანო ღირებულება** — გირაოს უზრუნველყოფის შესაძლო ღირებულება ფასიანი ქაღალდის სწრაფი გაყიდვის დროს;
- ❖ **სალიკვიდაციო ღირებულება** განისაზღვრება საწარმოთა ლიკვიდაციის დროს ფასიანი ქაღალდების გამოსასყიდად და დასაფარავად. იგი გვიჩვენებს მატერიალური და არამატერიალური აქტივების ღირებულების რა ნაწილი (შესაძლო

რეალიზაციის ფასებით) დარჩება კრედიტორებთან ანგარიშსწორების შემდეგ ერთ ფასიან ქალაქზე გაანგარიშებით.

შეიძლება გამოიყოს ასევე, საშუალო სააუქციონო ღირებულება, ინფლაციური ღირებულება, საინვესტიციო ღირებულება, საბაზისო ღირებულება და სხვა.

ასე რომ, ერთი და იგივე ფასიანი ქალაქი შეიძლება შეფასდეს ერთდროულად რამდენიმე ღირებულებით, რომლებიც სიდიდის მიხედვით არსებითად განსხვავდებიან ერთიმეორისგან.

ღირებულება და ფასი მჭიდროდ არიან ერთიმეორესთან დაკავშირებული. თავდაპირველად განისაზღვრება ფასიანი ქალაქის ღირებულება, ამის შემდეგ, გარიგების დადების მომენტში მის საფუძველზე წესდება ფასი.

## VIII.2. ფასიანი ქალაქის შემოსავლიანობა

ფასიან ქალაქებში დაბანდებული კაპიტალი წარმოადგენს ფინანსურ, ანუ პორტფელურ ინვესტიციებს. ცხადია, არც ერთი ინვესტორი კაპიტალს არ დააბანდებს ისეთ საქმეში, საიდანაც შემოსავალს არ მიიღებს. ასეა ამ შემთხვევაშიც.

ფირმა-ინვესტორი ბირჟაზე ყიდულობს ფასიან ქალაქებს და ხდება მათი მესაკუთრე. თუ ინვესტორმა იყიდა ობლიგაციები, მას მისგან მიღებული პროცენტული სარგებელი აინტერესებს, ხოლო თუ იყიდა აქციები, მაშინ მას დივიდენდი ანდა, და უფრო მეტად, აქციის საბაზრო ფასის ცვლილებით მოგების მიღება აინტერესებს (იყიდის იაფად, გაყიდის ძვირად). ზოგჯერ პორტფელური ინვესტორის ინტერესია ემიტენტის აქციების პაკეტის ფლობა და ამ გზით მის მართვაში გადამწყვეტი ხმის უფლების მოპოვება. ცხადია, ეს ინვესტორის ამბიცია ან უბრალო კაპრიზი არ არის. ეს მას იმიტომ უნდა, რომ აკონტროლოს ინვესტირების ობიექტი და ყოველწლიურად მისგან დიდი ოდენობის მოგება მიიღოს.

მაშასადამე, ფასიან ქალაქებში ინვესტირების განხორციელების მიზანი არის შემოსავლის მიღება, განურჩევლად იმისა, მას ფირმა-ინვესტორი დივიდენდის სახით მიიღებს, თუ საფონდო ბაზარზე ფასიანი ქალაქების ფასის აწევით.

ინვესტორისთვის, რომელიც საფონდო ბირჟაზე გამოდის ფასიანი ქალაქების მყიდველის როლში, პირველ რიგში, აუცილებელია საფუძვლიანი ინფორმაციის მოპოვება ინვესტირების ობიექტის — ფასიანი ქალაქების შესახებ. ეს სამუშაო იწყება ამ საქმის რისკის დონის შესწავლით. ასევე მნიშვნელოვანია იმის გადანყვეტა, თუ როგორი ტიპის ფასიანი ქალაქები — ჩვეულებრივი აქციები, სახელმწიფო ობლიგაციები, პრივილეგირებული აქციები თუ სხვა იქნეს შეძენილი. აქაც მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული თითოეულის რისკი და მომავალი შემოსავლიანობის დონე. თუ აშშ-ს მაგალითით ვიმს-

ჯგულებით, იქ სამთავრობო და მუნიციპალურ ობლიგაციებს მართალია შემოსავლიანობის დაბალი დონე აქვთ (4-6% საშუალოდ), მაგრამ დაბალი აქვთ კაპიტალის დაკარგვის რისკიც. სანინაალმდეგო მდგომარეობაა ფირმა-ემიტენტების მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებზე. მათი შემოსავალი მაღალია (ჩვეულებრივი აქციების — 7-8%, პრივილეგირებული აქციების — 6-10%), მაგრამ სამაგიეროდ კაპიტალის დაკარგვის რისკი აქვთ მაღალი.

მაშასადამე, რაც უფრო დაუცველია ფასიანი ქაღალდი, მით უფრო მეტ შემოსავალს პირდება მყიდველს მომავალში, ხოლო რაც უფრო დაცულია და გარანტირებული, მით უფრო ნაკლებს.

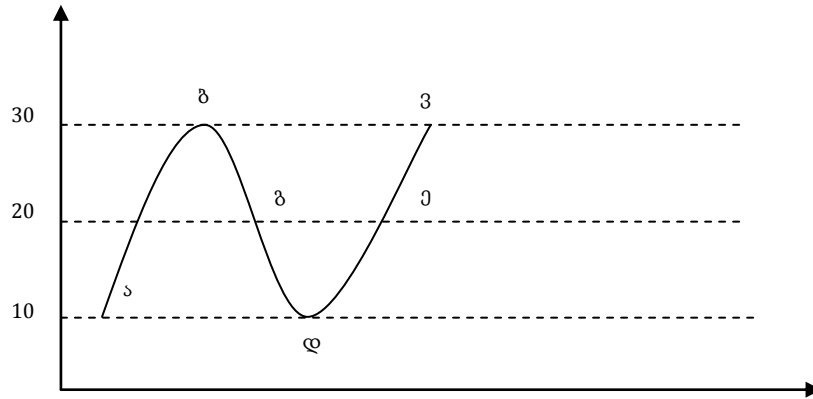
ფასიანი ქაღალდების მყიდველი (ინვესტორი) ფირმის ფინანსური მენეჯერი აუცილებლად უნდა ფლობდეს ფასიანი ქაღალდების შერჩევის და ანალიზის უნარს, ანდა მან ეს საქმეც მთლიანად უნდა მიანდოს საბროკერო კომპანიას, რომელიც თავისი რისკით შეასრულებს ამ სამუშაოს. აქ საჭიროა არა მხოლოდ ემიტენტი ფირმების ეკონომიკური მდგომარეობის (ამჟამად და მომავალში) შეფასება, არამედ ქვეყნისაც, რამეთუ, თუ ქვეყნის ეკონომიკა არასტაბილურია, ცხადია სტაბილური ვერც ცალკეული ფირმების, მოცემულ შემთხვევაში, ფასიანი ქაღალდების ემიტენტების ეკონომიკაც სტაბილური ვერ იქნება. მყიდველმა უნდა იცოდეს, რომ რისკის კომპენსირება შემოსავლით უნდა მოხდეს, თუმცა ეს ორი მაჩვენებელი ერთმანეთთან ორგანულ კავშირში არ არის. შეიძლება 10%-იანი შემოსავლის მქონე ფასიანი ქაღალდი უფრო სარისკო აღმოჩნდეს, ვიდრე 15%-იანი. ფირმა-ინვესტორს ისიც უნდა ახსოვდეს, რომ რისკი ყოველგვარ კაპიტალს ემუქრება, თვით სახლში შენახულსაც (მაგალითად, ინფლაცია). რისკისგან არ არის დაზღვეული ბანკში შენახული კაპიტალიც, რადგან ბანკი შეიძლება გაკოტრდეს. რაც შეეხება ფასიან ქაღალდებში განთავსებულ კაპიტალს, მისი ბედი უმეტესწილად თვითონ ფირმა-ინვესტორის ფინანსური მენეჯერის ნიჭსა და უნარზე, გათვლების სისწორეზე, ოპერატიულ და ლოგიკურ აზროვნებაზეა დამოკიდებული.

ბირჟაზე გასაყიდად გამოტანილი აქციები ჯგუფდება ა) დაცემის აქციებად; ბ) ზრდის აქციებად; გ) აქტიური შემოსავლების აქციებად; დ) ციკლურ აქციებად.

ზრდის აქციები ეკუთვნით პერსპექტიულ ემიტენტებს. აქტიური შემოსავლების აქციები ეკუთვნით მაღალი დივიდენდების მქონე ემიტენტებს. დაცემის აქციები ეკუთვნით დეპრესირებული დარგების ფირმა-ემიტენტებს. ციკლური აქციები ექვემდებარებიან ეკონომიკის ციკლურ განვითარებას, უფრო ზუსტად მათი კურსი (ფასი) ციკლის დინებაზეა დამოკიდებული. ამის გასაგებად წარმოვიდგინოთ ციკლის მოძრაობა (ნაჩვენებია ნახაზზე 10).

ნახაზიდან ჩანს, რომ „ბ„ მომენტში ნაყიდი აქციების ფასი 30 ლარია, რომელსაც თუ „გ“ მომენტში გავყიდით ნავაგებთ 10 ლარს, ხოლო თუ „ე“ მომენტში გავყიდით

არაფერს არ მოვიგებთ. ყველაზე საუკეთესო იქნება, თუ აქციებს ვიყიდით „ა“ და „დ“ მომენტებში და გავყიდით „ბ“ და „ვ“ მომენტში. მაშინ თითო აქციაზე ორივე შემთხვევაში მოვიგებთ ოც-ოც ლარს. ფირმის მენეჯერებმა უნდა იცოდნენ, რომ ეს მომენტები უცბად არ დგება. ხშირად მას წლები სჭირდება. გამყიდველს, თუ მას ციკლური აქციები აქვს შეძენილი, უნდა ეყოს მოთმინება, რომ დაელოდოს მისთვის სასარგებლო ციკლის დადგომას.



ნახ. 10. ციკლის მოძრაობა<sup>1</sup>

ფინანსური ინვესტიციებიდან, ანუ ფასიანი ქაღალდების შეძენიდან ინვესტორი იღებს შემოსავალს. ამ პროცესის შემოსავლიანობის დონე იანგარიშება:

$$\Pi = \frac{\Delta}{3} \cdot 100$$

ფორმულაში:

$\Delta$  — არის ინვესტორის შემოსავლების მოცულობა (პროცენტი, დივიდენდი, ფასიანი ქაღალდების ბირჟაზე გაყიდვით მიღებული შემოსავალი) მთელ იმ პერიოდში, რომელ პერიოდშიც იგი პორტფელს ფლობს (მიმდინარე ხარჯების გამოკლებით).

$3$  — საწყისი ინვესტიციები, რომელიც ინვესტორმა გასწია ფასიანი ქაღალდების შესაძენად.

ფასიან ქაღალდებს ორნაირი შემოსავალი აქვთ. **პირველი მიმდინარე შემოსავალია.** აქციების შემთხვევაში ეს არის დივიდენდი, ხოლო ობლიგაციების შემთხვევაში — პროცენტი. **მეორე არის კაპიტალური შემოსავალი.** ეს არის ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ფასის (კურსის) აწევით მიღებული შემოსავალი. მიმდინარე შემოსავალს ფირმა-ინვესტორი მუდმივად იღებს, მანამ სანამ იგი ფლობს ფასიან ქაღალდებს, კაპიტალურ შემოსავალს კი ინვესტორი მიიღებს ერთხელ — ფასიანი ქაღალდების გაყიდვისას, ისიც იმ შემთხვევაში, თუ მათმა კურსმა აინია.

<sup>1</sup> ლუდუშაური ზ. ფინანსური მენეჯმენტი. 2015, გვ. 226.

ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ფასი ყალიბდება ბაზარზე ჩამოყალიბებული კონიუნქტურის გავლენით, ე. ი. ფასიანი ქაღალდების მიწოდება-მოთხოვნის მიხედვით. მასზე უამრავი ფაქტორი მოქმედებს. ამიტომ ერთსა და იმავე ფასიან ქაღალდზე ყოველ კონკრეტულ გარიგებას გააჩნია თავისი ღირებულებითი მნიშვნელობა.

პრაქტიკაში გამოყენებაშია ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულების დადგენის რამდენიმე მეთოდი. მათგან შეიძლება გამოვყოთ:

- ❖ შემოსავლიანობის მეთოდი;
- ❖ დანახარჯების მეთოდი;
- ❖ ანალოგების (შედარების) მეთოდი.

შემოსავლიანობის მეთოდით ფასიანი ქაღალდების საბაზრი კურსის განსაზღვრისას მხედველობაში მიიღება მათი მთლიანი სამომავლო შემოსავლები, როგორც მიმდინარე (დივიდენდი, პროცენტი), ისე კაპიტალური (ე. ი. შემოსავალი ფასიანი ქაღალდების მომავალი გაყიდვით). კერძოდ, ხდება მათი დისკონტირება, ანუ შემოსავლების მიმდინარე (თანამედროვე) ღირებულების განსაზღვრა.

მისი საანგარიშო ფორმულა ასეთია:

$$S_0 = \sum_{t=1}^n D \frac{1}{(1+r)^t} + \frac{S_n}{(1+r)^t}$$

ფორმულაში:

$S_0$  — არის ფასიანი ქაღალდების მომავალი შემოსავლების მიმდინარე ღირებულება.

$r$  — არის ბანკის პროცენტი დეპოზიტზე;

$D$  — არის მომავალი დივიდენდები.

$t$  — არის წლები რომლის განმავლობაშიც ფასიანი ქაღალდი მისცემს მის მფლობელს დივიდენს ან პროცენტს.

$S_t$  — არის ფასიანი ქაღალდის სამომავლო გასაყიდი ფასი  $t$  — წლების ბოლოს.

დისკონტირების პროცესი გამოდის იქიდან, რომ აქციის მომავალი შემოსავალი გარკვეული დროის შემდეგ მიიღება. დრო კი ამცირებს ფულის ღირებულებას. ამიტომ ის შემოსავალი, რომელიც ერთი თუ რამდენიმე წლის შემდეგ მიიღებს ფირმა-ინვესტორი, დღევანდელთან შედარებით ნაკლები ღირებულებისაა.

თუ მაგალითად, ინვესტორს ნაყიდი აქვს 1000 დოლარიანი აქცია და მისგან ელოდება პირველი წლის ბოლოს 100 დოლარს, მეორე წლის ბოლოს 200 დოლარ და მესამე წლის ბოლოს 300 დოლარ დივიდენდს, ხოლო მეოთხე წლის ბოლოს ფასის აწევის გამო იგი გაიყიდება 1200 დოლარად და თუ ბანკის პროცენტი არის 10% ( $r = 0,10$ ), მაშინ მოცემული ფორმულის გამოყენებით ამ აქციის დღევანდელი ღირებულება იქნება:

$$S_0 = 100 \cdot \frac{1}{(1+0,10)^1} + 200 \cdot \frac{1}{(1+0,10)^2} + 300 \cdot \frac{1}{(1+0,10)^3} + 1200 \cdot \frac{1}{(1+0,10)^4} = 91 + 165,3 + 225,4 + 819 = 1300,7 \text{ ლარი}$$

ფასიანი ქაღალდების კურსის განსაზღვრის მეორე მეთოდია დანახარჯების მეთოდი. ამ მეთოდის დროს ფასი ისაზღვრება ყველა იმ ხარჯის მხედველობაში მიღებით, რომელიც ინვესტორმა გასწია მის შექმნაზე, შენახვაზე, დაზღვევაზე, მართვაზე და ა. შ.

რაც შეეხება ანალოგების (შედარების) მეთოდს, ამ დროს ფასიანი ქაღალდების კურსი ისაზღვრება სხვა მსგავსი ფასიანი ქაღალდების კურსის მიხედვით, რომლებიც ან უკვე გაიყიდა ახლო წარსულში, ანდა იყიდება საფონდო ბირჟის იმავე აუცქიონზე.

ფირმაში მართვის ყველაზე საკვანძო ობიექტები ფინანსური აქტივებია, მათ შორის კი კაპიტალური ფინანსური აქტივები — **აქციები** და **ობლიგაციები**. სწორედ მათი მეშვეობით ფორმირდება ძირითადად კაპიტალი ფირმაში. ისინი წარმოადგენენ, როგორც ფულადი სახსრების გენერირების (მობილიზაციის) საშუალებებს (აქციების და ობლიგაციების გამოშვებით და გაყიდვით ხდება ფირმაში ფულადი სახსრების მოზიდვა გრძელვადიან სანყისებზე), ისე ფულადი სახსრების ინვესტირების საშუალებებს (აქციებში და ობლიგაციებში ხდება ფირმის დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების დაბანდება).

კაპიტალური ფინანსური აქტივები იყოფა **რისკიან** და **ურისკო აქტივებად**. ურისკო ფინანსურ აქტივებს მიეკუთვნება ისინი, რომელთა მოსალოდნელი შემოსავალი რამდენადმე წინასწარ განსაზღვრულია და მათზე არ მოქმედებს (ან ნაკლებად მოქმედებს) გარე ფაქტორები. მეცნიერები მათ აკუთვნებენ სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს (მაგალითად, სახელმწიფო ობლიგაციებს). ჩვენი აზრით, მათ უნდა მიეკუთვნოს ფირმების პრივილეგირებული აქციებიც. რისკიან ფინანსურ აქტივებს კი მიეკუთვნება ყველა დანარჩენი ფასიანი ქაღალდი, რომელთა მოსალოდნელი შემოსავლების აბსოლიტურად ზუსტად განსაზღვრა შეუძლებელია.

ფირმები ფინანსურ აქტივებში ფულად სახსრებს შემდეგი მიზნებით აბანდებენ:

- ❖ გრძელვადიან პერიოდში სტაბილური შემოსავლების მისაღებად;
- ❖ ფულადი სახსრების სადაზღვევო მარაგის შესაქმნელად (ასეთ დროს ფირმები ყიდულობენ სწრაფად ლიკვიდურ ფასიან ქაღალდებს იმ მოტივით, რომ საჭირო შემთხვევაში სწრაფად გადაიყვანონ ფულში);
- ❖ სპეკულაციური მიზნების განსახორციელებლად (როცა ფირმები ყიდულობენ ფასიან ქაღალდებს იაფად, იმ იმედით, რომ გაყიდვიან ძვირად). ეს სარისკო საქმეა, მაგრამ ფირმების ცხოვრებაში ასეთი ოპერაციები დაშვებულია და სამართლებრივად არის დაკანონებული.

კაპიტალურ ფინანსურ აქტივებთან დაკავშირებული ყველა ოპერაცია ბიზნეს-მენებსა და მენეჯერებისათვის ცნობილია, მაგრამ მათი ეფექტური მართვისთვის და გამოყენებისთვის ეს არ არის საკმარისი. საჭიროა იმ ძირითადი საბაზრო ინდიკატორების ცოდნაც, რომელთა მეშვეობითაც აქტივი სასარგებლო, ან საზარალო გახდება მათთვის. ეს ინდიკატორებია: ფასი, ღირებულება, შემოსავლიანობა და რისკი.

აქციების ჯამური შემოსავალი (დივიდენდი და აქციის კურსის ზრდა) აჭარბებს ობლიგაციებით მიღებულ შემოსავალს. ამიტომ ფირმები ფინანსურ ინვესტიციებს ძირითადად აქციებში ახორციელებენ. მაგრამ ობლიგაციების უპირატესობა აქციებთან შედარებით ის არის, რომ მათ შემოსავლიანობაზე ნაკლებად მოქმედებს ბაზრის კონიუნქტურა. ასე, რომ სტაბილურ სიტუაციაში ფირმებს უჯობთ აქციებში ინვესტირება, არასტაბილურ სიტუაციაში კი ობლიგაციებში ინვესტირება.

როცა ფირმა-ინვესტორი გადაწყვეტს ფინანსური ინვესტიციების განხორციელებას, მან ყურადღება უნდა მიაქციოს ფასიანი ქაღალდების ფასს, ღირებულებას, შემოსავლიანობას და რისკს.

მსჯელობის გასამარტივებლად მეცნიერები ფასს უტოლებენ ღირებულებას, თუმცა, ინვესტორებისათვის იგი სხვადასხვაა, რამეთუ თუ ფასი (P) ერთი და იგივე აქტივზე ყველა ინვესტორისათვის ერთია, ღირებულებები განსხვავებულია, სუბიექტურია — მათ თითოეულ აქტივზე თავისი შინაგანი ღირებულება (V) აქვთ, რომელიც მოცემულ აქტივზე მათი კერძო შეხედულებიდან გამომდინარეობს. აქტივის შინაგანი ღირებულება შეიძლება მეტი ( $V > P$ ), ტოლი ( $V = P$ ) ან ნაკლები ( $V < P$ ) იყოს მის ფასზე.

ფირმა-ინვესტორის პოზიციიდან გამომდინარე, **პირველი თანაშეფარდება ( $V > P$ ) მისთვის მისაღებია და ამ აქტივების ყიდვას მისთვის აზრი აქვს, მეორე თანაშეფარდება ( $V = P$ ) მისთვის არახელსაყრელია, რადგან ასეთი ფასიანი ქაღალდების ყიდვა მას არავითარ შემოსავალს არ მისცემს, ხოლო მესამე თანაშეფარდებით ( $V < P$ ), ის თვლის, რომ აქტივი გადიდებულ ფასად იყიდება და მისი ყიდვიდან იგი თავს შეიკავებს.**

მაშასადამე, ფინანსური რესურსების ბაზარზე ფინანსური აქტივის ფასი რიცხობრივად ყველა ინვესტორისათვის (მყიდველისათვის) ერთია, აქტივის შინაგანი ღირებულება კი ბევრი, ანუ იმდენი, რამდენი ინვესტორიც (მყიდველიც) არის. აქტივებში ინვესტიციების განხორციელებით მათი მოგება-ნაგება იმაზეა დამოკიდებული, თუ რამდენად ხარისხობრივ ინფორმაციას ფლობენ ისინი ფინანსური ბაზრის შესახებ, როგორ რა მიდგომით (მიდგომები სამია: ტექნოკრატიული, ბაშელის თეორია და ფუნდამენტალური მიდგომა) ანგარიშობენ შესაძენი აქტივის შინაგან ღირებულებას, როგორია მათი გათვლები, ინტუიცია და ა. შ.

მეცნიერები ამტკიცებენ, რომ ამჟამად ინვესტორები ფინანსური აქტივის შინაგანი (თეორიული) ღირებულების განსაზღვრისათვის ძირითადად იყენებენ ფუნდამენტალურ მიდგომას. კერძოდ, ჯ. უილიამსის მიერ შემოთავაზებულ მომავალი შემოსავლების დისკონტირებაზე აგებულ მოდელს:<sup>1</sup>

$$V_t = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_k}{(1+r)^k}$$

ფორმულაში:

$V_t$  — ფინანსური აქტივის შინაგანი ღირებულება.

$D_k$  — არის  $k$  პერიოდში მისგან მისაღები შემოსავალი.

$r$  — დისკონტირების განაკვეთი.

$k$  — საპროგნოზო პერიოდი, რომლის განმავლობაში აქტივი იძლევა შემოსავლებს.

ამ მოდელის გამოყენებით მოვიყვანოთ მაგალითი, თუ რამდენად უღირს (ან საერთოდ უღირს კი) ფირმა-ინვესტორს ფასიანი ქაღალდების ყიდვა შემდეგი პირობების შემთხვევაში:

**პირველი მაგალითი:** ნულოვანი კუპონის ობლიგაცია, რომლის ნომინალური ღირებულება 1000 ლარია, ხოლო დაფარვის ვადა 5 წელი, საფონდო ბირჟაზე იყიდება 630 ლარად. შევაფასოთ რამდენად სასარგებლოა მისი ყიდვა ფირმა-ინვესტორისათვის, თუ მას აქვს ფულადი სახსრების დაბანდების სხვა ალტერნატივა, რომელშიც მოგების ნორმა არის 12%.

**ბაღანყვიტა:** გამოვიყენოთ ჯ. უილიამსის მოდელი და ვიანგარიშოთ ობლიგაციის შემოსავლის მიმდინარე ღირებულება:  $V_t = \frac{1000}{(1+0.12)^5} 567$  ლარი. რადგან 567 ლარი ნაკლებია ობლიგაციის ეხლანდელ საბაზრო ღირებულებაზე (630 ლარი), ფირმა ინვესტორს არ უღირს ასეთი ობლიგაციების ყიდვა. ეს ობლიგაციები ბაზარზე გადიდებულ, ე. ი. არარეალურ ფასში იყიდება.

**მეორე მაგალითი:** საფონდო ბირჟაზე X დასახელების აქცია იყიდება 32 ლარად. ამ აქციების ემიტენტი-ფირმა ვარაუდობს, რომ მის მყიდველებს, ე. ი. მომავალ აქციონერებს, იგი გადაუხდის დივიდენდის სახით ყოველ ცალ აქციაზე: პირველ წელს — 1,5 ლარს, მეორე წელს — 2 ლარს, მესამე წელს — 2,2 ლარს, მეოთხე წელს — 2,6 წელს, ხოლო შემდეგ წლებში დივიდენდს გაზრდის თანაბრად — ყოველწლიურად 4%-ით. გამოვიანგარიშოთ მოცემული X აქციის რეალური საბაზრო ფასი და შევაფასოთ

<sup>1</sup> *Ковалев В.В. Финансовый менеджмент, М., 2007, Проспект, 2007, გვ. 705.*

რამდენად სასარგებლოა ფირმა-ინვესტორებისათვის მისი ყიდვა დღეს არსებულ საბაზრო ფასში.

**ბაღანყვიტა:** კვლავაც გამოვიყენოთ ჯ. უილიამსის მოდელი, ტრანსფორმირებული ისეთი აქციებისთვის, რომელთა დივიდენდების მატების ტემპი ერთ პერიოდში თანაბარია, ხოლო მეორე პერიოდში არათანაბარი. იგი ასე წარმოგვიდგება:

$$V_t = \sum_{j=1}^k \frac{D_j}{(1+r)^j} + \frac{D_{k+1}}{r-g} \left( \frac{1}{1+r} \right)^k$$

ფორმულაში:

$D_g$  — დივიდენდია.

$g$  — დივიდენდების მატების პროცენტი.

$r$  — დისკონტირების განაკვეთი (0,12 ანუ 12%).

$k$  — საპროგნოზო პერიოდი.

ჩავსვათ ფორმულაში ჩვენი მონაცემები და მივიღებთ:

$$V_t = \frac{1,5}{(1+0,12)} + \frac{2}{(1+0,12)^2} + \frac{2,2}{(1+0,12)^3} + \frac{2,6}{(1+0,12)^4} + \frac{2,7}{0,12-0,04} \cdot \frac{1}{(1+0,12)^4} = 27,62 \text{ ლარი}$$

ამრიგად, მოცემული X აქციის რეალური ღირებულება არის არა 32 ლარი, როგორც ის იყიდება საფონდო ბირჟაზე, არამედ მხოლოდ 27,62 ლარი. ამდენად მისი ყიდვა ფირმა-ინვესტორებისათვის მოცემულ მომენტში სასარგებლო არ არის.

როგორც ავღნიშნეთ, ფირმა-ინვესტორი ფინანსურ ინვესტიციებს ახორციელებს შემოსავლების მიღების მიზნით. ფინანსური აქტივების შემოსავლიანობა ეს არის ის პროცენტი, რომელიც ამ აქტივებში დაბანდებული ინვესტიციების უკუგებას გვიჩვენებს (სპეციალურ ლიტერატურაში მას მოგების ნორმას უწოდებენ) და იანგარიშება ფორმულით:<sup>1</sup>

$$K = \frac{INC}{IC}$$

ფორმულაში:

INC — არის წლიური შემოსავალი, რომლის გენერირებას მოახდენს ფინანსური აქტივი.

IC — არის ფინანსურ აქტივებში ინვესტირებული კაპიტალი.

<sup>1</sup> *Ковалев В. В. Финансовый менеджмент, М., 2007, Проспект, 2007, გვ.720.*

INC — ის როლში გამოდის დივიდენდი (აქციებზე გაცემული შემოსავალი), პროცენტი (ობლიგაციებზე გაცემული შემოსავალი) და კაპიტალიზირებული შემოსავლის ზრდა.

ფინანსური აქტივის შემოსავალი და შემოსავლიანობა აუცილებლად უკავშირდება რისკს, მეტიც, იგი აუცილებლად შეიცავს რისკის კომპონენტს. ამიტომ ანგარიში აუცილებლად ამ კომპონენტის მხედველობაში მიღებით უნდა მოხდეს.

ასეთი შემოსავლიანობის ანგარიში სხვადასხვა ალგორითმით ხდება. ცალკეული ფასიანი ქაღალდებისათვის, როცა ცნობილია მათი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ვარიანტები (პესიმისტური, რეალისტური, ოპტიმისტური), რისკის საერთო ზომად იყენებენ მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ვარიაციის ამპლიტუდას, რომელიც იანგარიშება ფორმულით:  $R = K_0 - K_p$  (ფორმულაში  $K_0$  არის ოპტიმალური ვარიანტით შემოსავლიანობა,  $K_p$  კი — პესიმისტური ვარიანტით შემოსავლიანობა), ანდა ვარიაციის კოეფიციენტი, რომელიც ასევე განიხილება, როგორც კონკრეტული აქტივის რისკის ხარისხი.

მაგალითად, ფირმა-ინვესტორს აქვს ფინანსურ აქტივებში, კერძოდ, ფასიან ქაღალდებში, კაპიტალის დაბანდების ორი ალტერნატიული ვარიანტი. თითოეულ მათგანის შესახებ მისთვის ცნობილია შემდეგი მონაცემები:

	ვარიანტი „ა“	ვარიანტი „ბ“
ფასიანი ქაღალდის ფასი	12	18
ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა (%):	14	13
პესიმისტური	16	17
რელისტური	18	21

ვიანგარიშით შემოსავლიანობის ვარიაციის ამპლიტუდა:

პირველი ვარიანტისათვის  $R = 18 - 14 = 4$

მეორე ვარიანტისათვის  $R = 21 - 13 = 8$

მაშასადამე, ფირმა-ინვესტორისათვის კაპიტალის დაბანდების მეორე ვარიანტი 2-ჯერ უფრო სარისკოა, რადგან მისი შემოსავლების ვარიაციის ამპლიტუდა ორჯერ მეტია პირველზე.

ასევე ხდება რისკის დონის შეფასება ვარიაციის კოეფიციენტითაც. ამ შემთხვევაში რომელი ვარიანტის ვარიაციის კოეფიციენტიც იქნება მაღალი, ის ვარიანტი ჩაითვლება ყველა უფრო სარისკოდ.

მაგრამ, როგორც წესი, საფინანსო ბაზარზე მხოლოდ ერთი ფასიანი ქაღალდი არ იყიდება. იქ ფასიანი ქაღალდების სიმრავლეა. ამიტომ ფინანსური აქტივების შეფასება და არჩევა მთლიანი ბაზრის კონტექსტში, ე. ი. ამ კონკრეტული აქტივის ანალოგიურ

აქტივებთან ურთიერთკავშირსა და ურთიერთგანპირობებულობაში უნდა მოხდეს. აქ უკვე ანგარიშში უნდა ჩაირთოს საშუალო საბაზრო შემოსავლიანობა ( $K_m$ ), ურისკო შემოსავლიანობა ( $K_{ij}$ ), ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ( $K_e$ ) და  $\beta$  - კოეფიციენტი, რომელიც ახასიათებს კონკრეტული ფასიანი ქაღალდის წილს საბაზრო პორტფელის რისკის საერთო დონეში და ა. შ. ცხადია, ეს გათვლები რთულია, თანაც ამ გაანგარიშებების ალგორითმში მეცნიერებს ერთიანი შეხედულება არა აქვთ.

მარტივი მეთოდით, როცა კონკრეტული კომპანიის აქციების შემოსავლიანობას რისკის დონის თვალსაზრისით საშუალო საბაზროს ადარებენ, ანგარიშობენ  $\beta$  კოეფიციენტს. იგი ტოლია:<sup>1</sup>

$$\beta = \frac{\Delta K_{ij} - \text{კომპანიის აქციების შემოსავლიანობის ნამატი}}{\Delta K_{mj} - \text{აქციების საშუალო საბაზრო შემოსავლიანობის ნამატი}}$$

ამ კოეფიციენტის 1-ზე მეტი მნიშვნელობა გვიჩვენებს, რომ კომპანიის აქციების შემოსავლიანობის რისკის დონე აღემატება მათ საბაზრო შემოსავლიანობის რისკს. (საბაზრო შემოსავლიანობის  $\beta=1$ -ს). თუ კოეფიციენტი 1-ზე ნაკლებია ( $\beta < 1$ ), ეს ნიშნავს, რომ კომპანიის აქციების შემოსავლიანობის რისკი საშუალო საბაზროზე ნაკლებია, ხოლო თუ  $\beta=1$ , მაშინ კომპანიის აქციების შემოსავლიანობას საშუალოდ ისეთივე რისკი აქვთ, როგორც მათ საბაზრო შემოსავლიანობას. ცხადია, ფირმის ფინანსური მენეჯერი უნდა ცდილობდეს, რომ მისი ფასიანი ქაღალდების  $\beta$  კოეფიციენტი დინამიკაში არ იზრდებოდეს.

### საკონტროლო კითხვები:

1. რას ეწოდება ფასიანი ქაღალდების ღირებულება?
2. ფასიანი ქაღალდების რამდენი ღირებულება არის ცნობილი და რითაა გამოწვეული მათი სიმრავლე?
3. ახსენით ფასიანი ქაღალდის დისკონტირებული ღირებულების არსი და საჭიროება.
4. როდის უფრო მეტი აქვს შემოსავალი ფასიანი ქაღალდის მფლობელს, როცა ეს ქაღალდი დაუცველია თუ როცა დაცულია?
5. ჩამოთვალეთ და განმარტეთ ფასიანი ქაღალდების შემოსავლების ფორმები.
6. რას ეწოდება შემოსავლის დონე?
7. განასხვავეთ ერთმანეთისგან ფასიანი ქაღალდების მიმდინარე და კაპიტალური შემოსავალი.
8. რამდენი მეთოდით ანგარიშობენ ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულებას?

<sup>1</sup> *Ковалев В. В. Финансовый менеджмент, М., 2007, Проспект, 2007, გვ. 742.*

9. შემოსავლიანობის თვალსაზრისით შეადარეთ ერთმანეთს აქცია და ობლიგაცია და დაასაბუთეთ რომელია უფრო მეტი შემოსავლიანი.
10. აჩვენეთ კავშირი ფასიანი ქაღალდის ღირებულებასა და ფასს შორის და რა შემთხვევაშია ფასიანი ქაღალდის შეძენა ინვესტორისათვის მიზანშეწონილი?

# თავი IX. ძვირფასი ლითონების ბაზარი

## IX.1. განვითარების ისტორია

ძვირფასი ლითონების ბაზრის მიმოქცევის მრავალ ათასწლოვანი ისტორია მჭიდროდ არის დაკავშირებული ცივილიზაციის ისტორიასთან. ძვირფასმა ლითონებმა უდიდესი როლი ითამაშეს კონტინენტების აღმოჩენაში, მრეწველობის დარგების ჩამოყალიბებაში, სავალუტო სისტემის ფორმირებასა და ტრანსფორმაციაში, ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განვითარებაში. დროთა განმავლობაში იცვლებოდა ძვირფასი ლითონების ფუნქციები და როლი, მაგრამ მათ დღემდე უდიდესი მნიშვნელობა აქვთ ეროვნულ ეკონომიკასა და საერთაშორისო ურთიერთობებში.

ძვირფასი ლითონების ბაზარი წარმოადგენს ძვირფას ლითონებსა და ოქროში კოტირებად ფასიან ქაღალდებზე (ოქროს სერტიფიკატები, ობლიგაციები, ფიურერსები) დადებული გარიგებების მონაწილეებს შორის ეკონომიკური ურთიერთობების სფეროს.

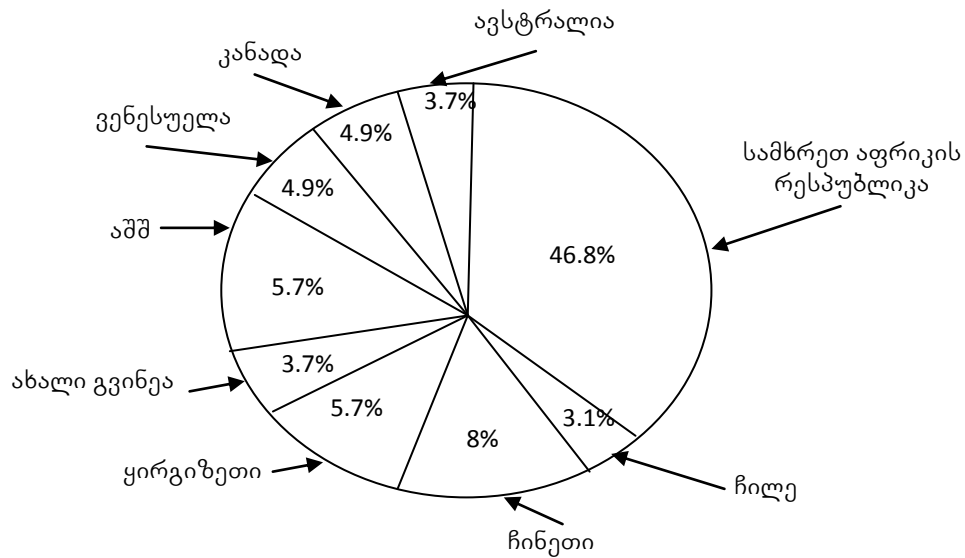
თანამედროვე პირობებში, ერთი მხრივ, მიმდინარეობს ოქროს ფულადი ფუნქციების შემცირება, მეორე მხრივ, კი, წარმოიშვება ამ ძვირფასი ლითონის ეკონომიკური არსებობის ახალი ფორმები. არ იკლებს თეზავრაციული და სპეკულაციური მოთხოვნა ოქროზე, პირიქით, იმატებს მისი საინვესტიციო მიმზიდველობა.

ძვირადღირებული ლითონების საერთაშორისო ბაზარზე ივაჭრება ოქრო, ვერცხლი, პლატინა და პლატინის ჯგუფის ლითონები. მათ შორის ძირითადი ადგილი ოქროს უკავია. ისტორიული ცნობებით ადამიანთა არსებობის დასაწყისიდან დღემდის მსოფლიოში 225 ათასი ტონა ოქრო არის მოპოვებული, პროგნოზული რესურსების მოცულობა კი მთელ მსოფლიოში 61 ათას ტონას შეადგენს.<sup>1</sup> ქვეყნებს შორის იგი შემდეგნაირად არის განაწილებული (იხ. ნახაზი 11).

ოქროს სტანდარტი შეიქმნა XV საუკუნეში, მაგრამ ოფიციალურად გაფორმებულ იქნა 1819 წელს, როდესაც ინგლისის ბანკმა მიიღო კანონი, რომლის თანახმად, აუცილებელი იყო ფიქსირებული კურსით ბანკონტების ოქროზე გადაცვლა. მოგვიანებით ოქროს სტანდარტი შემოიღეს სხვა ქვეყნებმაც — გერმანიამ — 1875 წელს, საფრანგეთმა — 1878 წელს, აშშ — 1879 წელს. ოქროს სტანდარტის მოქმედების პერიოდში მთავარი ამოცანა იყო ცენტრალური ბანკის მხრიდან ოქროსა და ეროვნულ ვალუტას შორის პარიტეტის დაცვა. ამის განსახორციელებლად კი, საჭირო იყო ოქროს რეზერვი.

<sup>1</sup> *Максимова В. Ф., Максимов К. В., Вершинина А. А. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты. М., 2009, гл. 105.*

ოქროს სტანდარტის კლასიკურმა სისტემამ დაასრულა არსებობა პირველი მსოფლიო ომის<sup>1</sup> დროს.



ნახაზი 11. ოქროს პროგნოზირებული რესურსების პროცენტული განაწილება მსოფლიოში<sup>2</sup>

ერთ-ერთი ყველაზე ძველი და უდიდესი ოქროს ბაზარი არის ლონდონის ოქროს ბირჟა. არსებული ფორმით მან საქმიანობა დაიწყო 1919 წლიდან. ფუნტი სტერლინგის დევალვაციის ფონზე ინგლისის ბანკმა 1919 წელს მიიღო გადაწყვეტილება ბანკ „Rothschild“-თვის ნება დაერთო სამხრეთ აფრიკის ოქროს ვაჭრობაზე. ბანკს უნდა განესაზღვრა საუკეთესო ფასი, რომელიც მისაღები იქნებოდა როგორც ლონდონის ბაზრისათვის, ისე ოქროს ზოდების გამყიდველებისთვის. პირველი ლონდონის ფიქსინგი (London Gold Fixing, Gold Fix) გაიმართა 1919 წლის 12 სექტემბერს და დააფიქსირა ოქროს ფასი 4 ფუნტი, 18 სილინგი და 9 პენსი. ფიქსინგის მონაწილეები იყვნენ ხუთი უმსხვილესი მწარმოებლები და ოქროთი მოვაჭრეები:<sup>3</sup>

1. . M. rothschild & Sons.
2. Pixley & Abell.
3. Mocatta & Goldsmid.
4. Sharps Wilkins.
5. Samuel Montagu & Co.

<sup>1</sup> 1914 წლის 28 ივლისი — 1918 წლის 11 ნოემბერი.

<sup>2</sup> **Максимова В. Ф., Максимов К. В., Вершинина А. А.** *Международное финансовые рынки и международные финансовые институты.* М., 2009, გვ. 105.

<sup>3</sup> **მოსიაშვილი ვ.** *ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები.* თბ., 2017, გვ. 373.

1939 წლიდან 1954 წლამდე პერიოდში ფისქინგი ოქროზე არ წარმოებდა. აღნიშნული დაკავშირებული იყო მეორე მსოფლიო ომის დროს ოქროს ბაზრის მოქმედების შეჩერებასთან.

საკმაოდ ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში ლონდონის ოქროს ბირჟა არსებობდა მხოლოდ არარეზიდენტებისთვის, რადგან სავალუტო კონტროლის აქტის თანახმად, დიდი ბრიტანეთის რეზიდენტებს ოქროს შეზენის უფლება არ ჰქონდათ, პროფესიონალ დილერებს კი უნდა მიეღოთ ლიცენზია ინგლისის ბანკისგან.

1979 წლის ოქტომბერში მთავრობამ გააუქმა ეს შეზღუდვები. მაგრამ აღნიშნული გადაწყვეტილება დაგვიანებული იყო, ვინაიდან, საკმაოდ სწრაფად ვითარდებოდნენ ბაზრები აშშ-ში და შვეიცარიაში, რომლებიც საშუალებას იძლეოდნენ ოქროსთან დაკავშირებულ ოპერაციებში გამოყენებული ყოფილიყო თანამედროვე წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები (დერივატივები).

განსაზღვრული როლი ლონდონის ბაზრის პოზიციონირებაში ითამაშა 1961 წელს „ოქროს პულის“ შექმნამ. აღნიშნული იყო სახელმწიფოებს შორის ოქროს ფასის დარეგულირების პირველი გამოცდილება. ევრო-დოლარის ბაზრის ფორმირების პროცესში ამერიკის შეერთებულმა შტატებმა დიდ ბრიტანეთთან, გრფ-თან, საფრანგეთთან, ბელგიასთან, იტალიასთან, ნიდერლანდებთან და შვეიცარიასთან ერთად ჩამოყალიბეს „ოქროს პული“, რათა ერთობლივად განეხორციელებინათ ლონდონის ბაზარზე ოქროს საბაზრო ღირებულების სტაბილიზაცია.

„ოქროს პულის“ ქვეყნებმა ლონდონში ოქროს გასაყიდად შექმნეს ერთობლივი კონსორციუმი, რომლის თანახმად, ინგლისის ბანკს მიეცა უფლება განეხორციელებინა „ოქროს პულის“ ოქროს გაყიდვა. საქმიანობა მიმდინარეობდა შემდეგი სახით — ინგლისის ბანკი ლონდონის ბაზარზე კალენდარული თვის განმავლობაში ყიდდა და ყიდულობდა ოქროს საკუთარი რესურსებიდან. თვის ბოლოს ოპერაციების შედეგის გამოყვანის შემდგომ „ოქროს პულის“ დანარჩენი მონაწილეები უნაზღაურებდნენ ინგლისის ბანკს დეფიციტს, ანუ აღნიშნული ქვეყნების ცენტრალური ბანკები გადასცემდნენ ინგლისის ბანკს ოქროს, წინასწარ შეთანხმებული კვოტების თანახმად: აშშ — 50%, დიდი ბრიტანეთი, იტალია, საფრანგეთი — 9%, ბელგია, ნიდერლანდები, შვეიცარია — 4%, გფრ — 11%. აქტიური სალდოს შემთხვევაში კი პირიქით, ინგლისის ბანკი შესყიდულ ოქროს ანაწილებდა მონაწილეებს შორის, ასევე, კვოტების პროპორციულად.<sup>1</sup>

ოქროს ფასის მატების შემთხვევაში „ოქროს პულის“ წევრებს უნდა გაეყიდათ ოქრო, კლების შემთხვევაში კი შეესყიდათ. ამგვარად, „ოქროს პული“ ახდენდა გავლენას ოქროს ფასის მატებაზე ან კლებაზე. 1961 წლიდან 1962 წლის ბოლომდე „ოქროს პულის“ გაყიდული ოქრო დაახლოებით უდრიდა შესყიდულს. 1963-1964 წლებში ხორციელდე-

<sup>1</sup> *მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 374.*

ბოდა ძირითადად შესყიდვები. მაგრამ შემდგომში, როდესაც აშშ დოლარის პოზიციები შესუსტდა და ოქროზე მოთხოვნა მნიშვნელოვნად გაიზარდა, კონსორციუმმა განახორციელა ოქროს მნიშვნელოვანი ნაწილის რეალიზაცია, რათა არ დაეშვათ ოქროზე საბაზრო ფასის მატება.

„ოქროს პულის“ საქმიანობა მნიშვნელოვნად გართულდა 1966-1967 წლებში, რადგან ინგლისის ეკონომიკის კრიზისმა და საკრედიტო დავალიანების მატებამ გამოიწვია ფუნტ სტერლინგის დევალვაცია. ამან სავალუტო ბაზრებზე გამოიწვია პანიკა, ოქროზე მოთხოვნა კი, მკვეთრად გაიზარდა. მონაწილე ქვეყნები, დოლარის კურსისა და ოქროს ფასის გასამყარებლად, იძულებული გახდნენ გაეზარდათ ოქროს გაყიდვები და განიცადეს სერიოზული ზარალი. 1967 წელს „ოქროს პული“ საფრანგეთმა დატოვა და ამერიკის შეერთებულმა შტატებმა აანაზღაურა ორგანიზაციის ხარჯები. მიუხედავად ძალისხმევისა, ფუნტი სტერლინგის დევალვაციის შემდეგ პანიკა მატულობდა და 1968 წელს პიკს მიაღწია, რის შედეგადაც ვასინგტონში განვითარებული ქვეყნების კონფერენცია ჩატარდა. აღნიშნულ კონფერენციაზე მიიღეს გადაწყვეტილება შეეჩერებინათ ოქროსთან დაკავშირებული ოპერაციები და დროებით დაეხურათ ოქროს ბირჟა ლონდონში. მაგრამ მიღებულ იქნა შეთანხმება ქვეყნებს შორის ოქროთი ვაჭრობის შესახებ.

1987 წელს შეიქმნა ფასები კერძო ბაზრებზე აღარ რეგულირდებოდა სახელმწიფოს მიერ და მერყეობდა მოთხოვნისა და მიწოდების ზემოქმედებით. ასე შეიქმნა ოქროს ორმაგი ფასი. აშშ და მისი მოკავშირეები ვერ უზრუნველყოფდნენ ოქროს ფასისა და დოლარის კურსის სტაბილურობას, შესაბამისად, ვერ ებრძოდნენ ინფლაციას. საერთაშორისო ვალუტის უმნიშვნელოვანესი პრინციპი — დოლარსა და ოქროს შორის ფიქსირებული შეფარდება დარღვეული იქნა.

ლონდონის ბაზრის საკოორდინაციო ცენტრი — ლონდონის ძვირფასი ლითონების ზოდების ბაზრის ასოციაცია (The London Bullion Market Association - LBMA). მის შემადგენლობაში შედის მონაწილეების ორი ჯგუფი: **მარკეტმეიკერები** და **ჩვეულებრივი მონაწილეები**.<sup>1</sup>

**მარკეტმეიკერების** მოვალეობაა ყიდვებზე და გაყიდვებზე კოტირებების შენარჩუნება, ამგვარად ისინი ახორციელებენ ფასების ფორმირებას. მარკეტმეიკერების როლში გამოდიოდნენ მსხვილი ბანკები: Deutsche Bank, J. P. Morgan Chase Bank, N. M. Rothschild & Sons Ltd, Credit First Boston და სხვები, ანუ ისეთი სტრუქტურები, რომლებისთვის დამახასიათებელია მაღალი კაპიტალიზაცია და საკრედიტო რეიტინგები, ფართო სამომხმარებლო ქსელი, ძვირფას ლითონებთან მუშაობის დიდი გამოცდილება.

**ჩვეულებრივი მონაწილეები** ფასების ფორმირებაში მონაწილეობას არ ღებულობენ და თავის საქმიანობაში ორიენტირებული არიან მარკეტმეიკერებზე. მათ მიეკუთვნ-

<sup>1</sup> *მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 375.*

ნებიან ოქროთი მოვაჭრე მსხვილი ფინანსური კომპანიები და ლითონის რაფინირებითა და სტანდარტული ზოდების დამზადებით დაკავებული ფირმები.

ლონდონის ბაზარს 1972 წლიდან უმნიშვნელოვანეს კონკურენციას უწევს ციურისის ოქროს ბაზარი, რომლის განვითარების ხელშემწყობი ფაქტორებია სამხრეთ აფრიკიდან ოქროს მინოდების ორიენტაციის შეცვლა, შვეიცარიის ტრადიციული ნეიტრალიტეტი, ლონდონის ბაზრის არარეზიდენტებისთვის ფუნქციონირება (აღნიშნული შეზღუდვა გაუქმებულ იქნა 1979 წელს).

ციურისის ბაზარი წარმოადგენს ოქროს რეალიზაციის უმსხვილეს ცენტრს მსოფლიოში, რომელზეც მოდის სანარმოებისა და მოსახლეობის ოქროზე მოთხოვნის დაკმაყოფილების თითქმის ნახევარი.

აღნიშნული ბაზარი ხასიათდება რიგი განსაკუთრებულობით. პირველ რიგში, ეს ეხება ბაზრის სტრუქტურას. ბაზრის ძირითად რგოლს წარმოადგენს ქვეყნის უმსხვილესი უნივერსალური ტიპის ბანკების პული. პულის წევრები გამოდიან დილერების სახით და დებენ გარიგებებს თავისი სახელით, რითაც განსხვავდებიან ლონდონის ბაზრის მონაწილეებისგან, რომლებიც არიან ბროკერები. შესაბამისად, ციურისის ბაზრის მონაწილეების მოგება ფორმირდება ყიდვისა და გაყიდვის ფასების სხვაობის ხარჯზე. ბანკებს — „ოქროს პულის“ მონაწილეებს გააჩნიათ საკუთარი აფინანსური საამქროები, რაც ზრდის შვეიცარიის ოქროს ბაზრის მიმზიდველობას. ოქროს მწარმოებლებისათვის ციურისის ბაზარი საკმაოდ საინტერესოა, ვინაიდან მათ შესაძლებლობა ეძლევათ მოახდინონ ოქროს რეალიზაცია უშუალოდ პულის მონაწილეებზე და არა შუამავლების მეშვეობით. გარდა ამისა, ციურისის ბაზარზე წარმოებს ოპერაციების ფართო სპექტრი და ასევე, არსებობს გარიგებების დადების შესაძლებლობა ოქროთი ვაჭრობის ყველა ცენტრში, რადგან შვეიცარიის ბანკებს გააჩნიათ წარმომადგენლობები აღნიშნულ ცენტრებში. შვეიცარიაში საკმაოდ ეფექტურად მუშაობს ოქროს ზოდებისა და მონეტების გაყიდვების საცალო ბაზარი.

შეიძლება გამოვყოთ ფაქტორების ორი ჯგუფი, რომლებმაც განაპირობებს შვეიცარიის აღიარება მსოფლიოს ოქროთი მოვაჭრე უმსხვილეს ცენტრად.

პირველ ჯგუფს მიეკუთვნებიან ეკონომიკური და პოლიტიკური ფაქტორები, კერძოდ:<sup>1</sup>

- ❖ პოლიტიკური და ეკონომიკური სტაბილურობა;
- ❖ ეროვნული ვალუტის თავისუფალი კონვერტირება;
- ❖ დაბალი საპროცენტო განაკვეთები, რომლებიც ხელს უწყობენ ინვესტიციებს ოქროს ბიზნესში, რაც საჭიროებს კაპიტალის დიდ დანახარჯებს.

<sup>1</sup> *მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 376.*

ფაქტორების მეორე ჯგუფს წარმოადგენს საბანკო სისტემის მაღალი საორგანიზაციო და ტექნიკური დონე.

ციურიხის ბაზრის მარკეტმეიკერები არიან ე. წ. ბანკების „დიდი სამეული“ (UBS, SBS, Credit Suisse). მათი მოღვაწეობა საკმაოდ სწრაფად იქნა ადაპტირებული ახალი საბაზრო პირობებისა და საკუთარი მომხმარებლების მოთხოვნების ცვლილებების შესაბამისად. შვეიცარიის სამ უმსხვილეს ბანკს ეკუთვნით მსხვილი საბროკერო კომპანია — Premex SG, რომელიც ახორციელებს არამარტო სპოტ გარიგებებს, არამედ, მოღვაწეობს ფორვარდულ და ოფციონის ბაზრებზე.

„დიდი სამეულის“ ბანკები მიეკუთვნებიან მსოფლიოს იმ ინოვაციურ ბანკებს, რომლებიც ახორციელებენ ოქროსთან დაკავშირებულ ყველაზე თანამედროვე ფართო სპექტრის ოპერაციებს.

მაგალითს წარმოადგენს ბანკი Credit Suisse-ის მიერ თავისი კლიენტებისთვის შეთავაზებული ოპერაციების ჩამონათვალი:<sup>1</sup>

- ❖ სპოტ გაყიდვა ლითონურ ანაგრიშებზე (Metal Accounts);
- ❖ სპოტ ყიდვა ოქროს ფიზიკურ მინოდება;
- ❖ ვადიანი გარიგებები (ფორვარდი და ოფციონი);
- ❖ ოქროს უზრუნველყოფით სესხის გაცემა;
- ❖ დაკვეთის მიხედვით სტრუქტურირებული გარიგებები მოკლე და გრძელვადიანი შესრულებით;
- ❖ სვოპ გარიგებები ლითონის ადგილმდებარეობის მიხედვით;
- ❖ ლითონის ანგარიშები გადახდების გადავადებით;
- ❖ აფინაჟი, დნობა, ნახევარფაბრიკატიდან ოქროს საბოლოო დამუშავება.

სხვა ბანკებთან შედარებით, შვეიცარიის ბანკებს აქვთ უპირატესობები, ვინაიდან ისინი ფართოდ არიან წარმოდგენილი სხვადასხვა რეგიონებში ოქროს მსოფლიო ბაზრებზე. „დიდი სამეულის“ ბანკები საქმიანობენ ძვირფასი ლითონების ბაზრებზე ევროპაში (ჟენევა, ციურიხი, ლონდონი), აშშ-ში (ნიუ-იორკი), შორეულ აღმოსავლეთსი (ტოკიო, სინგაპური, ჰონგ-კონგი), ავსტრალიაში (მელბურნი). შესაბამისად, აღნიშნულ ბანკებს ეძლევათ საშუალება 24 საათის განმავლობაში განახორციელონ ოპერაციები ფიზიკურ ოქროსთან.

აშშ-ში ოქროთი ვაჭრობის ლიბერალიზაციამ განაპირობა ნიუ-იორკის და ჩიკაგოს სავაჭრო ბირჟების ისეთ უმსხვილეს ცენტრებად ჩამოყალიბება, სადაც მიმდინარეობს ვაჭრობა ოქროს ფიუჩერსული კონტრაქტებით. ზუსტად აღნიშნულ ცენტრებში დებენ ოქროს მინოდებაზე ფიუჩერსული გარიგებების 90%-ს. შესაბამისად, ევროპის თითქმის

<sup>1</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 376.

ყველა დილერი მონაწილეობს საარბიტრაჟო გარიგებებში ან ახორციელებს ევროპული სესიების დროს გაკეთებული პოზიციების ჰეჯირებას. ოქროს საბირჟო ფიუჩერსული ვაჭრობის გარდა ნიუ-იორკში არსებობს ოქროს ზოდების ბაზარი, საიდანაც საბითუმო დილერები ახორციელებენ ოქროს მიწოდებას სამრეწველო და კომერციული მომხმარებლებისთვის და ასევე, სთავაზობენ მომხმარებლებს ძვირფას ლითონს თეზავრაციისთვის (მონეტები, მედლები და ა. შ.). ბოლო პერიოდში, ბირჟების გარდა, ოქროთი ვაჭრობაში აქტიურ მონაწილეობას ღებულობენ ამერიკის ნამყვანი ბანკები, რომლებიც დღეს, ოქროს საერთაშორისო ბაზარზე წარმოადგენენ მარკეტმეიკერებს. ბოლო წლებში ოქროთი ოფციონური ვაჭრობის ცენტრს წარმოადგენს კანადის ოქროს ბირჟაც.

1980 წლის ბოლოდან ოპერაციებს ინტენსიურად ახორციელებენ ჰონგ-კონგის ოქროს ბაზარზე. ვაჭრობის ობიექტებს აღნიშნულ ბირჟზე წარმოადგენს როგორც ოქროს ზოდები, ასევე, ოქროს მონეტები, ფილები, ფურცლები და ოქროს ჯვართი. 1980 წლიდან ჰონგ-კონგის სავაჭრო ბირჟამ დაიწყო ფიუჩერსული კონტრაქტებით ვაჭრობის განხორციელება. შედარებით ახალ თავისუფალ შიდა ბაზრებს მიეკუთვნება ოქროს ბაზარი თურქეთში ძვირფასი ლითონებით ვაჭრობის სხვა მნიშვნელოვანი ცენტრები მდებარეობენ დუბაიში, ტოკიოში, სტამბულში, სადაც ოქროთი ვაჭრობის ყოველწლიური ოპერაციები შეადგენენ რამდენიმე ასეულ ტონა ძვირფას ლითონს.

## IX.2. ოქროს ბაზრები და ოქროთი ვაჭრობა

ორგანიზაციული თვალსაზრისით ოქროს ბაზარი ეს არის სპეციალური ცენტრი, სადაც ოქროს ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციები ხორციელდება. ბაზრის სუბიექტები არიან კომერციული ბანკები, კორპორაციები და ფიზიკური პირები.

ოქროს ბაზრები იყოფა შიდა (ეროვნულ) და მსოფლიო ბაზრებად. შიდა ბაზარი ქვეყნის შიგნით ფუნქციონირებს, მსოფლიო ბაზარი კი — ქვეყნებს შორის (ზოგიერთ ქვეყანაში არსებობს „შავი“ ბაზრებიც).

ოქროს ეროვნული ბაზრები ადგილობრივ ინვესტორებს და ტეზავრატორებს ემსახურება. სახელმწიფო ხელისუფლების მხრიდან ასეთი ბაზრები კარგად რეგულირდება. ეს ეხება ფასწარმოქმნას, გადასახადებს, ქვოტების და ტარიფების დანესებას და ა. შ.

ოქროს მსოფლიო ბაზრებს ახასიათებთ:

- ❖ განვითარებული საბაზრო ინფრასტრუქტურა;
- ❖ ოპერაციათა ფართო სპექტრი;
- ❖ მსხვილი გარიგებები;
- ❖ მონაწილეთა მცირე რაოდენობა;
- ❖ საბაჟო ბარიერების არარსებობა;

- ❖ ოპერაციათა სადღეღამისო განხორციელება;
- ❖ ოპერაციათა ღიაობა.

მსოფლიოს უმსხვილესი ოქროს ბაზრები ლონდონსა და ციურხში მდებარეობენ. ლონდონის ბაზარი XVIII საუკუნიდან არსებობს. ამ ბაზრის განვითარებას იმთავითვე ხელი შეუწყო სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკიდან შემოტანილმა ოქრომ, რომელიც შუამავალ კომპანიებს შემოჰქონდათ. ლონდონის ბაზრიდან ოქრო გადიოდა აზიის და ახლო აღმოსავლეთის ბაზრებზე. ლონდონის ოქროს ბირჟას იმთავითვე დომინირებული მდგომარეობა ეკავა და დღესაც უკავია. იგი არა მხოლოდ ოქროს გადამანაწილებლის როლში გვევლინება, არამედ, ფასსაც აწესებს ოქროზე (ოქროს ფიქსინგი).

ლონდონის ოქროს ბირჟის მაკორდინირებელი ცენტრი არის ოქროს ბაზრის ლონდონის ასოციაცია (The London Bullion Market Association). იგი 1987 წელს შეიქმნა და მონაწილეთა ორ ჯგუფს მოიცავს — ჩვეულებრივი მონაწილეები და მარკეტმეიკერები. მარკეტმეიკერები ოქროს ყიდვა-გაყიდვის კოტირებას ახორციელებენ. მათ როლში გამოდიან ისეთი მსხვილი ბანკები როგორებიც არიან „Deutsche Bank“-ი, „Morgan Chase Bank“-ი, „Rotshild&Sons Ltd“, „Credit First Boston“-ი და კიდევ სხვები, რომელთაც მაღალი კაპიტალიზაცია, რეიტინგი და ამ სფეროში მუშაობის დიდი გამოცდილება აქვთ. ასოციაციის ჩვეულებრივი მონაწილეები არ იღებენ ოქროზე ფასის ფორმირებაში მონაწილეობას და მათი საქმიანობა მთლიანად მარკეტმეიკერებზე არის ორიენტირებული. მათ რიცხვს მიეკუთვნებიან ოქროთი მოვაჭრე კომპანიები და აგრეთვე ფირმები, რომლებიც ოქროს ზოდების დამზადებით და რაფინირებით არიან დაკავებულნი.

ლონდონის ოქროს ბირჟას კონკურენციას უწევს ციურხის ოქროს ბირჟა. ამ ბირჟაზე ივაჭრება მსოფლიოში ოქროზე მოთხოვნილების ნახევარი. ოქროზე საერთაშორისო ვაჭრობის ოპერაციები ხორციელდება ნიუ-იორკში, ჰონკონგში, დუბაისა და ჩიკაგოშიც.

ინფორმაციული ტექნოლოგიების განვითარებამ მნიშვნელოვანი ცვლილებები შეიტანა ძვირადღირებული ლითონებით ვაჭრობაში. დაიწყო მათი ინტერნეტით ვაჭრობა, ანუ შეიქმნა ელექტრონული ბაზარი. პრაქტიკაში გამოჩნდა კერძო კომპანიების შექმნილი ელექტრონული ფული, რომელსაც ოქროს უზრუნველყოფა აქვს. დღეს ამ სისტემას მარაგად 9 ტონა ოქრო აქვს და ამით დაცულია სავალუტო რისკისგან.

ბაზრებზე ოქროს მოწოდების 80% ახლად მოპოვებული ოქროა. ოქრო 6000 წელია მოიპოვება და ამ ხნის მანძილზე მოპოვებულია 125 ათასი ტონა (აქ არ შედის ყოფილი საბჭოთა კავშირი). ოქროს მოპოვებით პირველ ადგილზეა სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკა. მას ეს ადგილი უკავია 1905 წლიდან. 1970 წელს, იგი მსოფლიოს ოქროს მოპო-

ვების 79%-ს მოიპოვებდა, 1997 წლისთვის კი, ეს წილი შემცირდა 20.4%-მდის (491 ტონა). ამ ქვეყანაში ოქროს 36 საბადოა, აქედან, სამი არის მსხვილი.<sup>1</sup>

ოქროს მოპოვება მცირდება სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკაში. მაგრამ სამაგიეროდ იზრდება კანადაში, ავსტრალიაში, ჩინეთში, ჩილესი, განაში, ბრაზილიაში, ახალ გვინეაში, პერუში, ფილიპინებზე, კოლუმბიაში და სხვაგან.

90-იან წლებში ოქროზე ფასის დაცემამ მსოფლიო ოქროს საბადოთა ნახევარზე მეტი არარენტაბელური გახადა.

მსოფლიოში ოქროს მოპოვება მაღალმონოპოლიზებულია. მაგალითად, სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკაში მას აკონტროლებს ექვსი ტრანსნაციონალური კომპანია.

ოქროს ბაზრებზე ოქროს ყიდულობენ ფირმები, კომერციული ბანკები, კერძო პირები. 1978 წლიდან მსოფლიო სავალუტო ფონდმა ცენტრალურ ბანკებს ოქროს ბაზრებზე არსებული ფასებით გარიგებების დადების წარმოების უფლება მისცა.

მსოფლიოში ოქროს ბირჟებიდან ცნობილია: „კომექსი“, „სიმექსი“, „ტაკომი“, ლუქსემბურგის ბირჟა (ცხრილი 10). ყველა ისინი ვაჭრობენ 995 და მეტი სინჯის ოქროთი.

**ცხრილი 10**

**ოქროს მსხვილი ბირჟები მსოფლიოში<sup>2</sup>**

დასახელება	ადგილმდებარეობა	კონტრაქტის მოცულობა	ოქროს სინჯი	საანგარიშსწორებო ვალუტა ერთ ერთეულ ოქროზე
„კომექსი“	ნიუ-იორკი	100 უნცია	995	დოლარი
„სიმექსი“	სინგაპური	100 უნცია	995	დოლარი
„ტაკომი“	ტოკიო	32.151 უნცია	999.9	იაპონური იენი
„ლუქსემბურგი“	ლუქსემბურგი	100 უნცია	995	დოლარი

ოქროს ბაზრებზე გაყიდული ოქრო მოხმარების თვალსაზრისით შეიძლება ასე დავაჯგუფოთ:

- ❖ **სამრეწველო-საყოფაცხოვრებო მოხმარება.** ამ მიზნით ოქროს იყენებენ რადიოელექტრონიკაში, რაკეტულ ტექნიკაში, კბილების პროტეზების წარმოების სფეროში და ა. შ. ყოფითი დანიშნულებით კი ოქრო იყიდება სამკაულების დასამზადებლად და საოჯახო ნივთების მოსაოქროვებლად;
- ❖ **კერძო ტიზავრაცია და ინვესტირება.** ეკონომიკის, ფულადი მიმოქცევის და ვალუტის კურსების არასტაბილურობის დროს ინვესტირების და თეზავრაციონების (ოქროს მყიდველ-გადამყიდველების) მხრიდან იზრდება მოთხოვნა ოქროს ზოდებზე, მონეტებზე, მედლებსა და მედალიონებზე. ეს მათ სჭირდებათ რისკებისგან თავის დასაცავად;

<sup>1</sup> Григорян В. Мировые рынки золота и операции с золотом, М., «Дело», 1993, გვ. 392.  
<sup>2</sup> Максимова В. Ф., Максимов К. В., Вершинина А. А. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты. М., 2009, გვ. 122.

❖ **სპეკულანტური ბარიბაჟები.** რადგან ოქროს ფასი მერყეობას განიცდის, ამიტომ იგი ყოველთვის იყო და არის სპეკულაციის ობიექტი (იყიდინ იაფად, გაყიდინ ძვირად);

❖ **ოქროს შესყიდვა ცენტრალური ბანკების მიერ.**

90-იანი წლებისთვის ოქროს გამოყენების სფეროებს შორის ოქროს მარაგებში დაახლოებით ასეთი თანაფარდობა ჩამოყალიბდა:

1. საერთაშორისო ორგანიზაციებსა და მსოფლიო სავალუტო ფონდის წევრ ქვეყნების რეზერვებში — 33.8 ათასი ტონა.
2. თეზავრატორებთან — 25.4 ათასი ტონა;
3. სამრეწველო-საყოფაცხოვრებო მოხმარება — 34 ათასი ტონა.

**ოქროს ბაზრების ფუნქციონირების თავისებურებები.** ოქროს ბაზრებზე ოქრო იყიდება სტანდარტული სხმულების (მსხვილი და წვრილი) სახით. მათ რიცხვშია 12.5 კგ-იანი საერთაშორისო ტიპის სხმულები 995 სნჯის; 900-დან 916.6 გრ. წონის სხმულები, 990-1005 გრ. სხმულები და 1-10 გრ-ნი სხმულებიც კი.

ბირჟაზე განსაკუთრებით დიდი მოთხოვნაა ოქროს მონეტებზე. მონეტების გამოშვებაზე ყოველწლიურად იხარჯება 200 ტონა ოქრო. ოქროს მონეტებს უშვებს 46 ქვეყანა (მათ შორის, მიმოქცევიდან დიდი ხნის წინ ამოღებულ ფრანგულ ნაპოლენდორების მსგავს მონეტებსაც). სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკა მოპოვებული ოქროს 25%-ს ხარჯავს მონეტების (კრიუგერანდები) დამზადებაზე და ყიდის მას საზღვარგარეთ. ასეთი მონეტების მოჭრას ახორციელებს სახელმწიფო, იშვიათად კი, კერძო ფირმებიც. თუ ოქროს მონეტები მოიჭრება და გამოიყენება გადახდის კანონიერ საშუალებად, მაშინ, იგი მისი ექსპორტ-იმპორტის დროს არ იბეგრება, რადგანაც მათი ყიდვა-გაყიდვა ვალუტის გაცვლად ითვლება.

მონეტები იყიდება ოქროს ბაზარზე საბაზრო ფასით და მის ოქროშემცველობის ზევით პრემიალური დანამატით. რაც შეეხება ნუმისმატიკურ მონეტებს, მათი კოტირება ხდება ოქროს ბაზრის გარეშე სპეციალურ ფირმებში.

ოქროს ბაზრებზე (ბირჟებზე) ოქრო იყიდება აგრეთვე, ფურცლების, მავთულების და სხვათა სახით.

**ოქროს ბაზრების სახეები და ორგანიზაციული სტრუქტურა.** ორგანიზაციული თვალსაზრისით ოქროს ბაზარი არის იმ რამოდენიმე ბანკის კოსორციუმი, რომელთაც უფლება აქვთ აწარმოონ ოქროთი გარიგებები. ისინი ახორციელებენ შუამავლის როლს ოქროს მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის, იღებენ ყიდვაზე დაკვეთებს, აფიქსირებენ საშუალო საბაზრო ფასს (დღეში ორჯერ).

მსოფლიოში 50-ზე მეტი ოქროს ბირჟაა. მათ შორის 11 არის დასვლეთ ევროპაში (ლონდონი, ციურხისი, პარიზი, ჟენევა და სხვ.), 19 — აზიაში (მაგალითად, ბეირუთი, ტოკიო და ა. შ.), 14 — ამერიკაში (მათ შორის 5 აშშ-სი), 8 — აფრიკაში.

ოქროს ბირჟები მუშაობის რეჟიმის მიხედვით იყოფიან კატეგორიებად:

1. საერთაშორისო ბირჟები (ლონდონის, ციურხისის, ნიუ-იორკის, ჩიკაგოს, ჰონგ-კონგის, დუბაის და სხვა).
2. შიგა თავისუფალი ბირჟები (პარიზის, მილანის, სტამბოლის, რიო-დე-ჟანეიროს).
3. ადგილობრივად კონტროლირებადი ბირჟები (ათენის, კაიროს).
4. შავი ბირჟები.

80-იან წლებამდე ოქროს უმსხვილესი ბაზრები იყვნენ ლონდონის და ციურხისის ბირჟები, 80-იანი წლების შემდეგ, ნიუ-იორკის ბირჟა იქცა წამყვან ბირჟად. ლონდონის ოქროს ბაზარზე ხუთი მსხვილი კომპანია ბატონობს, ციურხისის ბაზარზე კი — შვეიცარიის ბანკების დიდი სამეული, რომელთაც ჩამოყალიბებული აქვთ პული (გაერთიანება). ნიუ-იორკის ოქროს ბირჟის წამყვან ბირჟად გადაქცევას ხელი შეუწყო იმ კანონის გაუქმებამ (1975 წელს), რომელიც 40 წლის განმავლობაში უკრძალავდა აშშ-ს მოქალაქეებს ოქროს ოპერაციებზე გარიგებებს.

ოქროს საერთაშორისო ბაზრები, როგორც აღვნიშნეთ, ძირითადად ოქროს მომპოვებელი ქვეყნებიდან მონოდებულ ოქროზე მუშაობენ, ოქროს შიგა თავისუფალი ბაზრები კი — ძირითადად, ადგილობრივ ინვესტორებზე და თეზავრატორებზე არიან ორიენტირებული. ამიტომ არის, რომ ამ ბაზრებზე ჭარბობს ოქროს წვრილი „სლიტკებით“, მედლებით და მონეტებით ვაჭრობა.

საერთოდ, მსოფლიოს ოქროს ბირჟებზე მწვავე კონკურენცია არის გაჩაღებული სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკისა, კანადასა და აშშ-ს შორის.

1974 წლამდე ოქროს ბირჟებზე ძირითადად ნაღდი ანგარიშსწორებები სრულდებოდა (48 საათში გადახდით). 1975 წლიდან აშშ-ს ბირჟამ დაიწყო ვადიანი (ფიუჩერ-სული) კონტრაქტებით ვაჭრობა 13.6 თვის გადავადებით, მხოლოდ ისე, რომ ოპერატორს (ე. ი. შუამავალს) წინასწარ მაინც უნდა დაეტოვებინა დეპოზიტი, ე. წ. „ბე“ 280 დოლარიდან 2000 დოლარამდე. ვაჭრობა ძირითადად ხდება უნციებში, 1-3 კგ-ზე ნაკლები ოქროთი.

ოქროზე ვადიანი კონტრაქტებით ვაჭრობის შემოღებამ მთლიანად შეცვალა ოქროთი ვაჭრობის მექანიზმი. ეს დაეხმარა აშშ-ს გამხდარიყო ოქროს ოპერაციების მსოფლიო ცენტრი და უკან ჩამოეტოვებინა ლონდონის და ციურხისის ოქროს ბირჟები. რაც შეეხება კანადის ოქროს ბირჟას, რომელმაც 1972 წლიდან, ასევე, დაიწყო ოქროზე ვადიანი გარიგებების დადება, ვერ გაუძლო ჩიკაგოს და ნიუ-იორკის ბირჟების კონკურენციას და დაიწყო ოპციონების შეთავაზება ოქროზე.

ოქროს ბაზარზე ფორვარდული ოპერაციების სამი სახესხვაობაა გავრცელებული:

1. **ჰეჯირება.** ოქროს მეპატრონეს ემინია რა ოქროზე ფასების დაცემის, ყიდის იგი მას კონტრაგენტზე გარკვეული ვადით და გარკვეულ ფასად. კონტრაგენტი იღებს ვალდებულებას, რომ ამ ვადის გასვლის შემდეგ, უკან მიჰყიდის იგი ამ ოქროს იმავე ფასად. ამ ოპერაციით ხდება ოქროს ფასების ცვლილებისგან მოსალოდნელი რისკის დაზღვევა. ამ ოპერაციის მოცულობა მცირეა.
2. **საკაპულაციური ვალიანი გარიგებები.** ეს არის ოქროს ყიდვა-გაყიდვა მოგების (ხშირად ზემოგების) მიღების მიზნით. ეს ოპერაციები მეტად გავრცელებულია.
3. **არბიტრაჟული ოპერაციები.** ეს ოპერაციები არის სავალუტო არბიტრაჟის ანალოგიური. განსხვავება იმაშია, რომ ფასთა სხვაობა შენარჩუნებულია სხვადასხვა ბაზრებზეც კი.

სპეციფიკური ოპერაცია არის ოქროთი ვაჭრობის გარიგება „სვოპი“. ეს არის **ნაღდი და ვალიანი კონტრაგირების ნაზავი**. მაგალითად, დილერი ყიდულობს ნაღდ ანგარიშზე 1000 უნცია ოქროს და იქვე ყიდის მას დაყოფილს 100-100 უნციად (10 კონტრაქტი) ვალიანი გარიგებით, იმ განსხვავებით, რომ უნცია იყიდა 358 დოლარად და ყიდის 369 დოლარად. ასეთ გარიგებაში ჩართული არიან ბანკები და დიდ მოგებასაც ნახულობენ. ეს გარიგებები ფაქტიურად სავალუტო გარიგებების ანალოგიურია.

აშშ-ს დოლარის სანინაღმდეგოდ ოქროს გარიგებებში „სვოპ“ ოპერაცია მეტად გავრცელდა. ამჟამად, ეს ოპერაციები საკმაოდ სტანდარტიზებულია, რაც აძლიერებს მის კავშირს სავალუტო და დეპოზიტების ბაზრებთან. უცხოური ვალუტის შესყიდვის მიზნით ცნეტრალური ბანკებიც ახორციელებენ „სვოპ“ — ოპერაციას ოქროთი. ფაქტიურად, ეს არის მათ მიერ ვალუტის კრედიტის მიღება ოქროს უზრუნველყოფით, ამასთან, მსესხებელი — ბანკი ინარჩუნებს მასზე საკუთრების უფლებას.

1976 წელს, სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკის სარეზერვო ბანკმა შვეიცარიის სამ ბანკს მიჰყიდა 5 მლნ უნცია (155.5 ტონა) ოქრო „სვოტ“-ის პირობებით 550 მლნ დოლარად და იმავდროულად დადო ფორვარდული ხელშეკრულება ამ ოქროს შესყიდვაზე 3 თვის ვადაში. 1982 წელს, ასეთივე ოპერაცია განახორციელა ბრაზილიამ ვალუტის ოფიციალური რეზერვების გასამყარებლად.

**ოქროს აუქციონები.** 1970-იანი წლებიდან, პარქტიკაში დაინერგა ოქროს აუქციონები ანუ ოქროთი საჯარო ვაჭრობა. 1979 წლიდან ამ მეთოდით გაიყიდა მთელი გაყიდული ოქროს ერთი მესამედი. 70-იან წლებში ოქროს აუქციონები პერიოდულად ტარდებოდა მსოფლიო სავალუტო ფონდის მიერ აშშ-ს, ინდოეთის და პორტუგალიის მთავრობების მიერ.

იამაიკის შეთანხმების თანახმად, მსოფლიო სავალუტო ფონდმა 1976 წლიდან 1980 წლამდე, 45 აუქციონზე გაყიდა 777.6 ტონა ოქრო (განვითარებადმა ქვეყნებმა ამ

აუქციონებზე იყიდეს 46 ტონა ოქრო კონკურსგარეშე პირობებით, იმ ქვოტების ფარგლებში, რაც მათ მიცემული ჰქონდათ ამ ორგანიზაციის მიერ). შემოსული მოგების ნაწილი, კერძოდ, 4.6 მლრდ დოლარი სავალუტო ფონდმა გამოიყენა განვითარებადი ქვეყნებისათვის შეღავათიანი კრედიტების მისაცემად.

აშშ-მა 1978-1979 წლებში მოაწყო 19 აუქციონი და გაყიდა 491 ტონა ოქრო (ანუ თავისი რეზერვის 5%) 4.1 მლრდ დოლარად.

ინდოეთმა 1978 წლის ივნისში ოფიციალური რეზერვებიდან გაყიდა 6 ტონა ოქრო. ამით მან ხელი შეუშალა ოქროს არალეგალურ შემოტანას ქვეყანაში.

**ოქროს ფასზე უმომავლი ფაქტორები.** ანსხვავებენ ოქროს ოფიციალურ და საბაზრო ფასებს. 40 წლის მანძილზე (1933-1976) აშშ-ს ხაზინა აფიქსირებდა ოქროს ოფიციალური ფასს: 1 უნცია — 35 დოლარი, შემდეგ 38 და შემდეგ, 42.22 დოლარი. ასეთ დროს, კერძოდ, 1980 წელს 1 უნცია ოქროს ოფიციალური ფასი იყო 850 დოლარი.

ოქროს საბაზრო და ოფიციალურ ფასებს შორის განსხვავებას ეწოდება „ლაჟი“. იგი შეიძლება პროცენტულად გამოისახოს. მაგალითად, 1980 წელს 1 უნცია ოქროს საბაზრო ფასი იყო 850 დოლარი, ოფიციალურად კი, 42.22 დოლარი. „ლაჟი“ შეადგენდა 807.78 დოლარს ანუ:

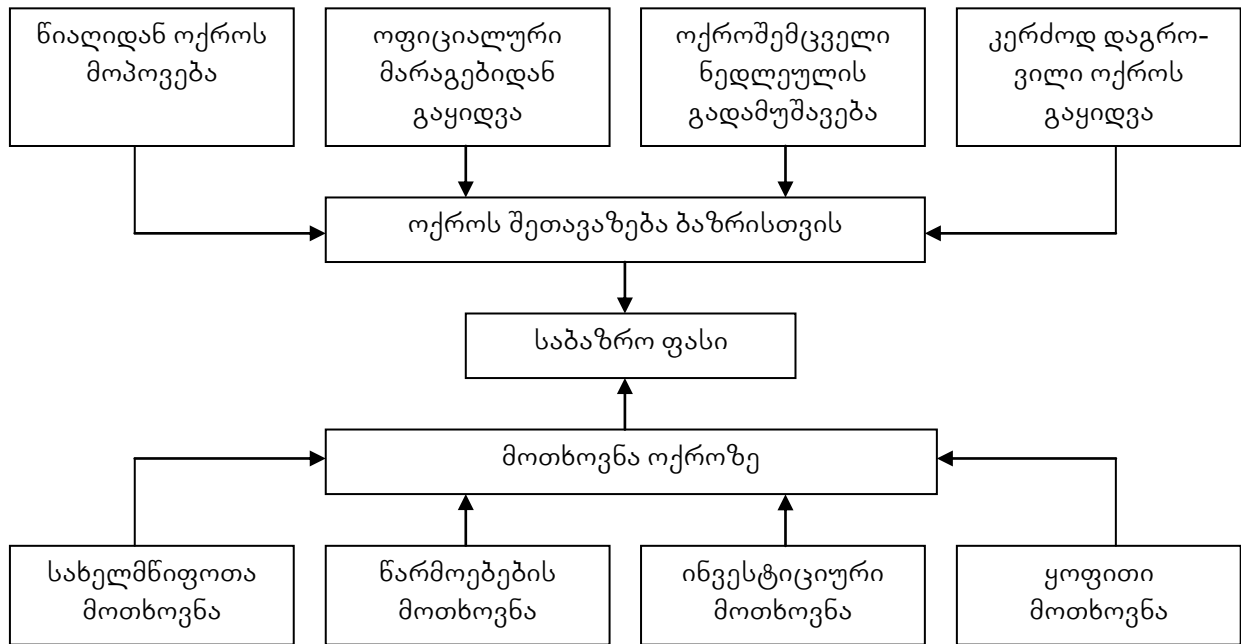
$$\frac{807.78 \cdot 100}{42.22} = 1913\%$$

პირველი მცდელობა მოეხდინათ ოქროს ფასის საერთაშორისო რეგულირება იყო 1961-1968 წლებში ოქროს „პულის“ ჩამოყალიბება. ეს იყო სპეციალიზებული ბანკი. იგი შეიქმნა დასავლეთ ევროპის 7 ქვეყნის და აშშ-სგან. ამ ორგანიზაციის საქმიანობის მიზანი იყო ლონდონის ოქროს ბირჟაზე ოქროს საბაზრო ფასის დარეგულირება ოფიციალურ ფასამდე. ეს ბანკი თავისი რისკით ერთი თვის მანძილზე აწარმოებდა ოპერაციებს ლონდონის ოქროს ბირჟაზე. მაგრამ, ეს დიდხანს არ გაგრძელდა. 1967 წელს, როცა დაიწყო „ოქროს ციებ-ცხელება“ ოქროს ფასის საერთაშორისო რეგულირებას 3000 ტონა ოქრო დასჭირდა, რამაც დაშალა კიდევ ეს ბანკი.

ოქროს საბაზრო ფასის ფორმირება მრავალფაქტორული პროცესია. მასზე ეკონომიკურ და პოლიტიკურ ფაქტორებს გარდა, მოქმედებს სპეკულაციური ფაქტორებიც. მასზე მოქმედებს ვალუტის კურსის ცვლილება, ინფლაცია, ოქროს გამოყენების ზრდა და ა. შ. (იხ. ნახაზი 12).

ოქროს საბაზრო ფასები ხანდახან კატასტროფულად იცვლება. მაგალითად, 1979 წლის დეკემბერში 1 უნცია ოქრო ლონდონის ბირჟაზე ღირდა 36 დოლარი, 1980 წლის იანვარში 850, 1987 წლის დეკემბერში 500, 1999 წლის აპრილში კი, 277 დოლარი.

გარდა ოქროს ბირჟებისა, მსოფლიოში არსებობენ ვერცხლის და პლატინის ბირჟები. ყველაზე მსხვილი მათ შორის არის ნიუ-იორკის ვერცხლის ბირჟა, ჩიკაგოს და ლონდონის ბირჟები. მათი კონტრაქტები სტანდარტულია და შეადგენს 5-10 ათას უნცია ვერცხლს.



ნახაზი 12. ოქროს ფასის ფორმირება საერთაშორისო ბაზარზე

### IX.3. ძვირადღირებული ლითონების საერთაშორისო ბაზრის მონაწილენი

აღნიშნულ ბაზარზე ოპერაციებს ანხორციელებენ:

1. ძვირფასი ლითონების მომპოვებლები.
2. პროფესიონალი ბროკერები და დილერები.
3. ცენტრალური ბანკები.
4. კომერციული ბანკები.
5. სამრეწველო მომხმარებლები.
6. ინვესტორები.

მომპოვებელი კომპანიების ბაზრის წამყვანი მონაწილეები არიან, რადგან ბაზარს ძირითადად ოქროსაც და სხვა ძვირფას ლითონებსაც ისინი აწოდებენ. საქმიანობის მასშტაბის მიხედვით ისინი შეიძლება ორ კატეგორიად გავყოთ:

1. არადიდი კომპანიები, რომელთაც არა აქვთ ბროკერებთან და დილერებთან უშუალოდ ურთიერთობის შესაძლებლობა.
2. მსხვილი კორპორაციები, რომლებიც ოქროს ბაზრის ყველა სფეროში საქმიანობენ.

პროფესიული ბროკერები და დილერები შეისყიდვიან ძვირფას ლითონებს მისი შემდგომი, უფრო მაღალ ფასში გადაყიდვის მიზნით. მათი ძირითადი კლიენტები არიან ბანკები, რომელთაც ოქროს რეზერვების შევსება პერიოდულად სჭირდებათ.

ინგლისური ბანკი (Bank of England) თავისი დაარსების დღიდან (1994 წ.) დღემდე ძვირფასი ლითონებით ვაჭრობის ცენტრად ითვლება და დღესაც ლონდონის ოქროს ბაზარზე ოქროს ზოდებით ვაჭრობას აკონტროლებს. XIX საუკუნის 50-იან წლებში კალიფორნიის და ავსტრალიის „ოქროს ციებ-ციხელების“ შემდეგ, ინგლისში ოქროს ბაზარი გაფართოვდა და წარმოიქმნა ოქროს ზოდებით მოვაჭრე მრავალი საბროკერო კანტორა („Moccata & Goldsmit“, „Rotshild & Sons Ltd“, „Samuel Montague“, „Sharps Pixley“). თავდაპირველად ისინი ძვირფასი ლითონების საზღვარგარეთული კომპანიებიდან შეისყიდვდნენ ამ ლითონებს და ინგლისში მის იმპორტს ახორციელებდნენ ინგლისის ბანკზე მისაყიდად. ისინი პირველი შუამავლები იყვნენ ინგლისის ბანკსა და ძვირფასი ლითონების მომწოდებლებს შორის. დღეს ვითარება რამდენადმე შეიცვალა. საბროკერო და სადილერო კომპანიები არა შუამავლები არიან, არამედ თვითონაც ვაჭრობენ ლონდონის ბირჟაზე. ბროკერები ვაჭრობენ დამკვეთის ხარჯით, დილერები კი საკუთარი ხარჯით. როგორც ოქროს დილერები, ისე ბროკერები ეკონომიკური ელიტის წარმომადგენლები არიან.

ცენტრალური ბანკები, როგორც ძვირფასი ლითონების ბაზრის მონაწილენი, რომელთაც აქვთ დასახელებული ლითონის დიდი მარაგი წარმოადგენენ მსხვილ ინვესტორებს. მეორეს მხრივ, ისინი იმავდროულად ამ ლითონის უმსხვილესი მყიდველები და გამყიდველები არიან. განსაკუთრებული გავლენა აქვს აშშ ცენტრალურ ბანკს — ფედერალურ სარეზერვო სისტემას (US Federal Reserve System – US FED). მას მოსდევს გერმანიის ცენტრალური ბანკი — ბუნდენსბანკი (Deutsche Bundesbank), შემდეგ კი, დიდი ბრიტანეთის ბანკი — ინგლისის ბანკი (Bank of England).

კომერციული ბანკები ძვირფასი ლითონების მსოფლიო ბაზარზე ვაჭრობენ დილერების და ბროკერების მეშვეობით და ასრულებენ როგორც ყიდვის, ისე გაყიდვის ოპერაციებს. მათ ამ ოპერაციების ჩასატარებლად სათანადო ლიცენზიები გააჩნიათ.

ძვირფასი ლითონების საერთაშორისო ბაზარზე სამრეწველო მომხმარებლების როლში გამოდიან ის საწარმოები, რომლებიც იუველიურ ნაწარმს ამზადებენ.

რაც შეეხება ძვირფასი ლითონების საერთაშორისო ბაზრის ისეთ მონაწილეებს, როგორც ინვესტორები არიან, მათ რიცხვში მრავალნაირი კომპანიები მოიაზრებიან, ისინიც, ვინც ოქროში ახორციელებს ინვესტიციებს, ისინიც, ვინც სპეკულაციური მიზნებისთვის შეისყიდის ოქროს და ა. შ. ამ ბოლო დროს, ევროპის და ჩრდილო ამერიკის ოქროს ინვესტორები უფრო სპეკულანტებად იქცნენ. მათში გაჩნდა ტენდენცია, რომ ოქროთი ვაჭრობაში მოკლე ვადებში მიიღონ დიდი მოგება. ამიტომ ისინი ფიუჩერსულ

ხელშეკრულებებს სდებენ ოქროს მომწოდებლებთან, და, რადგან ოქროს ფასი თითქმის მუდმივად იზრდება, ასეთ მოგებას ისინი ძირითად შემთხვევებში, ყოველთვის დებულაობენ.

**კვირფას ლითონებზე ფასნარმოქმნა.** ბაზარზე ძვირფასი ლითონების ფასი მრავალი ფაქტორის გავლენას განიცდის. ეს ფაქტორებია: მათზე მოთხოვნა, მათი მოწოდება, ტექნიკური ფაქტორები, სპეკულაციური ფაქტორები და სხვ. მათ შორის მთავარი მაინც ძვირფასი ლითონების მოთხოვნა და მიწოდებაა. ოქროზე მუდმივი მოთხოვნა აქვთ იმ კომპანიებს, რომლებიც მას ნაწარმის დამზადებისას იყენებენ. ესენია: სტომატოლოგიური კლინიკები, რადიოტექნიკური და ელექტროტექნიკური კომპანიები და სხვა. ზოგიერთ ქვეყნებში ოჯახში ოქროს ნაწარმის ქონა სიმდიდრეს და მაღალ სოციალურ სტატუსს მიანიშნებს. ამიტომ ამ ქვეყნებში ოქროზე დიდი მოთხოვნაა.

მსოფლიო ბაზარზე ოქროს მიწოდებას მისი მომპოვებელი ქვეყნები ახდენენ. მათ შორისაა: სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკა, აშშ, ჩინეთი, ავსტრალია, ყირგიზეთი, ვენესუელა, კანადა და სხვები. ძვირფასი ლითონების საერთაშორისო ბაზარზე ფასნარმოქმნა ხორციელდება მიწოდება-მოთხოვნის თანაშეფარდებით (იხ. ნახაზი 12). ამის გარდა, სპეციალისტები ასახელებენ კიდევ 10 ფაქტორს და მათ უწოდებენ „IO-C“-ს. ესენია:

1. Commodity Price Levels — საქონელზე ფასების დინამიკა.
2. Consumption Patterns — მომხმარებელთა ქცევა.
3. Currency Changes and Trends — სავალუტო ბაზრის ტენდენცია.
4. Continental Changes in Economic Growth Patterns — სხვადასხვა ქვეყანაში ეკონომიკური ზრდის ტემპებში ცვლილება.
5. Current Account Trade Deficits — საგადამხდელი ბალანსის დეფიციტი.
6. Central Bank Holding and Hedging Loans — ცენტრალურ ბანკებში ოქროს რეზერვების მდგომარეობა.
7. Conflict and Crises — ეკონომიკური და პოლიტიკური ფაქტორები.
8. Consumer Inflation — ინფლაცია.
9. Contrarian Nature of Gold — ოქროს წინააღმდეგობრივი ბუნება.
10. Constraints on Owning and Trading Gold — ოქროთი ვაჭრობის შეზღუდვები.

#### **საკონტროლო კითხვები:**

1. როდის შეიქმნა ოქროს სტანდარტი მსოფლიოში.
2. რომელია ყველაზე უძველესი ოქროს ბირჟა?
3. რა ფუნქციას ასრულებენ ოქროს ბირჟაზე მარკეტმეიკერები?

4. რამ განაპირობა შვეიცარიის აღიარება ოქროთი ვაჭრობის უმსხვილეს ცენტრად?
5. რომელი ქვეყანაა მსოფლიოში ოქროს ყველაზე დიდი მომპოვებელი?
6. ჩამოთვალეთ რა დანიშნულებით ყიდულობენ ბირჟაზე ოქროს?
7. ვის ეწოდებათ თეზავრატორები?
8. რამდენი და რომელი სახის ოქროს ბირჟები არსებობენ?
9. ოქროს ბაზარზე რომელი სახის ფორვარდული გარიგებები არის გავრცელებული?
10. რომელი ფაქტორები მოქმედებენ ოქროს ფასზე?
11. ჩამოთვალეთ ძვირფასი ლითონების ბაზრის მონაწილენი.

# თავი X. ფინანსური ბაზრების რეგულირება

## X.1. ფინანსური ბაზრების რეგულირება საზღვარგარეთ

რეგულირება წარმოადგენს ფინანსური ბაზრების უმნიშვნელოვანეს კომპონენტს. მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყანაში ფინანსური ბაზრების რეგულირება, როგორც წესი, ხორციელდება ორი სხვადასხვა მოდელის ფარგლებში:<sup>1</sup>

**პირველი მოდელი** გულისხმობს ძირითადად, სახელისუფლებო ორგანოებით რეგულირებას და ზედამხედველობის, კონტროლის, ოპერაციების განხორციელების წესების დადგენის უფლებამოსილებათა მხოლოდ მცირე ნაწილი გადაეცემა ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების გაერთიანებებს.

**მეორე მოდელი** გულისხმობს უფლებამოსილებათა მაქსიმალურად შესაძლო მოცულობის გადაცემას თვითრეგულირებად ორგანიზაციებზე. ამასთან, სახელმწიფო ინარჩუნებს ძირითადად მაკონტროლებელ ფუნქციებს და შესაძლებლობას, ნებისმიერ დროს ჩაერიოს თვითრეგულირების პროცესში (მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში). ქვეყნების უმრავლესობაში ცენტრალიზაციის და მკაცრი რეგულირების ხარისხი მერყეობს ამ ორ საპირისპირო კონცეფციას შორის. ამავე დროს, ბაზრის მარეგულირებელი სახელმწიფო ორგანოების სტრუქტურა დამოკიდებულია ამა თუ იმ ქვეყანაში მოქმედი ბაზრის მოდელზე (საბანკო, არასაბანკო), ქვეყანაში მართვის ცენტრალიზაციის ხარისხზე (ფედერაციული მოწყობის ქვეყნებში უფლებამოსილების ნაწილი გადაეცემა ტერიტორიებს, მაგალითად, ამერიკის შეერთებულ შტატებში — შტატებს, გერმანიაში — მიწებს).

ფინანსური ბაზრის რეგულირების მსოფლიო პრაქტიკაში საერთო ტენდენციას წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების დამოუკიდებელი უწყებების ან კომისიების შექმნა. განვითარებული ბაზრების 30-ზე მეტი ქვეყნის ნახევარზე მეტს გააჩნია ფასიანი ქაღალდების დამოუკიდებელი უწყებები, ქვეყნების დაახლოებით 15%-ში ბაზრის რეგულირება ხორციელდება ფინანსთა სამინისტროების მიერ, ხოლო ქვეყნების დაახლოებით 15%-ში არსებობს შერეული კონტროლი. ბაზრის საბანკო მოდელის ზოგიერთ ქვეყანაში (გერმანია, ავსტრია, ბელგია) საფონდო ბაზრის განვითარებაზე ძირითად პასუხისმგებლობას ცენტრალური ბანკი და საბანკო ზედამხედველობის ორგანო (მისი შექმნის შემთხვევაში) იღებენ. საერთო წესიდან გამონაკლისს წარმოადგენს შვეიცარია, სადაც არ არსებობს ცენტრალიზებული სახელმწიფო ორგანო, რომელიც ახორციელებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებას (აღნიშნული ფუნქციები გადაცემული აქვთ რეგიონებს).

<sup>1</sup> მოსიაშვილი ვ. ფინანსური ინსტრუმენტები და ბაზრები. თბ., 2017, გვ. 304.

საფონდო ბაზარზე საქმიანობის განსაკუთრებული ხასიათის გათვალისწინებით, მარეგულირებელი ორგანო საკუთარ თავზე იღებს ბაზარზე ურთიერთობების ორგანიზების ფუნქციას. ხშირ შემთხვევაში, ეს გულისხმობს ორგანიზაციების ან ფიზიკური პირების საფონდო ბაზარზე საქმიანობისთვის დაშვების მკაცრ სისტემას.

ამერიკის შეერთებულ შტატებში ასეთ ორგანოს წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების კომისია. მოქმედი წესების შესაბამისად, მას ევალება ემისიის პროსპექტების რეგისტრაცია, ბაზრის მონაწილეობისა და სპეციალიზებული რეგისტრატორების საქმიანობის (რომლებიც ახორციელებენ აქციონერთა რეესტრის წარმოებას), ასევე, საბროკერო, სადილერო, დეპოზიტარული, საკლირინგო და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზაციასთან დაკავშირებული საქმიანობის ლიცენზირება.

ამერიკის შეერთებულ შტატებში, ცენტრალური ორგანოს გარდა, საფონდო ბაზრის რეგულირებაში უმნიშვნელოვანეს როლს თამაშობს თვითრეგულირების ორგანიზაციები (მაგალითად, ყველა ბირჟები, დილერების ეროვნული ასოციაცია NASD, ეროვნული ფიუჩერსული ასოციაცია — NFA და ა. შ.). ისინი შედგება ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეებისგან, რომლებიც თვალყურს ადევნებენ ბაზარზე საქმიანობისას კოლეგების მიერ პროფესიული ეთიკის, წესების და ტრადიციების დაცვას. მათი გადაწყვეტილებები არ არის სავალდებულო, მაგრამ შეუძლიათ მნიშვნელოვნად შეზღუდონ მონაწილეობისათვის ბაზრის წვდომა და ჩამოართვან მონაწილეს პროფესიული კვალიფიკაცია, რომლის არსებობა აუცილებელი მოთხოვნაა ფასიანი ქაღალდების კომისიის მხრიდან.

დიდ ბრიტანეთში თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების საქმიანობა მკაცრად გააკრიტიკეს ინვესტორების ინტერესებისთვის ზიანის მიყენების მცდელობის გამო, შესაბამისად, ამჟამად, საფონდო ბაზარზე საქმიანობა რეგულირდება ძირითადად სახელმწიფოს მიერ.

აღსანიშნავია, რომ საფონდო ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების გარდა, მასზე საქმიანობენ ინსტიტუციონალური ინვესტორების დიდი რაოდენობა, რომლებსაც გააჩნიათ მნიშვნელოვანი ფინანსური რესურსები და რომლებიც ხვდებიან რა ბაზარზე, დიდწილად განსაზღვრავენ მასზე არსებულ სიტუაციას. ასეთ მონაწილეებს ძირითადად მიეკუთვნება ბანკები, არასახელმწიფო საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები.

გერმანიაში, ტრადიციულად, ფინანსურ ბაზრებზე მთავარ მოქმედ პირებს კომერციული ბანკები წარმოადგენენ. ისინი მნიშვნელოვან გავლენას ახდენენ საფონდო ბაზრის მუშაობაზე, საფონდო ბაზარზე თავად შეუძლიათ შესთავაზონ საბროკერო მომსახურება და ისარგებლონ ერთდროულად როგორც ბროკერის, ისე ინვესტორის პრივილეგირებული მდგომარეობით. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ გერმანიაში ეთიკური ხასიათის დარღვევები ბანკების მიერ გაცილებით იშვიათად აღინიშნება, ვიდრე აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში.

ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების და რეგულირების იდეალური მოდელი მსოფლიოში არ არსებობს. საუკეთესონი წარმოადგენენ „ოქროს შუალებს“ მკაცრ ცენტრალიზებულ მართვასა და პროფესიონალი ორგანიზაციების კოლეგიალურ რეგულირებას შორის. თითოეული ქვეყნისთვის უნდა იქნეს გათვალისწინებული ბაზრის განვითარების ხარისხი და მისი ინფრასტრუქტურა, ტრადიციები, მონაწილეთა მენტალიტეტი (მაგალითად, მონაწილის რეპუტაციის ფასი), მარეგულირებელი ორგანოს მიმართ ნდობა და ამ ბაზარზე მიმოქცევადი კაპიტალის მოცულობა.

## X.2. საფონდო ბაზრის რეგულირება საქართველოში

არსებობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების ოთხი სახე:

1. **სახელმწიფო რეგულირება** — ეფუძნება კანონმდებლობას ნორმატიულ აქტებსა და საგადასახადო დაბეგვრის ნორმებს.
2. **საბირჟო რეგულირება** — რეგულირება სპეციალიზებული საფონდო ბირჟების მუშაობის საერთო წესების შესაბამისად.
3. **თვითრეგულირება** — ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე პროფესიონალთა სხვადასხვა ასოციაციების საქმიანობის მეშვეობით;
4. **საზოგადოებრივი რეგულირება** — რეგულირება საზოგადოებრივი აზრის მეშვეობით.

ძირითადი დოკუმენტი რომლითაც რეგულირდება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, სახელმწიფო დონეზე არის საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი. მას ფუნდამენტური დოკუმენტიც კი შეიძლება ვუწოდოთ. აღნიშნულ კოდექსში ოცდამეოთხე თავი მთლიანად მოცემულ თემას ეძღვნება, თუმცა უნდა აღვნიშნოთ, რომ მასში ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე კი არ არის საუბარი, არამედ ამ ბაზრის საბირჟო საქონელზე — ფასიან ქაღალდებზე.

საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ოცდამეოთხე თავი — „ფასიანი ქაღალდების ბრუნვიდან წარმოშობილი ვალდებულებები“ — სამი ნაწილისგან შედგება და მოიცავს 19 მუხლს. პირველი ნაწილი — „საწარმდგენლო ფასიანი ქაღალდებიდან წარმოშობილი ვალდებულებები“ აერთიანებს 911-921 მუხლებს, მეორე ნაწილი — „საორდერო ფასიანი ქაღალდებიდან წარმოშობილი ვალდებულებები“ — 922-927 მუხლებს, ხოლო მესამე — „პირადი ფასიანი ქაღალდები“ — 928-929 მუხლებს.

მეორე ძირითადი დოკუმენტია საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“.<sup>1</sup> აღნიშნული კანონი საქართველოში მოქმედებს 1994 წლიდან და იგი უფლებას იძლევა ობლიგაციები გამოუშვას საქართველოში დაშვებული ხუთი ორგანიზაციულ-სამართ-

<sup>1</sup> საქართველოს კანონი მენარმეთა შესახებ, თბ., 2014.

ლებრივი ფორმის საწარმომ — შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებამ, კომინდატურმა საზოგადოებამ, სოლიდური პასუხისმგებლობის საზოგადოებამ, კოოპერატივმა და სააქციო საზოგადოებამ. მათგან მხოლოდ სააქციო საზოგადოებას აქვს აქციების საჯარო შეთავაზების უფლება. „მენარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის მეოთხე თავი ეძღვნება სააქციო საზოგადოებას და იგი მოიცავს 51-59 მუხლებს. კანონის ამ მუხლებში საუბარია იმაზე, რომ აქციონერის საკუთრების უფლება აქციაზე დასტურდება სააქციო საზოგადოების აქციათა რეესტრში ჩანაწერით ან ნომინალური მფლობელის ჩანაწერით (მუხლი 51.2). მოგებაში აქციონერების წილი განისაზღვრება აქციათა რაოდენობის შესაბამისად (მუხლი 53.2). თუ აქციების შეძენის შედეგად აქციონერს საკუთრებაში აქვს სააქციო საზოგადოების ხმების 95%-ზე მეტი, მაშინ ამ აქციონერს უფლება აქვს სამართლიან ფასად გამოისყიდოს სხვა აქციონერთა აქციები (მუხლი 534.1) და ა. შ. სხვა ქვეყნების ამ ტიპის კანონებთან შედარებით საქართველოს კანონში „მენარმეთა შესახებ“ თითქმის არაფერია ნათქვამი იმ ზარალის კომპენსაციის სიდიდის შესახებ, რომელიც თავისი ქმედების არასამართლიანობის გამო უნდა გადაუხადოს დომინანტმა აქციონერმა დანარჩენ აქციონერებს.

მესამე მნიშვნელოვანი დოკუმენტია **საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“<sup>1</sup>** თავისი ცვლილებებით და დამატებებით. ეს კანონი მიღებული იქნა 1998 წელს.

ამ კანონის მიზანია ფასიანი ქაღალდების საქართველოს ბაზრის განვითარება, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინვესტორთა ინტერესების დაცვა, ემიტენტთა მიერ საჯარო შეთავაზებისას მათზე ინფორმაციის, აგრეთვე ვაჭრობის ღიაობის უზრუნველყოფა, ვაჭრობაში სამართლიანი წესებისა და კონკურენციის დამკვიდრება.

ეს კანონი არეგულირებს ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებასა და მათ რეალიზაციასთან დაკავშირებულ ურთიერთობებს, განსაზღვრავს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საფონდო ბირჟების, ცენტრალური დეპოზიტარის, სხვა თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორების, საბროკერო კომპანიების, ბროკერების მოქმედებების წესებსა და პასუხისმგებლობას, აგრეთვე იმ ემიტენტების საქმიანობის წესებს და პასუხისმგებლობებს, რომელთა ფასიანი ქაღალდების საჯარო გაყიდვაც ხორციელდება.

ეს კანონი 11 თავისგან შედგება. ესენია:<sup>2</sup> **თავი I** — ზოგადი დებულებები (მუხლი 1-2); **თავი II** — ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება (მუხლი 3-8); **თავი III** — ანგარიშვალდებული საწარმოები (მუხლი 9-17); **თავი IV** — ფასიან ქაღალდებზე

<sup>1</sup> საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, თბ., 1998; საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ საქართველოს კანონში ცვლილებების შეტანის თაობაზე“, თბ., 2017.

<sup>2</sup> საქართველოს კანონის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ, თბ., 1998 წ. გვ. 1-67.

საჯარო ვაჭრობა; **თავი V** — ლიცენზირება; **თავი VI** — ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილენი; **თავი VII** — ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის გარიგებებში სიყალბისა და მანიპულაციების აკრძალვა; **თავი VIII** — ფასიანი ქაღალდების საქართველოს ბაზრის ზედამხედველობა; **თავი IX** — პასუხისმგებლობა ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობის დარღვევაზე (მუხლი 55); **თავი X** — გარდამავალი დებულებები (მუხლი 56); **თავი XI** — დასკვნითი დებულებები (მუხლი 57).

**პირველ** თავში კანონის გამოყენების სფერო და ტერმინთა განმარტებებია მოცემული; **მეორეში** — ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება, მოთხოვნები ემისიის პროსპექტისადმი, შეთავაზების პროცედურა, ემისიის ანგარიში და სხვა; **მესამეში** — საჯარო ფასიანი ქაღალდები, ანგარიშვალდებული სანარმოს შესახებ კონფიდენციალური ინფორმაცია, სატენდერო შეთავაზება და სხვა; **მეოთხეში** — გარიგებები საფონდო ბირჟაზე, გარიგებანი საჯარო ფასიან ქაღალდებზე; **მეხუთეში** — ლიცენზირების მოთხოვნები, ზოგადი სალიცენზიო პროცედურა, საბროკერო კომპანიების საქმიანობა, ბროკერების და საბროკერო კომპანიების ლიცენზირება, ლიცენზირების მოქმედებების შეჩერება და სხვა; **მეექვსე** თავში — ფინანსური ანგარიშგება, საბროკერო კომპანიების და ბროკერების მოვალეობები, საფონდო ბირჟის რეორგანიზაცია და სხვა; **მეშვიდე** თავში — ფასიანი ქაღალდების გარიგებებში გაყალბება და მანიპულაცია, ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენება; **მერვე** თავში — ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კომისიის შექმნა, მისი დაფინანსება, კომისიის ფუნქციები, კომისიის საქმიანობის ორგანიზება და სხვა; **მეცხრე** თავში — პასუხისმგებლობა კანონმდებლობის დარღვევისთვის; **მეათეში** — უფლებამონაცვლეობა, **მეთერთმეტეში** — კანონის ამოქმედების წესი.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი დაფუძნებულია ინფორმაციის გამჟღავნების მოდელზე.<sup>1</sup> ეს ის მოდელია, რომელიც ემიტენტებისგან სავალდებულოდ მოითხოვს ინვესტირების მთლიან და უტყუარ ინფორმაციას. კანონში ჩადებული ბაზრის ქცევის წესები, ლიცენზირება, ფინანსური პასუხისმგებლობა და ა. შ., საბოლოო ჯამში არეგულირებენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურულ პირების ქცევას ბაზარზე.

განხილული კანონიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას უფრო ვრცლად ეხება კანონის **V** (ლიცენზირება) და **VI** (ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილენი) თავები. რადგან ჩვენი სადისერტაციო თემა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას ეხება, თავს უფლებას მივცემთ უფრო ვრცლად შევეხოთ კანონის ამ თავებს.

<sup>1</sup> საქართველოს კაპიტალის ბაზარი, დიაგნოსტიკური შესწავლა და რეკომენდაციები, 2015 წ. (განსახილველი პროექტი), გვ. 30.

კანონის მე-V თავი გვამცნობს, რომ ლიცენზირება სავალდებულოა პირისთვის, რომელიც ახორციელებს ან ცდილობს განახორციელოს, ანდა ისე იქცევა, თითქმის ჩაბმულია საფონდო ბირჟის, საბროკერო კომპანიის, ცენტრალური დეპოზიტარის და ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის საქმიანობაში. მან ლიცენზიის მისაღებად უნდა წარადგინოს ამ კანონის 24-ე, 25-ე, 27-ე ან 29-ე მუხლებით გათვალისწინებული ინფორმაცია.

**საბროკერო კომპანიის ლიცენზირება.** საბროკერო კომპანიას ლიცენზია მიეცემა შემდეგ საქმიანობებზე: კლიენტების საინვესტიციო პორტფელების მართვა, კლიენტების ფასიანი ქაღალდების შენახვა და აღრიცხვა, ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების განთავსება გარანტირებულ საფუძველზე და არაგარანტირებულ საფუძველზე, ემიტენტებისათვის კონსულტაცია, კლიენტებზე ფასიანი ქაღალდების სესხება და გასესხება და ა. შ.

საწარმო, რომელიც კომისიას მიმართავს **საბროკერო კომპანიის** ლიცენზიის მისაღებად, წარადგენს განაცხადს და გარკვეულ ინფორმაციას, კერძოდ: დასახელება და მისამართი, იმ პირების დასახელება, რომელთა საკუთრებაშია საბროკერო კომპანიის ქონების მნიშვნელოვანი წილი (მათი წილები, მისამართები, ხმათა რაოდენობა), დოკუმენტს იმის შესახებ, რომ მისი მმართველი ორგანოს არცერთი წევრი არასოდეს არ ყოფილა ნასამართლევ დანაშაულისთვის, ტერორიზმის დაფინანსებისთვის, ან დაუსაბუთებელი შემოსავლის ლეგალიზაციისთვის. რომ არცერთ მათგანს არა აქვს ჩამორთმეული მმართველობით ორგანოში მონაწილეობის უფლება და ბოლო 5 წლის პერიოდში არ ჰქონია დაკისრებული ფასიანი ქაღალდების შესახებ ვაჭრობის კანონმდებლობის უხეში დარღვევისთვის ადმინისტრაციული სახდელი, რომ გააჩნია ეროვნული ბანკის მიერ დაკანონებული საკუთარი კაპიტალი, რომ მათ აქვთ სათანადო განათლება (ან გამოცდილება).

**ცენტრალური დეპოზიტორის ლიცენზირება.** ცენტრალური დეპოზიტარის ლიცენზიის მისაღებად პირი შემდეგ პირობებს უნდა აკმაყოფილებდეს. მისი მმართველი ორგანოს წევრები არ იყონ ნასამართლევ მძიმე ეკონომიკური დანაშაულისთვის, დარეგისტრირებული ტერორიზმის დაფინანსებისთვის, უკანონო შემოსავლის ლეგალიზებისთვის, არ ჰქონდეთ ჩამორთმეული მმართველ ორგანოში არჩევის უფლება, ბოლო 5 წლის განმავლობაში არ ჰქონდეთ მისჯილი კანონმდებლობის უხეში დარღვევისთვის ადმინისტრაციული სახდელი, ჰქონდეს შესაფერისობის დეკლარაცია მნიშვნელოვანი წილის ბენეფიციარი მესაკუთრეების შესახებ, ინფორმაცია კრიტერიუმთან მმართველ ორგანოს წევრთა შესაფერისობის შესაბამისობის შესახებ, საკუთარი კაპიტალის მინიმალური ოდენობის შესახებ, წლის (ან ნახევარი წლის) ფინანსური ანგარიშგება დადასტურებული აუდიტორის მიერ, აგრეთვე, დოკუმენტები საბანკო ანგარიშზე მინიმალური ფულადი სახსრების განთავსების შესახებ, საქართველოს ეროვნული

ბანკის მიერ დადგენილ წესთან ორგანიზაციული სტრუქტურის და ტექნიკური საშუალებების შესაბამისობის შესახებ და ა. შ. ამის გარდა, და, უპირველესად, იგი დარეგისტრირებული უნდა იყოს სააქციო საზოგადოებად ან შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებად.

**ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ლიცენზირება.** ამ სახის ლიცენზიაზე პრეტენზიის მქონე კანდიდატი დარეგისტრირებული უნდა იყოს სააქციო საზოგადოებად ან შეზღუდულ საზოგადოებად. მისი მართვის ორგანოს წევრები მნიშვნელოვანი წილის მესაკუთრენი არ უნდა იყოს ნასამართლევი მძიმე ეკონომიკური დანაშაულისთვის, ტერორიზმის დაფინანსებისთვის, უკანონო შემოსავლებისთვის ხოლო ბოლო 5 წლის განმავლობაში არ უნდა ჰქონდეს დარღვეული ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობა, მისი საკუთარი კაპიტალი არ უნდა იყოს ნაკლები ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილ მინიმალურ სიდიდეზე, მმართველ ორგანოს წევრებს უნდა ჰქონდეთ სათანადო განათლება ან გამოცდილება და ა. შ.

**საფონდო ბირჟის ლიცენზირება.** საფონდო ბირჟის ლიცენზიის მიღებაზე პრეტენზიის მქონე კანდიდატი რეგისტრირებული უნდა იყოს სააქციო ან შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებად. მისი მმართველი ორგანოს არც ერთ წევრს და მნიშვნელოვანი წილის მფლობელს არ უნდა ჰქონდეს ჩამორთმეული მმართველ ორგანოში მონაწილეობის უფლება, არ იყოს ნასამართლევი მძიმე ეკონომიკური დანაშაულისთვის, ტერორიზმის დაფინანსებისთვის უკანონო შემოსავლებისთვის და არ ჰქონდეს დაკისრებული ადმინისტრაციული სახდელი ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის დარღვევისთვის (ბოლო 5 წლის განმავლობაში), უნდა ჰქონდეს ცნობა, რომ მას აქვს საკუთარი კაპიტალი იმ სიდიდით, რომელიც დადგენილია საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ, ცნობა საბანკო ანგარიშზე მინიმალური სიდიდის ფულადი სახსრების განთავსების შესახებ, ცნობა მნიშვნელოვანი წილის მფლობელი პარტნიორების სახელების და წილის სიდიდეების შესახებ და სხვა.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-VI თავში მოცემულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილენი — საფონდო ბირჟის, საბროკერო კომპანიების და ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის მოვალეობები და უფლებები. ისინი ვალდებული არიან აწარმოონ ჩანაწერები დოკუმენტებში (მარეგულირებლის დადგენილი წესებით), გაავრცელონ ანგარიშები და დაიცვან მათი შენახვის ვადები.

საბროკერო კომპანიას განცალკევებული ანგარიშები უნდა ჰქონდეს თავის აქტივებზე და კლიენტის აქტივებზე. მან მარეგულირებელი ორგანოს წესების შესაბამისად უნდა წარუდგინოს თავის კლიენტებს ფასიანი ქაღალდებზე გარიგებათა დამადასტურებელი დოკუმენტები, პირადი ანგარიშებიდან ამონაწერები, მოამზადოს წლიური და

მიმდინარე (თვის, კვარტლის) ანგარიშგებები, ყოველ სამუშაო დღის ბოლოს რეგისტრაციაში გაატაროს ფასიანი ქაღალდებით გარიგებები და სხვა.

საბროკერო კომპანია შეიძლება იყოს ერთზე მეტი საფონდო ბირჟის-წევრი. საბროკერო კომპანია შეიძლება გაირიცხოს საფონდო ბირჟის წევრობიდან თუ მას გაუუქმდება ლიცენზია, ან თუ დაარღვევს საფონდო ბირჟის საქმიანობის წესებს.

**საფონდო ბირჟის** მმართველი ორგანო არის სამეთვალყურეო საბჭო.

საფონდო ბირჟის მართვის ორგანოს შეუძლია მიიღოს გადაწყვეტილებები, გასცეს განკარგულებები, შეამოწმოს ბირჟის წევრების საქმიანობა, შეაჩეროს (ან დაუშვას) ზოგიერთი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა ბაზარზე, გამოიყენოს სანქციები და ა. შ. საფონდო ბირჟის გარდაქმნა ან ლიკვიდაცია ხდება ამ კანონით და ეროვნული ბანკის წესებით, თვით ბირჟის წესდებით, შინაგანი წესის და „მენარმეთა შესახებ“ კანონის სრულ შესაბამისად.

საქართველოს კანონის „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ მე-VI თავში საუბარია ცენტრალური დეპოზიტორის მოვალეობებზე და ფუნქციებზეც. მას ევალება: გახსნას, აამოქმედოს და დახუროს ბირჟის მონაწილეთა ფასიანი ქაღალდების ანგარიშები, შეამოწმოს ფასიანი ქაღალდების აღრიცხვის წესების დაცულობა, საჭირო შემთხვევაში შეაჩეროს ან დახუროს იგი, გასცეს მონაწილის ამონაწერი ფასიანი ქაღალდების ანგარიშგების მდგომარეობის შესახებ და ა. შ. იგი განსაზღვრავს იმ ინფორმაციას, რომელიც უნდა იყოს მითითებული ფასიანი ქაღალდების მესაკუთრეთა სახელზე გახსნილ ანგარიშში, განსაზღვრავს გარიგებათა აღიარების წესს და ფასიანი ქაღალდების რეესტრში ჩანაწერების შეტანის წესს და სხვა.

საქართველოს მთავრობის 2014 წლის 22 სექტემბრის 1-1/264 განკარგულებით ჩამოყალიბებულმა კაპიტალის ბაზრის შემსწავლელმა სამუშაო ჯგუფმა (ხელმძღვანელი გიორგი კვირიკაშვილი) შეისწავლა რა საქართველოს კაპიტალის ბაზარი, ცხადია, მისი საკანონმდებლო ბაზაც, აღნიშნა, რომ კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ არ არის სრულყოფილი და იგი საჭიროებს ევროკავშირის მიდგომებთან მიახლოვებას. მკვლევართა აღნიშნული ჯგუფი განსაკუთრებულ ყურადღებას ამახვილებს „საინვესტიციო კონტრაქტის“ როგორც ტერმინის განმარტებაზე და აყენებენ საკითხს იმის შესახებ, არის თუ არა საჭირო მისი ფასიანი ქაღალდების განმარტებაში ასახვა და რომ ამას შესაძლოა მომავალში გავლენა ჰქონდეს ინვესტორთა და სათანადო დაცულობაზე და მარეგულირებლის პასუხისმგებლობაზე.<sup>1</sup>

გარდა ჩვენს მიერ განხილული რეგულაციებისა, საქართველოს საფონდო ბაზარზე ვრცელდება საქართველოს კანონი „ბუღალტრული აღრიცხვისა და აუდიტის შესახებ“

<sup>1</sup> საქართველოს კაპიტალის ბაზარი, დიაგნოსტიკური შესწავლა და რეკომენდაციები, 2015 წ. (განსახილველი პროექტი), გვ. 30.

და აგრეთვე, საქართველოს საგადასახადო კოდექსი. პირველი ავალებს საქართველოს საფონდო ბაზრის ყველა პროფესიულ მონაწილეს წარადგინოს ანგარიშგება საერთაშორისო ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტის (IFRS) შესაბამისად. რაც შეეხება საგადასახადო კოდექსს, მისი ზოგიერთი ასპექტები საფონდო ბირჟის რეგულაციების კონტექსტში მოითხოვს ხსენებას. ესენია: ნამეტი შემოსავლის დაბეგვრა, დივიდენდის დაბეგვრა, საჯარო შეთავაზებაზე მოსაკრებლის, სარეგისტრაციო მოსაკრებლის არსებობა და მრავალი სხვა. ეს საკითხი ცალკე კვლევის სფეროა, ამიტომ, ჩვენ, აქ მხოლოდ მათი ჩამონათვლით დავკმაყოფილდებით.

ჩამოთვლილი კანონების გარდა, არსებობს კანონქვემდებარე აქტებიც, რომლებიც სხვადასხვა დროს იქნა მიღებული. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის საფუძველზე მიღებულია 34 კანონქვემდებარე აქტი, „მენარმეთა შესახებ“ კანონის საფუძველზე 11-კანონიან ქვემდებარე აქტი, საბუღალტრო აღრიცხვის და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის შესახებ“ კანონის საფუძველზე 13 კანონქვემდებარე აქტი, საგადასახადო კოდექსის საფუძველზე 9 საკანონმდებლო აქტი.<sup>1</sup>

აქ განვიხილავთ მხოლოდ ზოგიერთს.

#### **1. საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2018 წლის 5 ივლისის ბრძანება №145/04 „საბროკერო კომპანიის ლიცენზირებისა და რეგულირების წესის დამტკიცების თაობაზე“.**

ამ ბრძანების ამოქმედებით ძალადაკარგულად ჩაითვალა საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის №34/01 ბრძანება — „საბროკერო კომპანიის ლიცენზირებისა, კაპიტალის მინიმალური სიდიდის განსაზღვრისა და ანგარიშგების წარდგენის წესის“ — შესახებ. ამ ბრძანებით განახლებულია საბროკერო კომპანიების ლიცენზირების წესი, ჩამოთვლილია ლიცენზიის მაძიებლის მართვის ორგანოს წევრების საჭირო კრიტერიუმები (ჰქონდეთ უმაღლესი განათლება მათზე დაკისრებული ფუნქციის მიმართულებით, ჰქონდეთ საფინანსო სექტორში შესაფერის პოზიციაზე სულ მცირე 4-წლიანი გამოცდილება, არ იყონ ნასამართლავი და სხვა), ჩამოთვლილია ლიცენზიის გაცემაზე უარის თქმის და ლიცენზიის გაუქმების მიზეზები, ფინანსური მოთხოვნები (საკუთარი კაპიტალის მინიმალური ოდენობა 500 000 ლარი), საკუთარი და კლიენტის აქტივების ვალდებულებები, ანგარიშგების მომზადების და დოკუმენტაციის და ჩანაწერების წარმოების ვალდებულება, ორგანიზაციული მოთხოვნები, კერძოდ, ეთიკის კოდექსის მოთხოვნა და სხვა.

საქართველოში საბროკერო კომპანიის მიმართ საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნის ოდენობა წლების მანძილზე იყო მზარდი და შეადგენდა:

<sup>1</sup> საქართველოს კაპიტალის ბაზარი, დიაგნოსტიკური შესწავლა და რეკომენდაციები, 2015 წ. (განსახილველი პროექტი), გვ. 34.

- ❖ 2010 წელს – 125 000 ლარს.
- ❖ 2011 წელს – 155 500 ლარს.
- ❖ 2012 წელს – 194 400 ლარს.
- ❖ 2013 წელს – 262 400 ლარს.
- ❖ 2014 წელს – 362 100 ლარს.
- ❖ 2015 წელს – 500 000 ლარს.
- ❖ 2019 წელს 500 000 ლარს.

ანუ უკვე 5 წელია რაც საბროკერო კომპანიებს ევალებათ ჰქონდეთ საკუთარი კაპიტალი არანაკლები 500 000 ლარისა, რაც ძალიან დიდი ტვირთია საბროკერო კომპანიებისათვის იმ მწირი შემოსავლების ფონზე, რაც მათ აქვთ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების განუვითარებელ ბაზარზე საქმიანობისას. ამის შედეგად, უკანასკნელი 5 წლის მანძილზე არაერთი საბროკერო კომპანია დაიხურა და შეწყვიტა საქმიანობა და არაერთს კიდევ ემუქრება ანალოგიური პროცესები, და ეს მაშინ, როდესაც საქართველოში სულ 5 საბროკეროდა შემორჩა ბაზარს. ვფიქრობთ, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ამ ეტაპზე საჭიროა შემცირდეს საბროკერო კომპანიის მიმართ საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნა და იგი სავარაუდოდ შეადგენდეს 250 000 – 300 000 ლარს.

გარდა იმისა, რომ საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნილი სიდიდე არის დიდი, ამ ახალ ბრძანებაში დაფიქსირებულია საბროკერო კომპანიის ვალდებულება, რომ „საქმიანობის ყოველ ეტაპზე მას გააჩნდეს ვალდებულებების დასაფარად საკმარისი სახსრები“ (მუხლი 8, პუნქტი 3). ჩვენი აზრით, ვალდებულებების 100%-იანი დაფარვა ყოველ ცალკეულ ეტაპზე შეუძლებელი იქნება, ამიტომ კარგი იქნება არსებობდეს მისი ქვედა ზღვარი პროცენტულ გამოხატულებაში (მაგალითად 70%).

ამის გარდა, საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ამ ბრძანებაში, იქ სადაც ლიცენზიის გაუქმებაზეა საუბარი (მუხლი 6), ნათქვამია (პუნქტი 3), რომ „ეროვნული ბანკი უფლებამოსილია გააფრთხილოს და საბროკერო კომპანიებს დაუწესოს ნაკლოვანებების აღმოფხვრის ვადა“.<sup>1</sup> საბროკერო კომპანიების საქმიანობის მიმართ ეროვნული ბანკის ასეთი მიდგომა მისასაღმებელია, თუმცა, კარგი იქნებოდა ამ ბრძანებაში ჩანდეს ნაკლოვანებების აღმოფხვრის ვადის ზედა ზღვარი — 3 თვე, 6 თვე თუ რამდენი? ეს იმისთვის არის საჭირო, რომ ეროვნულ ბანკიდან ადგილი არ ჰქონდეს საბროკერო კომპანიებისადმი შერჩევით მიდგომას.

იგივე შეხედულება გვაქვს დასახელებული ბრძანების მე-7 მუხლის მე-4 პუნქტის მიმართ, რომელიც ეხება უცხოურ საბროკერო კომპანიის ფილიალს. მასში ვკითხულობთ

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2018 წლის ბრძანება 145/04 – „საბროკერო კომპანიის ლიცენზირებისა და რეგულირების წესის დამტკიცების თაობაზე“ (მუხლი 6, პუნქტი 3).

შემდეგს: „უცხოური საბროკერო კომპანიის მიერ საქართველოში საბროკერო საქმიანობის განსახორციელებლად ეროვნულ ბანკში წარმოდგენილ დოკუმენტაციაში თუ გამოვლინდა ხარვეზი, ეროვნული ბანკი უფლებამოსილია მას განუსაზღვროს აღნიშნული ხარვეზის გამოსასწორებელი ვადა და ფორმა“.<sup>1</sup> ჩვენი აზრით, ხარვეზის გამოსწორების ვადა ამ ბრძანებითვე უნდა იყოს განსაზღვრული.

**2. საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება №21/01 — „ანგარიშვალდებული სანარმოს მმართველი ორგანოს წევრის მიერ თავის საკუთრებაში არსებული ამ სანარმოს ფასიანი ქაღალდების ფლობის შესახებ ანგარიშის წარდგენისა და ანგარიშვალდებული სანარმოს ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი შენაძენისა და მისი ცვლილებების საჯაროობის წესის დამტკიცების თაობაზე“.** ეს წესი განსაზღვრავს:

- ❖ საჯაროობის მოთხოვნებს ანგარიშვალდებული სანარმოს მიერ ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი რაოდენობის შენაძენის და მათში ცვლილებების მიმართ, ადგენს ამგვარ შენაძენთა შესახებ შეტყობინებების ფორმასა და შინაარსს, ასევე, მათი გავრცელების ვადებსა და პროცედურას;
- ❖ ანგარიშვალდებული სანარმოს მართვის ორგანოს წევრის მიერ თავის მფლობელობაში არსებული ამ სანარმოს ფასიანი ქაღალდების ფლობის შესახებ ანგარიშის შემდგენელ პირს ან პირთა ჯგუფს, ანგარიშის ფორმებსა და შინაარსს და მისი საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი წარდგენის ვადებსა და პროცედურას.

**3. საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2017 წლის ივნისის ბრძანება №85/04. „ფასიანი ქაღალდების შესახებ საქართველოს კანონმდებლობის დარღვევისათვის ფულადი ჯარიმის ოდენობის განსაზღვრის, დაკისრების და აღსრულების წესის დამტკიცების შესახებ“ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2012 წლის 14 თებერვლის №35/04 ბრძანებაში ცვლილების შეტანის თაობაზე.**

ეს წესი მიღებულია 2017 წლის ივნისში და წინა (2012 წელი) წესისგან განსხვავებით გამოირჩევა ჯარიმების ოდენობის მნიშვნელოვანი გადიდებით, ზოგიერთი სავარაუდო ჯარიმების მოცულობა 5-10 ჯერაც კი არის გაზრდილი. აი, მაგალითად, „შესაბამისი ელექტრონული სისტემის არქონის ან/და ფასიანი ქაღალდებზე ოპერაციების აღრიცხვის და შენახვის მოთხოვნების დარღვევის გამოვლენის შემთხვევაში ჯარიმა — 20,000 (ოცი ათასი) ლარის ოდენობით“.

ეს მოთხოვნა გულისხმობს, რომ საბროკერო კომპანიებს უნდა ჰქონდეთ სპეციალიზირებული საოპერაციო აღრიცხვის ელექტრონული პროგრამა. ამჟამად, იგი მხოლოდ

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2018 წლის ბრძანება 145/04 – „საბროკერო კომპანიის ლიცენზირებისა და რეგულირების წესის დამტკიცების თაობაზე“, მუხლი 7, პუნქტი 4.

2 საბროკეროს გააჩნია (მოქმედი 5 საბროკეროდან) და დანარჩენებისთვის მისი შექმნა/შეკვეთა/ინსტალაცია საკმაოდ ძვირი ჯდება მათი მცირე შემოსავლების ფონზე, 20 000 ლარის ჯარიმის მიღების შემთხვევაში დიდია ალბათობა იმისა, რომ საერთოდ ისინი ვეღარ იმუშავენ.

ბოლო წლებში საქართველოს საფონდო ბაზრის სამართლებრივი რეგულირების ჩარჩო მუდმივად იცვლება მაგალითად, საქართველოს კანონი „მენარმეთა შესახებ“ ძალაში შესვლის დღიდან 49-ჯერ შეიცვალა, ხოლო საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ – 19-ჯერ.<sup>1</sup> კანონების ასეთი არასტაბილურობა ინვესტორების დაკარგვას და მის დიდ დეფიციტს საქართველოს საკანონმდებლო ორგანოს მიმართ.<sup>2</sup>

საქართველოს საფონდო ბაზრის მარეგულირებელი სამართლებრივი ბაზის ფუნდამენტური ცვლილება დაიწყო ევროკავშირი-საქართველოს ასოცირების შეთანხმების ხელმოწერის (2013 წლის ნოემბერი) შემდეგ. შეთანხმების ფარგლებში საქართველოს მთავრობამ მიიღო ევროკავშირის 22 დირექტივა ფასიანი ქაღალდების ევროპის კანონმდებლობასთან დაახლოების მიზნით, რომელიც მას 5-7 წელიწადში უნდა განეხორციელებინა (ცხრილი 11). მათი ნაწილი დღეის მდგომარეობით შესრულებულია.

**ცხრილი 11**

**ევროკავშირის კანონმდებლობასთან მიახლოების ვადები**

ნომერი	სტატუსი	ფასიანი ქაღალდები ბაზრები	პოლო ვადა
2004/39/რ	გაუქმებული	ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების დირექტივა	5 წელი
2014/65/	ჩანაცვლდა	ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრის დირექტივა 2	7 წელი
2006/73/რ		ორგანიზაციული მოთხოვნები საინვესტიციო ფირმებისთვის	7 წელი
1287/2006		ორგანიზაციული მოთხოვნები საინვესტიციო ფირმებისთვის	7 წელი
2003/71/რ		პროსპექტის დირექტივა	7 წელი
809/2004		პროსპექტის მარეგულირებელი წესი	7 წელი
2004/109/რ		გამჭვირვალობის მოთხოვნების ჰარმონიზაცია	7 წელი
2007/14/რ		გამჭვირვალობის საიმპლემენტაციო წესების დირექტივა	
97/9/რ		ინვესტორთა კომპენსირების სქემები	6 წელი
2003/6/რ	გაუქმებული	ბაზრის ბოროტად გამოყენების დირექტივა	5 წელი
2004/72/რ	გაუქმებული	ბაზრის ბოროტად გამოყენების დირექტივის განხორციელების შესახებ	7 წელი
2003/124/რ	გაუქმებული	ბაზრის ბოროტად გამოყენების დირექტივის განხორციელების შესახებ	7 წელი

<sup>1</sup> საქართველოს კაპიტალის ბაზარი, დიაგნოსტიკური შესწავლა და რეკომენდაციები, 2015 წ. (განსახილველი პროექტი), გვ. 3.

<sup>2</sup> გოდერძიშვილი თ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების სისტემური პრობლემები საქართველოში, დისერტაცია, თბ., 2019, გვ. 120.

2003/125/რ	გაუქმებული	ბაზრის ბოროტად გამოყენების დირექტივის განხორციელების შესახებ	7 წელი
2273/2003	გაუქმებული	ბაზრის ბოროტად გამოყენების დირექტივის განხორციელების შესახებ	7 წელი
596/2014			
1060/2009	ჩანაცვლდა	ბაზრის ბოროტად გამოყენების ახალი რეგულაცია	7 წელი
		საკრედიტო რეიტინგის სააგენტოები	7 წელი
<b>კოლექტიური საინვესტიციო სქემები</b>			
2009/65/რ		ჩიშ დირექტივა	6 წელი
2007/16/რ		ჩიშ დირექტივა	6 წელი
<b>ბაზრის ინფრასტრუქტურა და ანგარიშსწორება</b>			
2002/47/რ		ფინანსური უზრუნველყოფის სქემების დირექტივა	
98/26/რ		ანგარიშსწორების საბოლოოობა	5 წელი
2009/44/რ		ანგარიშსწორების საბოლოოობა	
<b>დაკავშირებული დირექტივები</b>			
2002/87/რ		ფინანსური კონგლომერატების საინვესტიციო ფირმები	4 წელი
2006/49/რ	გაუქმებული	საინვესტიციო ფირმების კაპიტალური ადეკვატურობის მოთხოვნები	5 წელი
2013/36/	ჩანაცვლდა	საინვესტიციო ფირმების კაპიტალური ადეკვატურობის დირექტივა	
2001/65/რ		სხვა ფინანსური ინსტიტუტების შეფასების წესები	4 წელი
<b>სათანადო აქტები, რომლებიც არ არის ასახული ასოცირების შეთანხმებაში</b>			
2001/34/რ		ფასიანი ქაღალდების ოფიციალური საფონდო ბირჟების ლისტინგზე დაშვების დირექტივა	
2004/25/რ		საწარმოებზე კონტროლის მოპოვების შეთავაზებების დირექტივა	
<b>საქართველოს კაპიტალის ბაზრის დიაგნოსტიკური შესწავლა</b>			
2014/57/		ბაზრის ბოროტად გამოყენებაზე სისხლის სამართლებრივი სანქციების დირექტივა	
909/2014		ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის დირექტივა	

რაც შეეხება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელ ორგანოებს, მათ შესახებ უნდა აღვნიშნოთ შემდეგი: საქართველოში ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ბაზრის რეგულირებაზე პასუხისმგებელი უწყება უკანასკნელ 15 წლის განმავლობაში რამდენჯერმე შეიცვალა. თავდაპირველად, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის 46-ე მუხლით შეიქმნა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია (NSCG). 2007 წლის ივლისში ფასიანი ქაღალდების საქართველოს ეროვნული კომისიის ფუნქციები გადატანილი იქნა ეროვნულ ბანკში (საქართველოს ფინანსური მონიტორინგის სამსახურში, რომელიც წარმოადგენდა საქართველოს ეროვნული ბანკისგან დამოუკიდებელ ცალკე საჯარო სამართლის იურიდიულ პირს) და სათანადო შესწორებებიც შევიდა კანონში საქართველოს „ეროვნული ბანკის შესახებ“ (მუხლი 74). 2008 წლის მარტის თვეში ისიც გაუქმდა და ფასიანი ქაღალდების რეგულირების ფუნქციები, გარდა საბანკო ზედამხედველობის ფუნქციისა, რომელიც დარჩა ეროვნულ ბანკში

და მას დღესაც იგი ასრულებს, გადავიდა ახლად დაფუძნებულ ფინანსური ზედამხედველობის სააგენტოში.

დღეს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი უწყება არის საქართველოს ეროვნული ბანკი.

### **X.3. სასესო ბაზრის რეგულირება საქართველოში**

ნებისმიერ ქვეყანაში ან რესტრუქციულ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა ტარდება, ან ექსპანსიონისტური. ორივე პოლიტიკას შეიმუშავენ და ახორციელებს ამ ქვეყნის ცენტრალური ბანკი (საქართველოში — საქართველოს ეროვნული ბანკი). პირველი მიმართულია კომერციული ბანკების საკრედიტო ოპერაციების მოცულობის შეზღუდვისა და საპროცენტო განაკვეთების დონის ამალღების გზით ფულად-საკრედიტო სისტემის მარეგლამენტირებელ ღონისძიებათა რეალიზაციაზე, მეორე ხასიათდება დაკრედიტების მასშტაბების გაფართოებით. მიმოქცევაში არსებული ფულის რაოდენობის ნამატზე კონტროლის შესუსტებით, საგადასახადო განაკვეთების შემცირებით, საპროცენტო განაკვეთების დონის დაქვეითებით.

გასატარებელი ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ტიპის შესაბამისად კი კომერციული ბანკების საქმიანობის რეგულირების ინსტრუმენტების ნაკრების შერჩევას ცენტრალური ბანკი ახორციელებს სამეურნეო კონიუნქტურის გათვალისწინებით ყოველი კონკრეტული შემთხვევისათვის. ასეთი შერჩევის საფუძველზე შეიმუშავებული ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებები მტკიცდება საკანონმდებლო ორგანოს მიერ. ამასთან, აუცილებელია ფულად-საკრედიტო რეგულირების ამა თუ იმ ღონისძიებების ჩატარებისა და მისი რეალიზაციის ეფექტის გამოვლინებას **შორის დროებითი ლაბის გათვალისწინება**. ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის სხვადასხვა ტიპების გამოყენების ეფექტურობა განისაზღვრება იმით, თუ რამდენადაა ფულის მიმოქცევის დესტაბილიზაცია გამოწვეული „წმინდა“ ფულადი და არა ზოგადეკონომიკური და პოლიტიკური ფაქტორებით.

ცენტრალური ბანკის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის საოპერაციო პროცედურა დაფუძნებულია ფულად-საკრედიტო რეგულირების ორგანოების წმინდა საერთაშორისო რეზერვებისა და წმინდა შიგა აქტივების მოცულობის კონტროლზე. პირველ რიგში, ეს არის გაფართოებული კრედიტების გადაცემა ქვეყნის მთავრობისა და კომერციული ბანკებისათვის.

საბანკო ოპერაციების რეგულირების მექანიზმი დამოკიდებულია ქვეყანაში საბანკო საქმიანობის ორგანიზაციის ფორმებზე. ცენტრალური ბანკის ადგილზე, როლსა და ფუნქციებზე, მთავრობისაგან მისი დამოუკიდებლობის ხარისხზე და სხვა ფაქტორებზე.

იგი მოიცავს როგორც ნაღდ და უნაღდო საბანკო ოპერაციების რეგულირების მეთოდებსა და ინსტრუმენტებს, ასევე, ფულადი მასის დინამიკაზე, საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებსა და მიკრო და მაკროდონეზე ბანკის ლიკვიდობაზე, კონტროლის კონკრეტულ ფორმებს.

ერთიან ეკონომიკურ სივრცეში საგადასახდელი ბრუნვის მართვის მიზნით, დასახული ამოცანების გადაწყვეტა ცენტრალური ბანკის მიერ ხორციელდება მაკროდონეზე ღონისძიებათა კომპლექსის შემუშავებისა და რეალიზაციის გზით, ასევე, ცალკეული საბანკო დანესებულებების ან მათი ჯგუფების ოპერაციების რეგულირების მეშვეობით. ამასთან, შეიძლება გამოყენებულ იქნეს ბანკების საქმიანობაზე ზემოქმედების როგორც პირდაპირი (ადმინისტრაციული), ასევე, არაპირდაპირი (ეკონომიკური) მეთოდები.

**ადმინისტრაციულ მეთოდებს** მიეკუთვნება ცენტრალური ბანკის მიერ ბანკების საქმიანობის რაოდენობრივი და ხარისხობრივი პარამეტრების მიმართ დანესებული პირდაპირი შეზღუდვები (ლიმიტები) და აკრძალვები. ზემოქმედების ადმინისტრაციული მეთოდების გამოყენებისას განსაკუთრებით ფართოდაა გავრცელებული შემდეგი ინსტრუმენტები:

- ❖ პასივებისა და აქტივების ცალკეული სახეების კვოტირება;
- ❖ სხვადასხვა კატეგორიის სესხების გაცემისა და საკრედიტო რესურსების მოზიდვის ზღვრული ოდენობის (ან ლიმიტების) შემოღება;
- ❖ შეზღუდვები ფილიალებისა და განყოფილებების გახსნაზე;
- ❖ საკომისიო გასამრჯელოს ოდენობის, სხვადასხვა სახის მომსახურების ტარიფების, საპროცენტო განაკვეთების ლიმიტირება, ოპერაციების ნომენკლატურის, უზრუნველყოფის სახეების, ასევე, ოპერაციების ცალკეული სახეების წარმოების უფლების მქონე ბანკების ჩამონათვალის განსაზღვრა (ე. წ. კონტიგენტირება).

მთლიანი ფულადი მიმოქცევის მართვისა და საბანკო ოპერაციების **რეგულირების ეკონომიკურ მეთოდებს** მიეკუთვნება ღონისძიებები, რომელთა გამოყენება უმთავრესად არაპირდაპირ ზემოქმედებას ახდენს და ვარაუდობს პირდაპირი აკრძალვების და ლიმიტების დადგენას. გამოყოფენ მართვის ეკონომიკურ მეთოდების სამ ძირითად ჯგუფს: **საბადასახადო, ნორმატიული** (როცა შემოღებული შეზღუდვები ან შეღავათები უკავშირდება ოპერაციების მასშტაბს) და **მეკონომიკური** (გამოირჩევა მოქნილობითა და ოპერატიულობით, სიტუაციის შესაბამისად მასტიმულირებელი ან შემზღუდველი ზემოქმედების შესაძლებლობით).

**საბადასახადო მეთოდების** გამოყენება ფინანსური ორგანოების პრეროგატივაა, მაშინ როცა ნორმატიული და მეკონომიკური — ცენტრალური ბანკისა.

**მეკონომიკური ნორმატიული მეთოდებს** მიეკუთვნება ზემოქმედების ისეთი ინსტრუმენტების გამოყენება, როგორცაა გადარიცხვები საკრედიტო რესურსების

რეგულირების ფონდში, საბანკო კაპიტალის ლიკვიდურობისა და საკმარისობის კოეფიციენტი, ასევე, ანარიცხებისა და კოეფიციენტების სხვა სავალდებულო სახეები, რომლებიც დგინდება ნორმატივის სახით; მაკორექტირებელს მიეკუთვნება — სააღრიცხვო პოლიტიკა სააღრიცხვო ფანჯარა) და ღია ბაზარზე ოპერაციების გატარება.

**ნორმატიული მეთოდები** გამოიყენება საკონტროლო ციფრების, მაჩვენებელთა თანაფარდობის ან სხვა შეზღუდვების (როგორც გადიდების, ისე შემცირების მიმართულებით) დადგენის და პერიოდული გადასინჯვის გზით; მათი ზემოქმედების სიჩქარე მცირეა და შემოღებული ნორმატივების ეფექტი შედარებით გვიან იჩენს ხოლმე თავს.

**მაკორექტირებადი ზემოქმედება** ხორციელდება ცენტრალური ბანკის მიერ საკრედიტო ოპერაციების ან ფასიანი ქაღალდების ოპერაციების გატარების გზით, რომელთაც ახორციელებს ცენტრალური ბანკი აუცილებელი მასშტაბებით და საჭირო პერიოდულობით, რის გამოც, ეფექტი შედარებით მალე მიიღწევა. ზემოქმედების ეს ფორმა უფრო მოქნილი და ოპერატიულია.

თუ გეგმურ ადმინისტრაციულ-მბრძანებლურ ეკონომიკაში ცენტრალური ბანკის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებების რეალიზება აუცილებელია ყველა მოქმედი საბანკო დანესებულებისათვის, საბაზრო ტიპის ეკონომიკაში თვითრეგულაციის პროცესების განვითარება ვარაუდობს ყოველი საკრედიტო დანესებულების მიერ დამოუკიდებელი ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის გატარებას. ამ პოლიტიკის ეფექტურობა და შედეგები განსაზღვრავს როგორც საკრედიტო დანესებულების სტატუსს, ასევე, მის შემდგომ როლს საბანკო სისტემაში, ასტიმულირებს კონკურენციას.

მრავალ ქვეყანაში საბანკო ოპერაციების მართვისა და რეგულირების მიზნით ცენტრალური ბანკი ძირითადად ორიენტირებულია ეკონომიკური მეთოდების გამოყენებაზე. ოფიციალური ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის მიზანდასახულობის შესაბამისად, მუშავდება ფულად-საკრედიტო რეგულირების ძირითადი ღონისძიებები ყოველი კონკრეტული პერიოდისათვის, განისაზღვრება ამ მომენტისათვის მართვის ყველაზე ეფექტური მეთოდები და ბანკების საქმიანობაზე ზემოქმედების ინსტრუმენტები.

ჩვენი ქვეყნის საბანკო კანონმდებლობაში იურიდიულად კანონდება ფულის მიმოქცევის, საკრედიტო ემისიის, ბანკების საპროცენტო განაკვეთის მართვის წმინდა ადმინისტრაციული მეთოდებიდან ეკონომიკურ მეთოდებზე გადასვლა. შეიცვალა კომერციულ ბანკებთან ცენტრალური ბანკის ურთიერთობის პრინციპები; ცენტრალურ ბანკს არა აქვს მათ საქმიანობაში ჩარევის უფლება; მისი საკონტროლო ფუნქციები შეზღუდულია შესაბამისი კანონების მოქმედების არეალით და მიმართულია ფულად-საკრედიტო სისტემის სტაბილურობის შენარჩუნების, ბანკის კრედიტორების და მენაბრეების ინტერესების დაცვისაკენ. ეს ქმნის წანამძღვარებს მარეგულირებელი

ორგანოს (სახელმწიფო ცენტრალური ბანკის სახით) და ქვემდგომი საკრედიტო დაწესებულებების ურთიერთობის სრულიად განსხვავებული ფორმების ჩამოყალიბებისათვის.

საბაზრო პირობებში ცენტრალური ბანკის მიერ ჩატარებული ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის მიზანდასახულობათა რეალიზაციის ძირითადი ინსტრუმენტებია:

- ❖ ცენტრალურ ბანკში დომინირებული სავალდებულო რეზერვების ნორმატივები (მოთხოვნის რეზერვები);
- ❖ საპროცენტო განაკვეთები ცენტრალური ბანკის ოპერაციებზე;
- ❖ ბანკების რეფინანსირება;
- ❖ ბანკების ოპერაციები ღია ბაზარზე;
- ❖ სავალუტო რეგულირება;
- ❖ ფულადი მასის ზრდის ორიენტირების დადგენა;
- ❖ პირდაპირი რაოდენობრივი შეზღუდვები.

**სავალდებულო რეზერვები** — ბანკის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელების ერთ-ერთი ძირითადი ინსტრუმენტია და წარმოადგენს საბანკო სისტემის საერთო ლიკვიდობის რეგულირების მექანიზმს.

**მინიმალური რეზერვები** — ესაა ცენტრალურ ბანკში კომერციული ბანკების ანაბრების სავალდებულო ნორმა, რომელიც დგინდება კანონმდებლობით საკრედიტო ორგანიზაციების საკრედიტო შესაძლებლობების შეზღუდვისა და განსაზღვრულ დონეზე მიმოქცევაში არსებული ფულადი მასის ოდენობის შესანარჩუნებლად.

ცენტრალური ბანკის ტრადიციულ ფუნქციას წარმოადგენს კომერციულ ბანკებზე სესხების გაცემა. **პროცენტის განაკვეთს, რომლის მიხედვითაც გაიცემა ეს სესხები, ეწოდება პროცენტის სააღრიცხვო განაკვეთი ან რეფინანსირების განაკვეთი.** ამ განაკვეთის შემცირებით ცენტრალურ ბანკს შეუძლია ზემოქმედება მოახდინოს ბანკების რეზერვირებაზე მოსახლეობისა და საწარმოებისათვის. კრედიტის გაცემაში მისი შესაძლებლობების გაფართოებით ან შეზღუდვით.

ცენტრალური ბანკი საპროცენტო განაკვეთის დონის რეგულირებას ახდენს ორგვარად:

1. კომერციული ბანკებისათვის კრედიტების გაცემაზე განაკვეთების ფიქსაციის გზით. რაც საბაზრო განაკვეთების განსაზღვრულ ორიენტირს წარმოადგენს.
2. საკრედიტო დაწესებულებების განაკვეთებზე კონტროლის გზით.

**ბანკების რეფინანსირება.** თავდაპირველად კომერციული ბანკების რეფინანსირების პოლიტიკა ცენტრალური ბანკის მიერ გამოიყენებოდა მხოლოდ ფულად-საკრედიტო მიმოქცევის მდგომარეობაზე ზემოქმედებისათვის. საბაზრო ურთიერთობების განვითარების კვალდაკვალ რეფინანსირება სულ უფრო აქტიურად გამოიყენება, როგორც კომერციულ ბანკებზე ფინანსური დახმარების აღმოჩენის ინსტრუმენტი.

ცენტრალური ბანკი, ამრიგად, ხდება ბოლო ინსტანციის კრედიტორი და ასრულებს „ბანკების ბანკის“ ფუნქციას.

ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის რეგულირების ეკონომიკურ ღონისძიებებს მიეკუთვნება ასევე ფასიანი ქაღალდების ღია ბაზარზე ცენტრალური ბანკის ოპერაციები. **ღია ბაზრის პოლიტიკას უწოდებენ ცენტრალური ბანკის მიერ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვას ფულად ბაზარზე გავლენის მოპოვების მიზნით.** ღია ბაზრის პოლიტიკის ძირითადი ამოცანა იმაში მდგომარეობს, რომ ფასიანი ქაღალდებზე მოთხოვნილებისა და წინადადებების რეგულირებით მიაღწიონ კომერციული ბანკებისაგან შესაბამის რეაქციას.

ცენტრალური ბანკი, კომერციული ბანკებისათვის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მიყიდვით, ზღუდავს კომერციული ბანკების საკრედიტო ექსპანსიას. ამცირებს მიმოქცევაში არსებულ ფულის მასას, რითაც ასუსტებს სასაქონლო ბაზარზე საგადასახდელო საშუალებების ზენოლას და ზრდის ფულის კურსს.

ტერმინი „**ღია ბაზრის პოლიტიკა**“ პირველად გაჩნდა აშშ-ში 20-იან წლებში. ამერიკის შეერთებული შტატების ცენტრალური ბანკის ოპერაციები ღია ბაზარზე სხვა ქვეყნებთან სედარებით უფრო მასშტაბური იყო, რადგან ამ ქვეყანაშია ფასიანი ქაღალდების ყველაზე დიდი ბაზარი.

ღია ბაზრის პოლიტიკა წარმოადგენს სწრაფი და მოქნილი ზემოქმედების იარაღს. ფასიანი ქაღალდის ყიდვა-გაყიდვის დროს ცენტრალური ბანკი ცდილობს, ხელსაყრელი პროცენტის შეთავაზებით ზემოქმედება მოახდინოს კომერციული ბანკების ლიკვიდობის სახსრების მოცულობაზე და, ამდენად, განახორციელოს მათი საკრედიტო ემისიის მართვა. ღია ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების შესყიდვით იგი ზრდის კომერციული ბანკების რეზერვებს და ხელს უწყობს ფულადი შეთავაზებების ზრდას. იგი განსაკუთრებით ეფექტურად გამოიყენება კრიზისის პერიოდში. მაღალი კონიუნქტურის პერიოდში ცენტრალური ბანკი სთავაზობს კომერციულ ბანკებს ფასიანი ქაღალდების შესყიდვას ეკონომიკასა და მოსახლეობასთან მიმართებაში მათი საკრედიტო შესაძლებლობების შესამცირებლად.

ასეთი პოლიტიკის გატარება ცენტრალურ ბანკს შეუძლია ორი გზით. **ჯერ ერთი**, მას შეუძლია განსაზღვროს ყიდვა-გაყიდვის მოცულობა, საპროცენტო განაკვეთები, რის შესაბამისადაც, ბანკებს შეუძლიათ მისგან იყიდონ ფასიანი ქაღალდები. ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის კურსი დგინდება დიფერენცირებულად, მათი ვადებიდან გამომდინარე. **მეორე**, ცენტრალურ ბანკს შეუძლია დაადგინოს საპროცენტო განაკვეთები, რომლის მიხედვითაც მზადაა შეისყიდოს ფასიანი ქაღალდები.

**სავალუტო რეგულირება.** სავალუტო რეგულირების აუცილებლობა განპირობებულია მისი მკვეთრი და გაუთვალისწინებელი ცვალებადობის ნეგატიური შედეგებით.

ეროვნული ვალუტის კურსის სტაბილურობის შენარჩუნებას დიდი მნიშვნელობა აქვს ფასების სტაბილურობისა და ფულის მიმოქცევის უზრუნველსაყოფად. ეროვნული ვალუტის კურსის დაცემას მივყავართ შიგა ბაზარზე ფასების ზრდასთან, ანუ ეროვნული ფულის ერთეულის მსყიდველობითუნარიანობის დაქვეითებასთან. ეროვნული ვალუტის კურსის მუდმივი დაცემის პირობებში შიგა ბაზარზე საქონლის ფასები ორიენტირებულია არა წარმოების დანახარჯებზე, არამედ, ეროვნული ვალუტის კურსის დაცემაზე. კურსის დაცემა ინფლაციის ფაქტორი ხდება.

**ტარგეტირების პოლიტიკა.** ტარგეტირებამ ანუ მიმოქცევაში მყოფი ფულის მასის ნამეტის მიზნობრივი ორიენტირების დადგენამ, განსაზღვრულ პერიოდში მისი გადიდების ზედა და ქვედა საზღვრების დადგენამ განვითარება ჰპოვა 70-იან წლებში ინფლაციური პროცესების გაძლიერების გამო, რომლებმაც გავლენა იქონია ფულის მასის ზრდის ტემპის გადიდებაზე, ასევე, მცოცავი კურსების რეჟიმის შემოღებამ, რამაც შესუსტა გარე ფაქტორების ზემოქმედება ფულის მასის დინამიკაზე. 1975 წელს, ფულის მასის დინამიკის მიზნობრივი ორიენტირები დადგინდა აშშ-ში, 1978 წელს — საფრანგეთში, 1978 წელს — დიდ ბრიტანეთსა და იაპონიაში. ამჟამად, ეს პროცესი შეინიშნება მრავალ ქვეყანაში, თუმცა, მათი როლი სხვადასხვა ქვეყანაში განსხვავებულია.

თავისი არსით ტარგეტირება წარმოადგენს ფულის მასის მოცულობის ზრდის პირდაპირი შეზღუდვის დადგენას. მიზნობრივი ორიენტირების მეშვეობით ფულის მასის დინამიკის რეგულირების ეფექტურობაზე გავლენას ახდენს ამ ორიენტირების დადგენის წესი: საკონტროლო ციფრების (საფრანგეთში), დეპოზიტის (აშშ-ში) და პროგნოზების (იაპონიაში) ფორმით.

არსებობს პირდაპირი კავშირი ფულის მასის დინამიკის ორიენტირების დადგენასა და ცბ ფულად-საკრედიტო რეგულირების სხვა ინსტრუმენტების ქმედითობასთან. ფულის მასის დინამიკის დაპირისპირება დადგენილ ორიენტირებთან შესაძლებელს ხდის, ზუსტად განისაზღვროს დრო, რომლის განმავლობაშიც საჭიროა მარეგულირებელ ორგანოთა ჩარევა, ხოლო სათანადო ზომების თანადროულობა ზრდის მათ ეფექტურობას.

ცენტრალური ბანკის მიერ ფულის მასის დინამიკის მიზნობრივი ორიენტირების გამოყენება ხელს უწყობს ფულადი რეგულირების სისტემის ფუნქციონირების ეფექტურობისა და საიმედოობის ამაღლებას.

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. რომელი ორი მიდგომით ხორციელდება ფინანსური ბაზრების რეგულირება საზღვარგარეთ?
2. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების რომელ სახეებს იცნობთ?

3. ჩამოთვალეთ კანონები და კანონქვემდებარე აქტები, რომლებითაც რეგულირდება საქართველოში ფასინი ქაღალდების ბაზარი.
4. არის თუ არა ლიცენზირება რეგულირების ერთ-ერთი სახე?
5. ჩამოთვალეთ რეგულირების მეთოდები და განმარტეთ ისინი.
6. ვინ ახორციელებს საქართველოს საფინანსო ბაზარს?

# თავი XI. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

## XI.1. ჩამოყალიბების ისტორია

საქართველოს ძველ ბირჟებზე, რომლებიც იყო — თბილისში, ბათუმში და ფოთში, ცნობები თითქმის არ მოიპოვება. უფრო ცნობილია საბჭოთა ხელისუფლების დროს 1922 წელს თებერვალში თბილისში გახსნილი სავალუტო-სასაქონლო ბირჟის შესახებ, რომელიც ფინანსთა კომისარიატის განკარგულებაში იმყოფებოდა. ამ ბირჟის საქმიანობის სფეროში თავმოყრილი იყო ქ. თბილისის მთელი საბითუმო ბრუნვის 60-70%.<sup>1</sup> გარკვეული წლების გასვლის შემდეგ, კერძოდ, 1930 წელს, საბჭოთა საქართველოში, ისე როგორც მთელ საბჭოთა კავშირში, ბირჟების ლიკვიდაცია მოხდა. ბირჟები იყო რუსეთშიც. აქ, პირველი ბირჟა — პეტერბურგის ბირჟა — დააფუძნა პეტრე პირველმა, რომელმაც ჰოლანდიაში მოგზაურობისას ნახა ამსტერდამის ბირჟა და შემდეგში იგი „უცხოეთის საკვირველებად“ მოიხსენია.

ასე რომ, ბირჟების წარმოშობის ისტორია საერთოდ ხანგრძლივ პერიოდს მოიცავს. საბირჟო ვაჭრობის პირველი ფორმა იყო საქარავნო ანუ ეპიზოდური ვაჭრობა. შემდეგ იგი შეიცვალა „საიარმარკო“ ვაჭრობით, ხოლო ეს უკანასკნელი გამოდევნა საბირჟო ვაჭრობამ.<sup>2</sup>

1922 წელს თბილისში გახსნილ ბირჟას არა მხოლოდ სასაქონლო, არამედ, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განყოფილებაც ჰქონდა გახსნილი, ანუ იგი შერეული ბირჟა იყო. ამ ბირჟის საფონდო განყოფილება ემსახურებოდა ბაზრის მომარაგებას ჩერვონეცებით და გირვანქა სტერლინგებით. ბრუნვაში იყო დოლარებიც, თურქული და იტალიური ლირებიც, შვეიცარული კრონიც და ფულის სხვა ერთეულებიც (იხ. ცხრილი 12).

მანეთებში გადაყვანით 1923-1924 წლებში თბილისის ბირჟის საფონდო განყოფილების ბრუნვამ 613984138 მანეთი შეადგინა. შემდეგ წლებში იგი შემცირდა და შეადგინა: 1924-1925 წლებში 2027000 მანეთი, ხოლო 1925-1926 წლებში — 935753 მანეთი, შემცირდა გარიგებათა რიცხვიც. 1924-1925 წლებში დაიდო 836 გარიგება, 1925-1926 წლებში კი 551 გარიგება. მაშინდელ თბილისის ბირჟაზე ბრუნვის შემცირება ძირითადად ბირჟის გარეთ მიმდინარე გარიგებებმა გამოიწვია და აგრეთვე ვალუტის ოფიციალურ და რეალურ კურსებს შორის არსებულმა სხვაობამაც.

<sup>1</sup> *ძნელაძე დ.* საბაზრო ეკონომიკის საკითხები, თბ., 1993, გვ. 46.

<sup>2</sup> *ხმალაძე გ., ხმალაძე ნ., ძნელაძე ლ.* სასაქონლო და საფონდო ბაზარი, თბ., „ნიკი“, 1997, გვ. 38.

**თბილისის სასაქონლო-საფონდო ბირჟის ბრუნვის საფონდო განყოფილების  
ბრუნვის მოცულობები 1923-1924 წლებში<sup>1</sup>**

ვალუტის დასახელება	თანხა ვალუტაში	%-ში საერთო ბრუნვის მიმართ
ჩერნოვეცი	300856975	48,8
გირვანქა სტერლინგი	449146	4,8
გირვანქა სტერლინგი ჩეკებში	315025	40,3
დოლარები	26782	0,9
დოლარები ჩეკებში	36783	1,2
თურქული ლირა	96336	3,1
იტალიური ლირა	5005	0,3
ფრანგული ფრანკი	7960	0,5
შვეიცარული კრონი	1000	0,1
სულ		100

შემდეგ წლებში, როგორც ფასიანი ქაღალდებით, ისე სავალუტო ოპერაციები მნიშვნელოვნად შემცირდა. ამ ოპერაციებზე კონტროლი მთლიანად სახელმწიფომ აიღო თავის თავზე და 1930 წელს ყოველგვარი ბირჟები დახურა კიდევაც. სოციალისტურ ეკონომიკას, რომელიც მბრძანებლურ-ადმინისტრაციული მეთოდით იმართებოდა, ბირჟები არ სჭირდებოდა. შექმნილი იყო მომარაგება-გასაღების ერთიანი სახელმწიფოს სისტემა, რომელსაც სახელმწიფო ორგანოები ხელმძღვანელობდნენ.<sup>2</sup>

ასე გაგრძელდა 1991 წლამდე. 1991 წელს, საქართველო გამოვიდა საბჭოთა კავშირიდან და დაიწყო სოციალისტური ეკონომიკიდან საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლა. ბუნებრივია, საჭირო გახდა საბაზრო ანუ კაპიტალისტური ეკონომიკისთვის დამახასიათებელი ყველა სტრუქტურის შექმნა. ერთ-ერთი ასეთი იყო საფონდო ანუ ფასიანი ქაღალდების ბირჟა.

**XI.2. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის  
ფუნქციონირების დღევანდელი მდგომარეობა**

საქართველოში ორგანიზებული საფონდო ბაზრის მოწყობის პირველი ცდა დაკავშირებული იყო სააქციო საზოგადოება „კავკასიის ბირჟის“ საფონდო კომიტეტის ჩამოყალიბებასთან. ეს მოხდა 1991 წლის ნოემბერში. კომიტეტი მუშობას 1992 წლიდან შეუდგა და 22 აპრილს „კავკასიის ბირჟის“ 10 აქციისგან შემდგარი პაკეტის გაყიდვის თაობაზე დადებული გარიგების შემდეგ საქართველოს ერთ-ერთი ბანკის აქციების ოპციონებით ვჭრობა გაიმართა. ასე რომ, 1992 წლის 22 აპრილი დღეს საქართველოს საფონდო ბირჟის დაბადების დღედ შეიძლება მივიჩნიოთ.

<sup>1</sup> *ხმალაძე გ., ხმალაძე ნ., ძნელაძე ლ. სასაქონლო და საფონდო ბაზარი, თბ., „ნიკი“, 1997, გვ. 209.*

<sup>2</sup> *იქვე, გვ. 214.*

1992 წლის აპრილიდან „კავკასიის ბირჟის“ საფონდო განყოფილებაში დაიწყო და შემდეგშიც გაგრძელდა „კავკასიის ბანკის“, „კერძო ბანკის“, „იბერია ბანკის“, ბანკი „კრედიკა“-ს, „ქართლის“, „ჰერმესის“, სააქციო საზოგადოება „ნაშე ვრემია“-ს და სხვების მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობაზე დაშვება (ლისტინგი) და კოტირება. ამ წლის აპრილიდან ნოემბრამდე „კავკასიის ბირჟის“ საფონდო განყოფილებამ ჩაატარა ფასიანი ქაღალდებით (და ვალუტით) 50 ვაჭრობა. აღნიშნულ ვაჭრობებზე დაიდო 521 გარიგება, აქედან 124, ანუ გარიგებათა საერთო რაოდენობის 23,8% იყო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაზე, დანარჩენი — ვალუტით ვაჭრობაზე.

1993 წელს „კავკასიის ბირჟაზე“ სულ ჩატარდა 236 ვაჭრობა, დაიდო 558 გარიგება. ამ წელს ფასიან ქაღალდებით გარიგებების წილმა ბირჟის საერთო გარიგებებში 67% შეადგინა.

1994 წელს, უფრო ზუსტად ამ წლის იანვარ-მაისში, კავკასიის ბირჟაზე 131 გარიგება დაიდო. მათი უმეტესობა ფასიან ქაღალდებზე იყო დადებული. 1994 წლის მაისის შემდეგ „კავკასიის ბირჟამ“ ფასიანი ქაღალდებით ყიდვა-გაყიდვა ფაქტიურად შეწყვიტა. შეწყდა ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო ვაჭრობაც, რომელიც ბირჟის გარეთ იმავე პერიოდში მოქმედებდა.

1995 წლის 24 აგვისტოს საქართველოს იუსტიციის სამინისტრომ ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის ინდივიდუალურ და ინსტიტუციონალურ მონაწილეთა პიროვნული და ინსტიტუციონალური ლიცენზირების წესი რეგისტრაციაში გაატარა. ამ დროს საქართველოში ამ უფლების მოპოვების, ანუ ლიცენზიის მიღების რვა კანდიდატი არსებობდა. ესენი იყვნენ:<sup>1</sup>

1. „კავკასიის ბირჟის“ საფონდო კომიტეტი.
2. საქართველოს მთავარი საფონდო ბირჟა.
3. შპს „თბილისის საფონდო ბირჟა“.
4. საკლუბო ტიპის „თბილისის საფონდო ბირჟა“.
5. საფონდო ბირჟა „ივერია“.
6. თბილისის ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟის საფონდო განყოფილება.
7. ქუთაისის ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟის საფონდო განყოფილება.
8. ბათუმის ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟის საფონდო განყოფილება.

1995 წლის მეორე ნახევარში ანუ ქართული ფულის ერთეულის — ლარის შემოღებისას, თბილისში მოქმედებდა თბილისის საფონდო ბირჟა, კავკასიის ბირჟა, ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟა და მთავარი საფონდო ბირჟა.

1995 წლის დეკემბერში ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის პირველი ლიცენზია მიეცა თბილისის ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟის საფონდო განყოფილებას.

<sup>1</sup> *ხმალაძე გ., ხმალაძე ნ., ძნელაძე ლ. სასაქონლო და საფონდო ბაზარი, თბ., „ნიკი“, 1997, გვ. 219.*

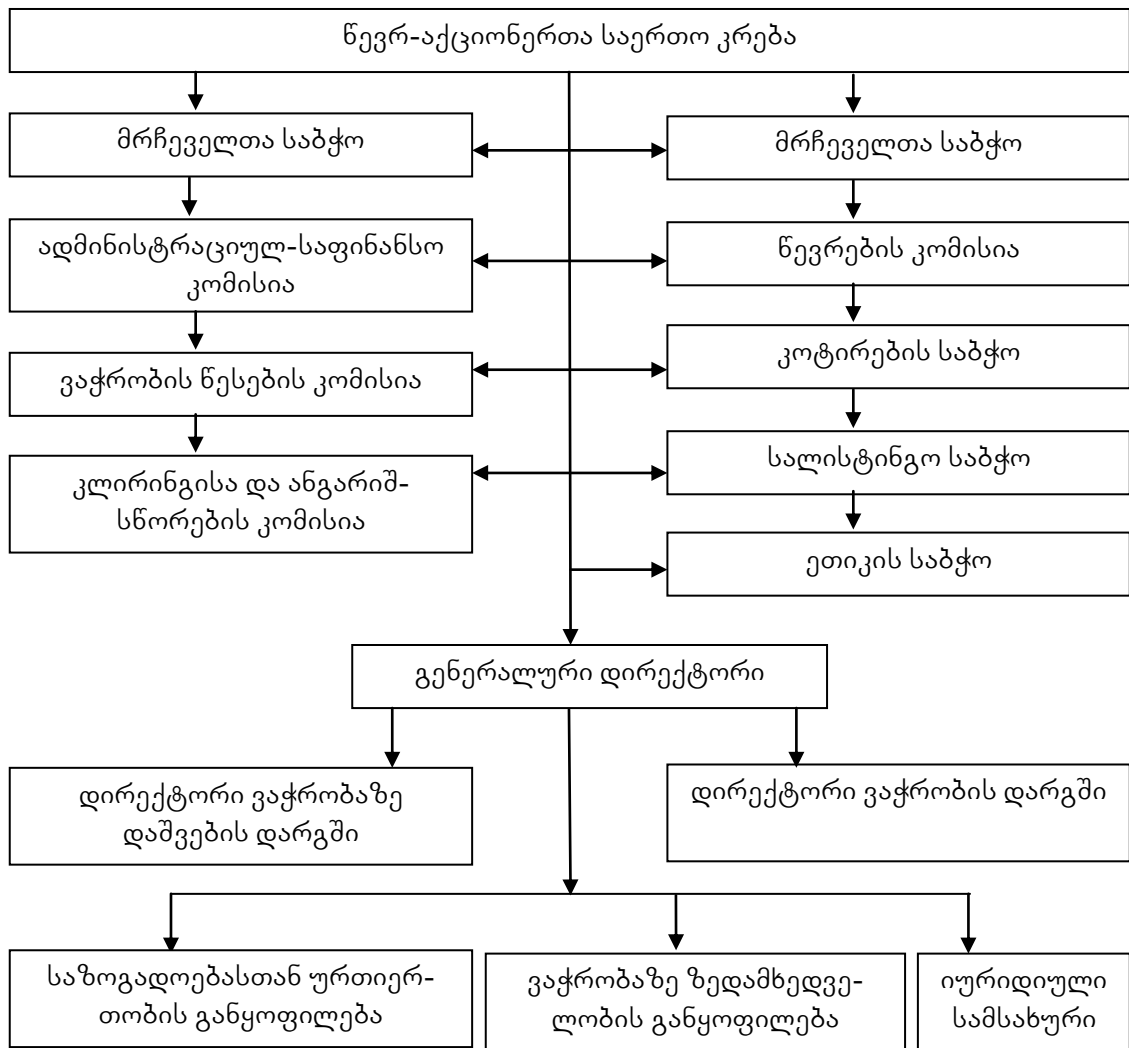
1995 წლის დასაწყისიდან საბირჟო და არასაბირჟო ბაზარი საქართველოში ფაქტიურად არ ფუნქციონირებდა. გამონაკლისი იყო ვაუჩერით ვაჭრობა. 1995 წლის სექტემბერ-დეკემბერში სს „კავკასიის ბირჟა“ და სს „თბილისის საფონდო ბირჟა“ ერთობლივად აწარმოებდნენ ვაუჩერებით ვაჭრობას, ხოლო 1996 წლის იანვარ-მაისში „საქართველოს მთავარ საფონდო ბირჟაზე“ მიმდინარეობდა ვაუჩერებზე კონტრაქტებით საცდელი ვაჭრობა.

მეცნიერები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ამ ეტაპს, კერძოდ, 1991-1998 წლებს, სტიქიური განვითარების ეტაპს უწოდებენ. ეს იყო საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის ჩამოყალიბების საწყისი ეტაპი. ამ ეტაპზე სახელმწიფო ცდილობდა ბაზარზე რეგულირების ელემენტების დანერგვას. ასე რომ, ამ ეტაპზე ქვეყნის მთავრობის ძირითადი ძალისხმევა ბაზრის სტიქიური ძალების მოთოკვაზე იყო მიმართული.

1999 წლიდან საქართველოში დაიწყო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების მეორე ეტაპი. ეს იყო პერიოდი, როდესაც ჩამოყალიბდა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული მარეგულირებელი კომისია და 2000 წელს აშშ-ს განვითარების სააგენტოსა და ბარენც-ჯგუფის ხელშეწყობით და დაფინანსებით შეიქმნა „საქართველოს საფონდო ბირჟა“, მომზადებული იქნა კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, დაფუძნდნენ საბროკერო კომპანიები და ა. შ.

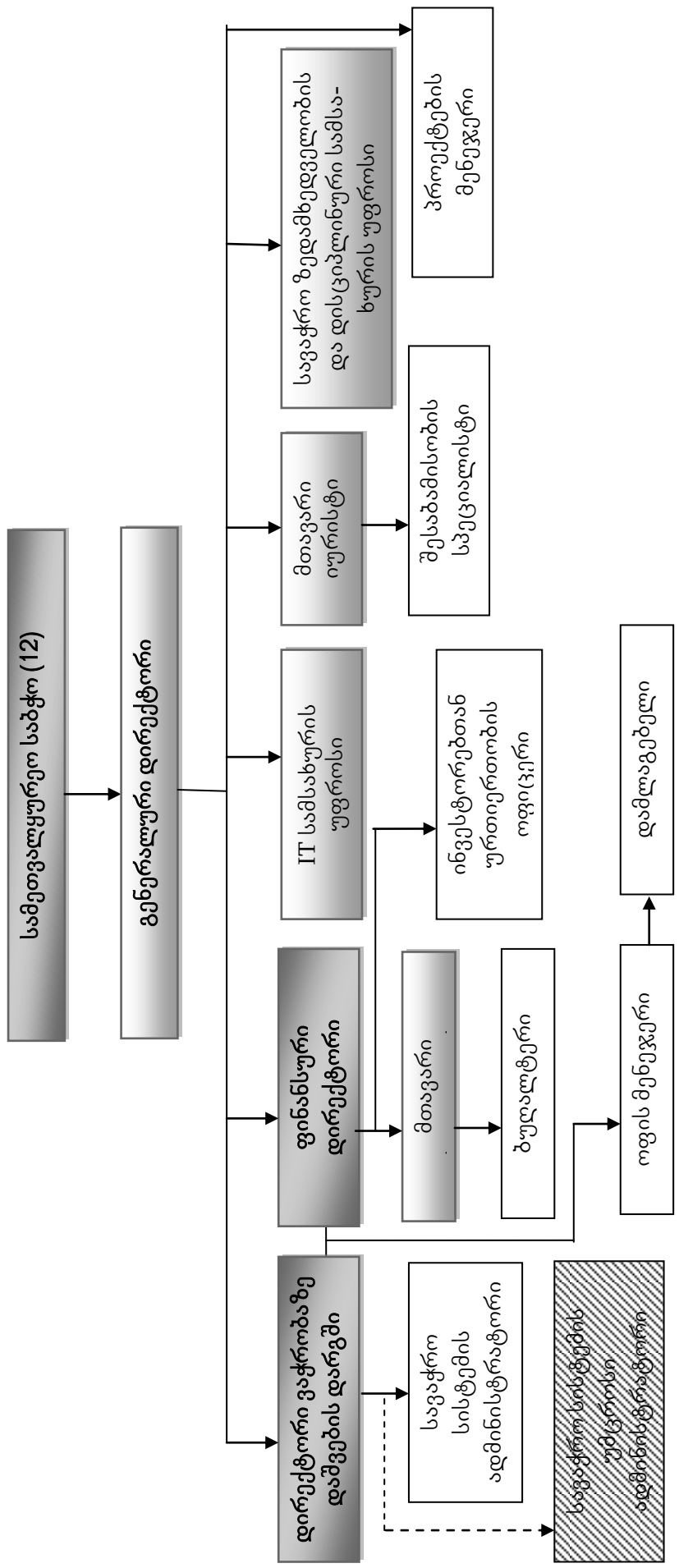
ამ პერიოდიდან საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს მიეცა ორგანიზებული სახე. იგი „ჩამოყალიბდა და შეიკრა ცივილური საფონდო ინდუსტრიის ყველა ატრიბუტით“.

საქართველოს საფონდო ბირჟა ჩამოყალიბდა შემდეგი სტრუქტურით (იხ. ნახაზი 13). რა თქმა უნდა, იგი შემდეგში სრულყოფის მიმართულებით დაიხვეწა და უფრო მიესადაგა საზღვარგარეთის ქვეყნების კლასიკური ტიპის საფონდო ბირჟების ადმინისტრაციულ სტრუქტურებს. დღეს იგი ასე გამოიყურება (იხ. ნახაზი 14).



ნახაზი 13. საქართველოს საფონდო ბირჟის ყოფილი ორგანიზაციული სტრუქტურა<sup>1</sup>

<sup>1</sup> შონია ნ., გუგუშაშვილი თ. საბირჟო საქმე, ტ. I, ქუთაისი, 2009, გვ. 198.



ნახაზი 14. საქართველოს საფონდო ბირჟის დღეკანდელი ორგანიზატორ-სტრუქტურა

2000-2002 წლებში საქართველოს საფონდო ბირჟა საბოლოოდ ჩამოყალიბდა. ამას ხელი შეუწყო საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის დაფუძნებამ და აგრეთვე, საფონდო ბირჟის ვაჭრობებზე ანგარიშვალდებულ კომპანიათა (ანუ ემიტენტების) მიერ გამოშვებულ ფასიანი ქაღალდების მასობრივმა დაშვებამ.

ზემოაღნიშნულის შედეგად დასახელებული ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებული აღმოჩნდა 282 სააქციო საზოგადოების ფასიანი ქაღალდები (ძირითადად აქციების), რომლებზეც 2001 წელს დაიდო 2192 გარიგება ჯამური ღირებულებით 18969570 ლარი (დღიური ბრუნვა 104228 ლარი). 2002 წელს გარიგებათა რიცხვი 1347-მდე შემცირდა, ხოლო გარიგებათა ჯამურმა ღირებულებამ 8400000 ლარი შეადგინა (დღიური ბრუნვა 82500 ლარი).

2003 წელს ბირჟაზე დაშვებულ სააქციო საზოგადოებათა რიცხვი 278-ს შეადგენდა, 2004 წელს — 276-ს, 2005 წელს — 253-ს, ხოლო 2006 წელს — 242-ს. ასე რომ, ბირჟაზე დაშვებული (ლისტინგავლილი) სააქციო საზოგადოებების რიცხვი 2002-2006 წლებში დიდად არ შეცვლილა, თუმცა, იცვლებოდა უფრო სწორად, იზრდებოდა, ბირჟაზე დადებულ გარიგებათა რიცხვი, გაყიდულ აქციათა რაოდენობა და მათი ჯამური ღირებულება (ცხრილი 13). როგორც ცხრილი გვიჩვენებს, 2000-2007 წლებში საქართველოს საფონდო ბირჟაზე გარიგებათა რიცხვი გაიზარდა 13-ჯერ (1307%), აქციათა რიცხვი 19,4-ჯერ (1944,3%), ხოლო გარიგებების ჯამური ღირებულება 28-ჯერ (2846,0%).

**ცხრილი 13**

**საქართველოს საფონდო ბირჟის ძირითადი მაჩვენებლები 2000-2007 წლებში<sup>1</sup>**

წლები	გარიგებათა რაოდენობა (ერთეული)	გარიგებების მოცულობა (აქციების რაოდენობა)	გარიგებების ღირებულება (ლარი)
2000	601	4354640	5892326
2001	1591	10862784	13077244
2002	1343	11418196	8401206
2003	912	7826980	1693284
2004	1094	30510783	46676153
2005	1358	323857702	62362181
2006	5553	68421921	169137895
2007	7856	84670905	167359523
დინამიკა 2007 წ. %-ად 2000 წელთან	1307,1%	1944,3%	2846,0%

2008 წლიდან საქართველოს საფონდო ბირჟამ დაცემა დაიწყო (იხ. ცხრილი 5). ცხრილში მოცემული ინფორმაცია გვიჩვენებს, რომ 2008-2014 წლებში 94,4%-ით შემცირდა გარიგებათა რიცხვი ( $100 - 5,6 = 94,4$ ), 2,9%-ით აქციათა რაოდენობა ( $100 - 97,1 =$

<sup>1</sup> [www.gse.ge](http://www.gse.ge) - საქართველოს საფონდო ბირჟა.

2,9) და 91,7%-ით გარიგებათა მოცულობა ღირებულებაში (100 – 8,3 = 91,7). საერთოდ, კატასტროფულად გაუარესდა ბირჟის მაჩვენებლები 2007 წელთან შედარებით — 2014 წელს გარიგებების რიცხვმა შეადგინა 2007 წლის შესაბამისი მაჩვენებლის მხოლოდ 1,7%, გარიგებათა მოცულობამ აქციათა რაოდენობაში — 14,3%, ხოლო გარიგებათა ღირებულებამ 0,5% (ცხრილი 14). ამ საგანგაშო მდგომარეობის პასუხად 2014 წლის სექტემბერში საქართველოს საფონდო ბირჟის მენეჯმენტი ახალი პერსონალით დაკომპლექტდა. იგივე მოხდა სამეთვალყურეო საბჭოშიც.

**ცხრილი 14**

**საქართველოს საფონდო ბირჟის ძირითადი მაჩვენებლები 2007-2014 წლებში<sup>1</sup>**

წლები	გარიგებათა რაოდენობა (ერთეული)	გარიგებების მოცულობა (აქციების რაოდენობა)	გარიგებების ღირებულება (ლარი)
2007	7856	84670905	167359523
2008	2321	12480863	10584246
2009	1304	12667601	3112576
2010	2372	41641272	5117755
2011	860	12077996	2503705
2012	339	9950399	8847355
2013	283	27170709	530491
2014	131	12122547	881231
დინამიკა	5,6%	97,1%	8,3%
2014 წ. %-ად 2008 წელთან	1,7%	14,3%	0,5%

როგორც აღვნიშნეთ, საქართველოს საფონდო ბირჟას ახალი მენეჯმენტი ჰყავს. 2014 წლის სექტემბერში აქციონერთა უმრავლესობამ აირჩია სამეთვალყურეო საბჭოს ახალი შემადგენლობაც.

ბირჟის მენეჯმენტის ახალი გუნდის კარგ მუშაობას გვიდასტურებს 2016-2018 წლებში ბირჟის მუშაობის მაჩვენებლები (ცხრილები 15, 16, 17).

**ცხრილი 15**

**ბარიგაჟების მოცულობები საქართველოს საფონდო ბირჟაზე<sup>2</sup>**

**2016 წელი**

ემიტენტები		გარიგების რაოდენობა	მოცულობა (ფ/ქ)	ღირებულება (ლარი)
კოდი	დასახელება			
AEST	თელასი	4	650	650
ANDZ	ანდა-94	2	1410	1410
BANA	ბამბის ნართი	5	5834	19493,77
BANK	ლიბერთი ბანკი	70	121872141	1867399,98
BMIN	ბორჯომმინწყლები	1	15	165

<sup>1</sup> [www.gse.ge](http://www.gse.ge) - საქართველოს საფონდო ბირჟა.

[www.investgroup.ge](http://www.investgroup.ge) – „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი ოლიუსი“.

<sup>2</sup> [www.gse.ge](http://www.gse.ge) - საქართველოს საფონდო ბირჟა.

CHAR	ჩარხმშენებელი	4	127821	125435,4
ELZO	ელექტროზოლიტი	2	2901	5802
ENIS	სარაჯიშვილი	2	100	585,3
GFB	საქართველოს ბანკი	29	8255	410913
GR92	გრაალი-92	2	1396	2255,9
GTC	ლიბერთი კონსუმერი	8	13098138	1685293,95
IND	ინდუსტრია-ინვესტი	8	1388038	104301,38
ISKA	ისანი-ქართუ	150	16948	72367,96
JANM	ჯანმრთელობა	1	24341	24341
KASR	ქუთაისის ავტოსერვისი „რაში“	1	2904	2904
KHMT	ხაშურის მინის ტარა	2	3990002	5652556,04
KRT1	თამარიონი	4	197	3349
MACN	მაცნე	2	252	844
MAGM	კარკასულ-პანელიოვანი ქარხანა „მალივმშენი“	1	6000	6000
MAM	მამული	63	13062	39198
MAUD	მაუდი	744	56889	454664,5
MF92	საქცივპროდუქტი	1	35336	85088,03
SAV1	სავანე - ღვინის 1 ქარხანა	1	990	2464,11
SGUM	საქგუმბრინი	6	65539	11251,05
SSBS	სავაჭრო სახლი „ბავშვთა სამყარო“	14	2559	3108234,98
SSM	საქსაშენმეცნიერება	1	30	150
STLM	საქტელეფონმშენი	1	151	351,86
STP	საქტრანსპროექტი-მწვანე ოფისი	3	151114	1360026
STSP	საქწყალპროექტი	1	42	147
TQF	თბილისის ქალაქის ფაბრიკა	4	269509	924927,94
TSF	თბილისის სასკოლო ინვენტარის ფაბრიკა	5	32121	27381
UGB	ვითიბი ბანკი ჯორჯია	1	21	21
UQQS	უქსოვადი ქსოვილები	4	78738	17615,56
WINE	თელიანი ველი	12	10513914	1531866,07
სულ - 34 ემიტენტი		1159	151767358	17549454,78

**ცხრილი 16**

**ბარიგეჰების მოცულობები საფონდო ბირჟაზე<sup>1</sup>**

2017 წელი

კოდი	ემიტენტები დასახელება	გარიგების რაოდენობა	მოცულობა (ფ/ქ)	ღირებულება (ლარი)
AEST	სს „თელასი“	1	150	150,00
AGVQ	სს „ახმეტის ღვინის ქარხანა“	1	16,421	105,684,00
AMA	სს „ამალთეა“	1	187,300	103,015,00
ANDZ	ანძა-94	5	2,233	2,312,40
BANA	სს „ბამბის ნართი“	6	2,601	6,425,40
BANK	სს „ლიბერთი ბანკი“	193	3,354,509,772	87,375,756,10
BMIN	სს „ბორჯომმინწყლები“	1	15	180,00
ELDZ	სს „ელექტროძრავა“	3	1,588	2,895,57

<sup>1</sup> [www.gse.ge](http://www.gse.ge) - საქართველოს საფონდო ბირჟა.

ENIS	სს „სარაჯიშვილი“	1	51	291,21
GFB	სს „საქართველოს ბანკი“	16	2,462	82,211,00
GR92	სს „გრაალი-92“	2	54,836	404,367,36
GTC	სს „ლიბერთი კონსუმერი“	2	21,222	2,546,64
HAJR	სს „სასტუმრო აჭარა“	1	139	387,77
IMER	სს სამკერვალო კომპანია „იმერი“	2	194	475,30
IND	სს „ინდუსტრია-ინვესტი“	2	43,433	3,257,48
ISKA	სს „ისანი-ქართუ“	16	1,214	5,183,78
KAZB	სს „ყაზბეგი“	2	41,998	33,283,84
KRT1	სს „თამარიონი“	2	21	357,00
MACN	სს „მაცნე“	16	8,613	42,980,50
MAGM	სს კარკასულ-პანელოვანი ქარხანა „მალიგმენი“	3	19,860	19,860,00
MAM	სს „მამული“	53	7,952	23,856,00
MAUD	სს „მაუდი“	157	6,366	50,928,00
NRGY	სს „კაუკაზუს ენერჯი ენდ ინფრასტრუქტა“	29	18,203,706	18,469,545,41
PIRM	სს „პირიმზე“	10	6,480	44,292,20
SOPM	სს „ბიზნესცენტრი სოფმენი“	1	19,136	114,816,00
SSM	სს „საქსაშენმეცნიერება“	1	48	480,00
STLM	სს „საქტელეფონმენი“	9	1,887	3,951,36
STP	სს „მწვანე კაპიტალი“	1	151,114	3,156,771,46
TQFF	სს „თბილქიმფარმი“	1	4,159	2,079,50
TRMS	სს „ტრანსმენი“	4	798,782	988,030,05
TRQT	სს „ტრაქტები“	1	6,849	3,424,50
TSIF	სს „თბილისის სასკოლო ინვენტარის ფაბრიკა“	5	10,177	10,170,00
TTEA	სს „თბილისის ჩაის საწონი ფაბრიკა“	9	21,187	58,470,52
UGB	სს „ვითიბი ბანკი ჯორჯია“	3	1,130	1,130,00
UQQS	სს „უქსოვადი ქსოვილები“	4	41,758	7,687,79
WINE	სს „თელიანი ველი“	13	103,826,002	17,548,148,75
სულ —		577	3,478,030,856	128,675,368,89

**ცხრილი 17**

**ბარიგაჟების მოცულობები საფონდო ბირჟაზე<sup>1</sup>**

2018 წელი

კოდი	ემიტენტები დასახელება	გარიგების რაოდენობა	მოცულობა (ფ/ქ)	ღირებულება (ლარი)
AEST	სს „თელასი“	1	208	208,00
AKAT	სს „აქატი“	1	10.000	26.131.00
ANDZ	სს „ანძა-94“	8	588.853	2.258.524.76
BAKH	სს „ბახტრიონი“	1	15	120.00
BANA	სს „ბამბის ნართი“	3	1.097	2.718.32
BANK	სს „ლიბერთი ბანკი“	163	42.771.615	1.013.050.71
GFB	სს „საქართველოს ბანკი“	21	11.071.212	1.172.500.422.57
GR92	სს „გრაალი-92“	3	34.100	211.197.67

<sup>1</sup> [www.gse.ge](http://www.gse.ge) - საქართველოს საფონდო ბირჟა.

GREI	სს „გრეიპფრუტი“	1	230.00	593.400.00
ISKA	სს „ისანი-ქართუ“	1	34.00	145.18
MACN	სს „მაცნე“	3	900.00	3.512.00
MAM	სს „მამული“	1	48.00	159.98
NRGY	სს „კაუკაზუს ენერჯი ენდ ინფრასტრუქჩა“	2	6.247.115	7.210.954.54
OXIN	სს „ოქსინო“	1	500.00	1.000.00
SSM	სს „საქსაშენმეცნიერება“	4	375.00	4.600.24
STLM	სს „საქტელეფონმშენი“	1	1.478	3.992.80
TRMS	სს „ტრანსმშენი“	12	7.646	13.736.03
TRQT	სს „ტრაქტები“	48	146.423	169.545.24
TSIF	სს „თბილისის სასკოლო ინვენტარის ფაბრიკა“	18	19.925	19.925.00
TTEA	სს „თბილისის ჩაის საწონი ფაბრიკა“	1	1.589	4.767.00
WINE	სს „თელიანი ველი“	7	2.088.537	503.441.95
სულ —		301	63.221.669	1.184.541.552.99

ამრიგად, როგორც ეს ცხრილები გვიჩვენებენ, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბირჟის მდგომარეობის შესწავლით იმ დასკვნის გაკეთება შეიძლება, რომ 2014 წლის შემდეგ დაიწყო და მიმდინარეობს მისი რეცესიიდან გამოსვლა.

#### **საკონტროლო კითხვები:**

1. დაახასიათეთ, 1922 წელს თბილისში გახსნილი ბირჟა.
2. დაახასიათეთ, საქართველოში 1999 წელს გახსნილი კავკასიის ბირჟა.
3. დაახასიათეთ, საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების პირველი და მეორე ეტაპები.
4. როგორი იყო საქართველოს საფონდო ბირჟის მდგომარეობა 2000-2007 წლებში და 2007-2014 წლებში.
5. რატომ შეიცვალა ბირჟის მენეჯმენტი 2014 წელს და ამან რა შედეგი მისცა ბირჟას?

## თავი XII. ფინანსური ბაზრის მომსახურე ინსტიტუტები

### XII.1. ეროვნული (ნაციონალური) ინსტიტუტები

**საქართველოს ეროვნული ბანკი** — ეს არის ფულად-საკრედიტო დაწესებულება, რომელიც ორდონიანი საბანკო სისტემის ზედა საფეხურზე იმყოფება და ქვეყნის საემისიო ცენტრის, „ბანკთა ბანკის“, მთავრობის ბანკის, ქვეყნის მთავარი საანგარიშ-სწორებო ცენტრის და ეკონომიკის რეგულირების ორგანოს ამოცანებს ასრულებს.

ეროვნული (ცენტრალური) ბანკების იურიდიული სტატუსი ყოველი კონკრეტული ქვეყნის კანონმდებლობით განისაზღვრება. საქართველოში ამ სფეროში ძირითად ნორმატიულ აქტს წარმოადგენს საქართველოს ორგანული კანონი „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“.

ამ კანონის II მუხლის თანახმად, „ეროვნული ბანკის ძირითადი ამოცანაა ეროვნული ვალუტის მსყიდველობითი უნარის, ფასების სტაბილურობის მიღწევა და შენარჩუნება. საქართველოს ფულად-საკრედიტო სისტემის ფუნქციონირების, აგრეთვე, საფინანსო-საკრედიტო სისტემის ლიკვიდურობის, გადახდისუნარიანობის და საბაზრო ურთიერთობებზე დაფუძნებული მყარი ფუნქციონირების უზრუნველყოფა“. მოგების მიღება არ წარმოადგენს საქართველოს ეროვნული ბანკის საქმიანობის მიზანს. მოცემული დებულებები სავსებით ადასტურებს ეროვნული (ცენტრალური) ბანკების ადმინისტრაციული ბუნების შესახებ გამოთქმულ თვალსაზრისს.

ქვეყნის ეროვნული (ცენტრალური) ბანკი არის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ძირითადი გამტარებელი, რომელიც მიმართულია ფულადი მიმოქცევის სტაბილიზაციაზე. მისი უპირველესი მოვალეობა ეკონომიკაში არის დაიცვას ფულის ღირებულება და მსყიდველობითუნარიანობა და შექმნას ნორმალური პირობები ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირებისათვის.

ცენტრალური ბანკების აღმოცენება დაკავშირებულია საბანკო ემისიის ცენტრალიზაციისა და ქვეყანაში ფულის მიმოქცევის ორგანიზაციის აუცილებლობასთან, საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელების აუცილებლობასთან მთელი სახალხო მეურნეობის ფარგლებში და ფულადი ანგარიშსწორების სისტემის ფუნქციონირებასთან, აგრეთვე, ეროვნული ვალუტების დაცვისა და მდგრადობის უზრუნველყოფის აუცილებლობასთან.

ამ ამოცანების შესაბამისად ეროვნული ბანკი ანხორციელებს მართვის ოპტიმალური მეთოდებისა და ინსტრუმენტების ძიებას, ახამებს რა კომერციული ბანკებისა და სხვა საკრედიტო დაწესებულებების საქმიანობის რეგულირების როგორც პირდაპირ-ადმინისტრაციულ, ასევე, არაპირდაპირ მეთოდებს. საქართველოს ეროვნული ბანკი

იცავს და უზრუნველყოფს ლარის მდგრადობას, რითაც არეგულირებს ერთობლივ ფულად მასას, რომლის დინამიკაზეც დამოკიდებულია ერთობლივი გადახდისუნარიანი მოთხოვნის სხვადასხვა კომპონენტების ცვლილება. ავითარებს და ამყარებს რა საქართველოს საბანკო სისტემას, სებ-ი ეფექტურად ზემოქმედებს საბანკო ინსტიტუტების სამეურნეო აქტივობასა და საქმიანობაზე. ამ სისტემის საშუალებით ის უზრუნველყოფს ანგარიშსწორებათა სისტემის ეფექტიან და უწყვეტ ფუნქციონირებას.

ცენტრალური ბანკის როლი ნებისმიერი ქვეყნის ეკონომიკაში მისი განვითარების კვალობაზე ძლიერდება, რადგან სწორედ ფულის, ფულად-საკრედიტო მექანიზმის საშუალებით მიმდინარეობს განვითარების რეგულირება. სებ-ი ახორციელებს საზოგადოების ეკონომიკური ცხოვრების ორგანიზებასა, უზრუნველყოფს რა აუცილებელ პირობებს ქვეყნის ფულადი სისტემის ფუნქციონირებისათვის. ყველაზე სრულად საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ-ი) როლი მჟღავნდება იმ ფუნქციების შესრულებისას ეროვნული ფულადი სისტემის ყოველი შემადგენელი ელემენტის მუშაობის უზრუნველყოფის მიხედვით, რომლის რეალიზებასაც ის ახდენს ვალუტის ეროვნული ერთეულის (ლარის) საშუალებით.

სებ-ის დამოუკიდებლობა უპირველეს ყოვლისა, იმით მჟღავნდება, რომ ის არ შედის სახელმწიფო მმართველობითი ორგანოების სტრუქტურაში და გამოდის, როგორც განსაკუთრებული ინსტიტუტი, რომელიც ფულის ემისიისა და ფულის მიმოქცევის ორგანიზაციის მონოპოლიურ უფლებას ფლობს.

სებ-ი, წარმოადგენს რა სახელმწიფოს, კაპიტალზე საკუთრების თვალსაზრისით, ფლობს იურიდიულ დამოუკიდებლობას ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელების ტაქტიკისა და სტრატეგიის საკითხებში, რომელიც მიმართულია ფულის მიმოქცევის სტაბილურობისა და საგადასახდელო ბალანსის დაბალანსებულობის შენარჩუნებაზე.

ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის საკითხებს პრინციპული მნიშვნელობა აქვს სახელმწიფო ფინანსებისა და საბანკო რესურსების გამიჯვნის აუცილებლობასთან დაკავშირებით. მთავრობას, როგორც წესი, არ ჰყოფნის სახელმწიფო ფინანსები, რაც ბიუჯეტის დეფიციტის არსებობით დასტურდება.

ცენტრალური ბანკების ფუნქციათა მთელი მრავალფეროვნება შეიძლება დაყვანილი იქნეს შემდგომ ძირითად ამოცანებამდე. ცენტრალური ბანკი მოწოდებულია იყოს:

- ❖ ქვეყნის საემისიო ცენტრი, ანუ ის ახორციელებს ბანკნოტების მონოპოლიურ ემისიას. რაც მეტია ნაღდი ბრუნვის ხვედრითი წონა ქვეყანაში, მით მეტია საბანკნოტო ემისიის მნიშვნელობა;
- ❖ „ბანკთა ბანკი“, რამეთუ ორსაფეხურიან საბანკო სისტემაში მის მთავარ კლიენტურას კომერციული ბანკები წარმოადგენენ, რომლებიც მენარმეებთან და მო-

სახლეობასთან მუშაობენ. ცენტრალური ბანკი ინახავს კომერციული ბანკების თავისუფალ ნაღდ ფულს, ანუ საკასო რეზერვებს, რომელთა მოცულობაც დგინდება კანონით, აძლევს მათ საკრედიტო მხარდაჭერას და ახორციელებს ზედამხედველობას კომერციული ბანკების საქმიანობაზე;

- ❖ „მთავრობის ბანკირი“, მთავრობის სახელით ის მართავს საშინაო და საგარეო სახელმწიფო ვალს, ანუ განათავსებს, ფარავს და ატარებს სხვა ოპერაციებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით. აძლევს მთავრობას კრედიტებს და ასრულებს მისთვის საანაგრიშნო რეზერვო ოპერაციებს, ინახავს ოქროსავალუტო რეზერვს და ატარებს მათი მომრავლების პოლიტიკას;
- ❖ ეკონომიკის რეგულირების ორგანო ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელების საშუალებით.

ცენტრალური ბანკის პოლიტიკა თავისი ფუნქციების რეალიზაციაში ახამებს: მთავრობის პოლიტიკის ინტერესებს, მიმართულს პირველ ყოვლისა, ეკონომიკის აღმავლობაზე; სამრეწველო მენარმეების ინტერესებს, მიმართულს ინვესტიციური შესაძლებლობების სტიმულირებაზე; პროფკავშირების ინტერესებს, განპირობებულს მისწრაფებით შეამცირონ უმუშევრობა და გააფართოვონ დასაქმება, აგრეთვე, პირველ რიგში, საკუთარ ინტერესებს — საფინანსო სისტემის მდგრადობის ამაღლებას.

ცენტრალური ბანკისა და მთავრობის ურთიერთობები ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელების სფეროში ჩვეულებრივ დაიყვანება ე. წ. **საფინანსო კონსტიტუციამდე**, ანუ ბიუჯეტთან ურთიერთობების დადგენილ პრინციპებამდე. მთავრობისათვის ძირითადი საკითხებია ბიუჯეტის დეფიციტის, საშინაო და საგარეო ვალის დაფარვა, რაც ხშირად ფულადი ემისიის დახმარებით წყდება.

ნაღდი ფულადი ბრუნვა — ეს არის ნაღდი ფულის მოძრაობა სამეურნეო ბრუნვაში, რომელიც ხორციელდება ფულის სხვადასხვა სახეობების დახმარებით. **საბანკო ემისია** ცენტრალური ბანკის პრეროგატივაა. მის წინაშე ყოველთვის დგას ამოცანა, განსაზღვროს ბანკნოტების გამოშვების რაოდენობა, შეაფასოს ფულადი ერთეულის მიმოქცევის სისწრაფე, აგრეთვე, განსაზღვროს მათი მიმოქცევის რეგულირების მეთოდები.

ცენტრალური ბანკის მონოპოლია ბანკნოტების ემისიაზე შესაძლებლობას იძლევა მის შემადგენლობაში სპეციალური ქვეგანაყოფი გამოიყოს, რომელიც უშუალოდ ახორციელებს საემისიო-საკასო სამუშაოებს: ბეჭდვას, დიზაინს ანუ ფულის გაფორმებას და მათი გაყალბებისაგან დაცვის მეთოდების შემუშავებას. ბანკნოტები გამოიშვება განსაკუთრებულ ქაღალდზე მკაცრად განსაზღვრული ღირებულებისა, მრეწველურად განვითარებულ ქვეყნებში ცენტრალური ბანკების საემისიო მონოპოლიის მნიშვნელობა რამდენადმე შემცირებულია, რადგან ნაღდი ფულის წილი ფულად მასაში მცირეა (10%),

მაგრამ იქაც საბანკო ემისია უნინდებურად აუცილებელი გადახდებისათვის საცალო ვაჭრობაში და საკრედიტო სისტემის ლიკვიდობის უზრუნველყოფისათვის.

ბანკოტები ემიტირდება ცენტრალური ბანკის მიერ და, როგორც წესი, აქვთ უზრუნველყოფა მისი აქტივების ფორმით, რომლის ძირითადი მუხლებია ჩვეულებრივ ოფიციალური ოქროს სავალუტო რეზერვები, სახელმწიფო და სხვა ფასიანი ქაღალდები, აგრეთვე, ფასიანი ქაღალდების გირაოს ქვეშ გაცემული კრედიტები.

სადეპოზიტო ემისია წინ უსწრებს საბანკოტოს, რამეთუ ცენტრალური ბანკი ზრდის თავის საკრედიტო დაბანდებებს სესხების გაცემით მთავრობაზე — სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად — და კომერციულ ბანკებზე. ზრდის რა ნაშთებს ანგარიშებზე ანუ დეპოზიტებზე, ის ახორციელებს სადეპოზიტო ემისიას. ცენტრალური ბანკის განმასხვავებელი თავისებურება სხვა საკრედიტო ინსტიტუტებთან შედარებით ის არის, რომ ის თვითონ ემისიის საშუალებით ქმნის თავისთვის დაკრედიტების რესურსებს. კომერციული ბანკების შესაძლებლობა კი დამოუკიდებლად შექმნან ნაღდი სახსრები ძალზე შეზღუდულია. მათ შეუძლიათ განახორციელონ უნაღდო ანგარიშ-სწორება. გასცენ კრედიტები და მიიღონ ნაღდი ფული. მაგრამ ზოგჯერ კომერციული ბანკები, აგრეთვე, მონაწილეობენ დეპოზიტების შექმნაში და ზრდიან უნაღდო ფულს თავის ანგარიშებზე საკრედიტო ოპერაციების სხვადასხვა ფორმის განვითარების საშუალებით, ფულადი გადარიცხვების სისტემისა და ფულის მიმოქცევის დაჩქარების საშუალებით. ეს არის საბანკო დეპოზიტების გაფართოების მულტიპლიკაციური ეფექტი.

ქვეყნების უმეტესობაში საბანკო ოპერაციების მართვის და რეგულირების მიზნით ცენტრალური ბანკი ორიენტირდება ძირითადად ეკონომიკური მეთოდების გამოყენებაზე, რომელთა შორის ყველაზე მნიშვნელოვანია:

- ❖ მინიმალური სავალდებულო რეზერვები;
- ❖ ოპერაციები ფასიანი ქაღალდებით ღია ბაზარზე;
- ❖ რეფინანსირების განაკვეთი.

**მინიმალური რეზერვები** — ეს არის კომერციული ბანკების აუცილებელი, სავალდებულო რეზერვები ცენტრალურ ბანკში, რომელთა მოცულობაც განისაზღვრება კანონმდებლობით საბანკო ვალდებულებებთან (კლიენტების ანაბრებთან) განსაზღვრული მიმართებით.

სარეზერვო ნორმის რამდენიმე საპროცენტო პუნქტით გაზრდა ამცირებს ჭარბი რეზერვების სიდიდისა და ფულადი მულტიპლიკატორის მნიშვნელობას, რის შედეგადაც კომერციული ბანკების შესაძლებლობები, შექმნან საკრედიტო ფული, მცირდება.

მინიმალური რეზერვების პოლიტიკა პირველად იქნა გამოცდილი აშშ-ში XX საუკუნის 30-იან წლებში და მეორე მსოფლიო ომის დამთავრებისთანავე ის დანერგა პრაქტიკაში ყველა ნამყვანი კაპიტალისტური ქვეყნის ცენტრალურმა ბანკმა.

სავალდებულო რეზერვების ნორმის სიდიდეზე გავლენას ახდენს საბანკო სისტემის განვითარების დონე და მთლიანობაში ეკონომიკის მდგომარეობა. ქვეყანაში განვითარებული საბანკო სისტემით, რომელიც ფუნქციონირებს სტაბილური ეკონომიკის პირობებში, სავალდებულო რეზერვების ნორმები წესდება შედარებით ხანგრძლივი დროით.

**ოპერაციები ღია ბაზარზე.** ტერმინი „ღია ბაზრის პოლიტიკა“ თავდაპირველად გამოჩნდა აშშ-ში XX საუკუნის 20-იან წლებში. აშშ-ის ცენტრალური ბანკის ოპერაციები ღია ბაზარზე სხვა ქვეყნებთან შედარებით ყველაზე მასშტაბური იყო, რამეთუ ამ ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების ყველაზე დიდი ბაზარია.

ოპერაციები ღია ბაზარზე დაიყვანება ცენტრალური ბანკის მიერ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვაზე. მაღალი კონიუნქტურის პირობებში, როცა კომერციული ბანკები განსაკუთრებით აქტიურად არიან დაკავებული დაკრედიტებით, ცენტრალური ბანკი გამოყრის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სახელმწიფო ობლიგაციებს ხელსაყრელ ფასებით. თუ მათ ყიდულობენ თვითონ კომერციული ბანკები, ეს ნიშნავს დაკრედიტების მოცულობის უშუალო შემცირებას, ხოლო თუ მათ ყიდულობენ კერძო პირები ან ფირმები, მაშინ მცირდება მათი საბანკო ანაბრების მოცულობა. რასაც ისევ და ისევ მოჰყვება ბანკების საკრედიტო შესაძლებლობათა შემცირება. პირიქით, დაცემის პერიოდში ცენტრალურ ბანკს შეუძლია გამოისყიდოს ეს ობლიგაციები ხელსაყრელი ფასებით, რასაც მიყვავართ ფულის მინოდების გაზრდამდე.

**საპროცენტო პოლიტიკა ანუ ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის რეგულირება.** ცენტრალური ბანკების ტრადიციულ ფუნქციას წარმოადგენს სესხების გაცემა კომერციული ბანკებისათვის. პროცენტის განაკვეთი, რომლითაც გაიცემა ეს სესხები იწოდება პროცენტის სააღრიცხვო განაკვეთად ან რეფინანსირების განაკვეთად. ცვლის რა ამ განაკვეთს, ცენტრალურ ბანკს შეუძლია ზემოქმედება მოახდინოს ბანკების რეზერვებზე. აფართოებს ან ამცირებს რა მათ შესაძლებლობას, კრედიტების გაცემისა მოსახლეობისათვის, ან საწარმოებისათვის. სააღრიცხვო პროცენტზე დამოკიდებულებით იგება კომერციული ბანკების საპროცენტო განაკვეთების სისტემა. ხდება კრედიტების გაიფება ან გაძვირება საერთოდ და ამით იქმნება პირობები მიმოქცევაში ფულადი მასის შეზღუდვისა ან გაფართოებისათვის.

**ბანკების რეფინანსირება.** თავდაპირველად ცენტრალური ბანკების მიერ კომერციული ბანკების რეფინანსირების პოლიტიკა გამოიყენებოდა მხოლოდ ფულად-საკრედიტო მიმოქცევის მდგომარეობაზე ზემოქმედებისათვის. საბაზრო ურთიერთობების განვითარების კვალობაზე, რეფინანსირება სულ უფრო აქტიურად გამოიყენება, როგორც კომერციული ბანკებისათვის ფინანსური დახმარების აღმოჩენის ინსტრუმენტი. ცენტრალური ბანკი ამგვარად გადაიქცევა ბოლო ინსტანციის კრედიტორად და ასრულებს „ბანკთა ბანკის“ ფუნქციას. რეფინანსირების კრედიტები მათ შესაძლებლობას მისცემს

მინიმუმამდე დაიყვანონ ლიკვიდური სახსრების მარაგი. ცენტრალური ბანკების სესხების გამოყენების შედეგად რეფინანსირების კრედიტები განსხვავდება:

- ❖ უზრუნველყოფის ფორმით — სააღრიცხვო და ლომბარდული კრედიტები;
- ❖ გამოყენების ვადების მიხედვით — მოკლევადიანი (1 ან რამდენიმე დღით) და საშუალოვადიანი (6 თვემდე);
- ❖ გაცემის მეთოდის მიხედვით — პირდაპირი კრედიტები და კრედიტები, რეალიზებადი ცენტრალური ბანკის მიერ აუქციონების საშუალებით;
- ❖ მიზნობრივი ხასიათი — მაკორექტირებელი და სეზონური კრედიტები.

**სავალუტო რეგულირება.** სავალუტო კურსის რეგულირების აუცილებლობა განპირობებულია მისი მკვეთრი და წინასწარგანუჭვრეტადი რყევების ნეგატიური შედეგებით. ეროვნული ვალუტის სტაბილურობის შენარჩუნებას აქვს დიდი მნიშვნელობა ფასებისა და ფულის მიმოქცევის სტაბილურობის უზრუნველყოფისათვის.

ტრადიციულად, ცენტრალური ბანკი ახორციელებს სავალუტო კურსის რეგულირებას:

- ❖ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის გატარების საშუალებით;
- ❖ სავალუტო ინტერვენციების საშუალებით;
- ❖ საერთაშორისო საგადასახდელი სახსრების სახელმწიფო რეზერვების ან უცხოური სესხების გამოყენებით.

პრაქტიკაში ჩვეულებრივ გამოიყენება სავალუტო პოლიტიკის ორი ძირითადი ფორმა: **სადისკონტო** და **სადევიზო**.

სადისკონტო (სააღრიცხვო) პოლიტიკა ხორციელდება არა მხოლოდ სამამულო კომერციული ბანკების რეფინანსირების პირობების შეცვლის მიზნით, არამედ, ზოგჯერ მიმართულია სავალუტო კურსის და საგადასახდელი ბალანსის რეგულირებაზე.

ეროვნული ბანკი, ყიდულობს რა ან ყიდის უცხოურ ვალუტას (დევიზებს), ზემოქმედებს საჭირო მიმართულებით ეროვნული ფულადი ერთეულის კურსის ცვლილებაზე — ეს არის სადევიზო პოლიტიკა. ოპერაციებმა მიიღეს „სავალუტო ინტერვენციების“ სახელწოდება. ყიდულობს რა ოფიციალური ოქროსავალუტო რეზერვების ხარჯზე (ან სვოპ შეთანხმების გზით) ეროვნულ ვალუტას, ის ზრდის მოთხოვნას და შედეგად, მის კურსს. ეროვნული ბანკის მიერ ეროვნული ვალუტის მსხვილი პარტიებით გაყიდვა კი, პირიქით, იწვევს მისი კურსის შემცირებას. ეროვნული ბანკის გავლენა სავალუტო ბაზარზე მულავენდება ან ექსპორტის სტიმულირებაში, ან — კაპიტალის იმპორტისას. კაპიტალის მოძრაობის სასურველი მიმართულება დამოკიდებულია ეროვნული ბანკის პოლიტიკის პრიორიტეტებზე მოცემულ ეკონომიკურ სიტუაციაში, რაც შეიძლება გამოიხატებოდეს ან სასაქონლო ექსპორტის სტიმულირებაში (დემპინგური პოლიტიკა), ან ეროვნული ვალუტის კურსის შენარჩუნებაში უცხოურისადმი.

## **ფულადი მასის ზრდის ორიენტირების დაწესება და პირდაპირი რაოდენობრივი შეზღუდვები. ტარბატირების პოლიტიკა.**

არსით ტარგეტირება ფულადი მასის მოცულობის ზრდის პირდაპირი შეზღუდვების დაწესებას წარმოადგენს. მნიშვნელოვან მომენტს, რომელიც გავლენას ახდენს ფულადი მასის დინამიკის რეგულირების ეფექტიანობაზე მიზნობრივი ორიენტირების დახმარებით წარმოადგენს უკანასკნელთა დადგენის წესი. საკონტროლო ციფრების ფორმით (საფრანგეთში), დეპოზიტისა — აშშ-ში, პროგნოზირებისა — იაპონიაში.

ამგვარად, ეროვნული (ცენტრალური) ბანკების ძირითადი ფუნქციებია:

1. ეკონომიკის ფულად-საკრედიტო რეგულირება.
2. საკრედიტო ფულის ემისია.
3. საკრედიტო დაწესებულებების საქმიანობაზე კონტროლი.
4. სხვა საკრედიტო დაწესებულებების საკასო რეზერვები და შენახვა.
5. კომერციული ბანკების დაკრედიტება (რეფინანსირება).
6. მთავრობის საკრედიტო-საანგარიშსწორებო მომსახურება.
7. ოფიციალური ოქროსავალუტო რეზერვების შენახვა.

საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ ორგანული კანონის II მუხლის თანახმად, ეროვნული ბანკის ფუნქციებია:

- ❖ შეიმუშაოს და განახორციელოს ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკა;
- ❖ განახორციელოს საბანკო საქმიანობის ლიცენზირება და ზედამხედველობა;
- ❖ ფლობდეს, ინახავდეს და განკარგავდეს ოფიციალურ საერთაშორისო რეზერვებს;
- ❖ იყოს საქართველოს მთავრობის ბანკირი, მრჩეველი და ფისკალური აგენტი;
- ❖ უზრუნველყოფდეს საგადასახადო სისტემის ეფექტიან ფუნქციონირებას;
- ❖ ხელს უწყობდეს საიმედო და მდგრადი საფინანსო-საკრედიტო სისტემის ჩამოყალიბებასა და ფუნქციონირებას.

## **XII.2. საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები**

საერთაშორისო სამართლის შესაბამისად და საერთაშორისო ხელშეკრულების საფუძველზე სავალუტო-საკრედიტო და საფინანსო ურთიერთობათა სფეროში პრობლემის გადაწყვეტისა და თანამშრომლობის განხორციელების მიზნით საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები იქმნებიან.

საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციებმა ფორმირება დაიწყეს ძირითადად გასული საუკუნის 50-იანი წლებიდან. დღეისათვის მსოფლიოში ფუნქციონირებს რამდენიმე ათასი საერთაშორისო ორგანიზაცია დაკავშირებული პოლიტიკურ და ეკონომიკურ საკითხებთან, რომელთა შორის, საკმაოდ დიდი ნაწილი მოდის ფინანსურ საკით-

ხეზზე. საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების სექმნა ხშირ შემთხვევაში დაკვაშირებული იყო მსოფლიო დონეზე საგანგებო და კრიზისული სიტუაციების დაძლევის მიმართულებით ეფექტიანი ღონისძიებების შემუშავებასთან. კონკრეტული მიზეზები, რომლებმაც განაპირობეს საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციების წარმოშობა, შეიძლება ჩამოყალიბდეს შემდეგნაირად:

- ❖ სახელმწიფოებს შორის ურთიერთობების გაძლიერება და მათ შორის მეტოქეობის ზრდა ეკონომიკის, პოლიტიკის და კულტურის სფეროებში;
- ❖ სავალუტო-საკრედიტო ურთიერთობათა სახელმწიფოთაშორისი რეგულირების აუცილებლობა;
- ❖ საერთო მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გატარება, რომელიც განპირობებულია მსოფლიო ეკონომიკის სტრუქტურაში ძირეული ცვლილებებით, კაპიტალის ბაზრის სწრაფი განვითარებით და მათი ინტეგრაციისაკენ ტენდენციის ზრდით.

განვითარებადი ქვეყნების განვითარების რეგიონული ბანკების შექმნას გააჩნია სპეციფიკური მიზეზები: ამ ქვეყნების მიერ პოლიტიკური დამოუკიდებლობის მიღწევა; მათი როლის ამაღლება საერთაშორისო ეკონომიკურ ურთიერთობებში.

საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციების ძირითადი მიზნები და ამოცანები შეიძლება ჩამოყალიბდეს შემდეგნაირად:

- ❖ საერთაშორისო ფინანსური ურთიერთობების სტაბილურობის უზრუნველყოფა;
- ❖ სავალუტო-საკრედიტო და ფინანსური ურთიერთობის სფეროში საერთაშორისო პოლიტიკის შემუშავება და რეალიზაცია;
- ❖ სახელმწიფოთაშორისო სავალუტო და საკრედიტო-საფინანსო რეგულირება;
- ❖ ვალუტების სტაბილიზაციის უზრუნველყოფა;
- ❖ სახელმწიფოთაშორისი დაკრედიტება სახელმწიფო პროექტებისა და ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფინანსებლად;
- ❖ საერთაშორისო პროექტების დაკრედიტება;
- ❖ საქველმოქმედო საქმიანობა — საერთაშორისო დახმარებების დაფინანსება;
- ❖ ფუნდამენტურ სამეცნიერო გამოკვლევათა დაფინანსება და სხვა.

საერთაშორისო სავალუტო-საკრედიტო და ფინანსური ორგანიზაციების ინსტიტუციონალური სტრუქტურა მოიცავს ძირითადად **სამი ტიპის** საერთაშორისო ორგანიზაციებს.

- ❖ **პირველი** ხასიათდება მძლავრი რესურსებით და დიდი უფლებებით, რომელიც ახდენს საერთაშორისო სავალუტო-საკრედიტო და საფინანსო ურთიერთობების რეგულირებას;

- ❖ **მეორე** — წარმოადგენს ფორუმს სამთავრობათაშორისი განხილვებისათვის, კონსესუსისა და რეკომენდაციების შემუშავებისათვის სავალუტო და საკრედიტო-საფინანსო პოლიტიკაზე;
- ❖ **მესამე** — უზრუნველყოფს სტატისტიკური ინფორმაციის შეგროვებას, სამეცნიერო-კვლევითი სამუსაოებს აქტიურ სავალუტო-საკრედიტო და ფინანსურ პრობლემებზე და მთლიანად ეკონომიკაზე.

მთავარ საერთაშორისო სავალუტო-საკრედიტო და საფინანსო ორგანიზაციებს განეკუთვნება საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, მსოფლიო ბანკი, საერთაშორისო ანაგრიშნორების ბანკი, რეკონსტრუქციისა და განვითარების ევროპული ბანკი.

**საერთაშორისო სავალუტო ფონდი — სსფ** (ინგლ. International Monetary Fund, IMF)

წარმოადგენს გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის სპეციალიზირებულ დაწესებულებას, რომლის შტაბ-ბინა მდებარეობს ვაშინგტონში (აშშ). წარმომადგენლობა გააჩნია 100-მდე ქვეყანაში. იგი შეიქმნა ბრეტონ-ვუდის (აშშ) საერთაშორისო კონფერენციაზე 1944 წელს. სსფ-ის კონცეფციის შემუშავებაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა ჯონ მენარდ კეინზმა, რომელიც ხელმძღვანელობდა დიდი ბრიტანეთის დელეგაციას. მის შექმნაზე საბოლოო გადაწყვეტილებას ხელი მოაწერა 29 სახელმწიფომ 1945 წლის 27 დეკემბერს, ხოლო, მან ფუნქციონირება დაიწყო 1947 წლის 1 მარტიდან. დღეისათვის სსფ-ში გაერთიანებულია 186 სახელმწიფო. მის სტრუქტურაში მსოფლიოს 140 ქვეყნიდან მუშაობს 2100-ზე მეტი კაცი. ორგანიზაციის წევრი შეიძლება გახდეს ნებისმიერი ქვეყანა, რომელიც ატარებს დამოუკიდებელ საგარეო პოლიტიკას და მზადაა აღიაროს სსფ-ის წესდებით გათვალისწინებული უფლებები და მოვალეობები.

სსფ მიზნები ჩამოყალიბებულია შეთანხმებათა მუხლებში, რომელიც ასრულებს ამ ორგანიზაციის წესდების როლს და მდგომარეობს შემდეგში:

- ❖ ხელი შეუწყოს სავალუტო-საფინანსო სფეროში საერთაშორისო თანამშრომლობას, უზრუნველყოს საერთაშორისო სავალუტო-საფინანსო პრობლემებზე ერთიანი მუშაობისა და კონსულტაციების მექანიზმის შემუშავება;
- ❖ მხარი დაუჭიროს საერთაშორისო ვაჭრობის დაბალანსებული ზრდის პროცესს და ამის საფუძველზე იზრუნოს დასაქმებისა და რეალური შემოსავლების მაღალი დონის მისაღწევად, აგრეთვე, წევრი-სახელმწიფოებს სანარმოო ძალთა განვითარებისათვის;
- ❖ უზრუნველყოს ვალუტების სტაბილურობა, შეინარჩუნოს წევრ-სახელმწიფოებს შორის მონესრიგებული სავალუტო რეჟიმი და თავიდან აიცილოს ვალუტების დევალვაცია კონკურენციაში უპირატესობის მოპოვების მიზნით;

- ❖ ხელი შეუწყოს მიმდინარე ოპერაციებზე სახელმწიფოებს შორის ანგარიშსწორების მრავალმხრივი სისტემის შექმნას, აგრეთვე, სავალუტო შეზღუდვების აღმოფხვრას, რომელიც ხელს უშლის მსოფლიო ეკონომიკის განვითარებას;
- ❖ მიაწოდოს ფონდიდან წევრ-სახელმწიფოებს რესურსები შესაბამისი გარანტიებით და შეუქმნას მათ დისპროპორციის დარეგულირებისა საგადასახდელო ბალანსებში რწმენა ისე, რომ ზიანი არ მიადგეს კეთილდღეობას ეროვნულ და საერთაშორისო დონეზე;
- ❖ შეამციროს წევრი-სახელმწიფოების საგადასახდელო ბალანსებში წინასწარობის დარღვევების ხანგრძლივობა, აგრეთვე, შეამციროს ამ დარღვევების მასშტაბები;
- ❖ შეინარჩუნოს სავალუტო პარიტეტების მდგრადობა;
- ❖ მიაწოდოს საკრედიტო რესურსები ფონდში მონაწილე ქვეყნებს საგადასახდელო ბალანსის განონასწორებისათვის.

#### **სსფ-ის ძირითადი ფუნქციები:**

- ❖ ფულად პოლიტიკაში საერთაშორისო თანამშრომლობისადმი მხარდაჭერა;
- ❖ მსოფლიო ვაჭრობის გაფართოება;
- ❖ დაკრედიტება;
- ❖ ფულის გაცვლითი კურსების სტაბილიზაცია;
- ❖ დებიტორი ქვეყნების კონსულტირება;
- ❖ საერთაშორისო ფინანსური სტატისტიკის სტანდარტების შემუშავება;
- ❖ საერთაშორისო ფინანსური სტატისტიკის პუბლიკაცია.

სსფ მართვის უმაღლესი ორგანია მმართველთა საბჭო (ინგლ. Board of Governors), რომელშიც თითოეული ქვეყანა-წევრი წარმოდგენილია მმართველით და მისი მოადგილით. როგორც წესი, ისინი არიან ფინანსთა მინისტრები ან ცენტრალური ბანკის ხელმძღვანელები. საბჭოს საქმიანობაში შედის ფონდის ძირითადი საკითხების გადაწყვეტა; შეთანხმებათა მუხლებში ცვლილებებისა და დამატებების შეტანა; წევრი-ქვეყნების მიღება და გარიცხვა; კაპიტალში მათი წილის განსაზღვრა და გადასინჯვა; აღმასრულებელ დირექტორთა არჩევა.

მმართველები იკრიბებიან ჩვეულებრივ წელიწადში ერთხელ, მაგრამ შეუძლიათ ჩაატარონ არაგეგმიური სხდომები, აგრეთვე, ხმა მისცენ ფოსტით ნებისმიერ დროს.

სსფ საწესდებო კაპიტალი შეადგენს დაახლოებით 256 მლრდ აშშ დოლარს (2008 წლის 1 იანვარი). მისი ფორმირება ხდება წევრი-სახელმწიფოების შეთანხმებით, რომელიც განისაზღვრება დადგენილი კვოტების შესაბამისად. სსფ წესდებაში არაა მოყვანილი კვოტების განსაზღვრის მეთოდოლოგია, თუმცა, თავიდანვე მისი მოცულობა დაკავშირებული იყო ისეთ ეკონომიკურ მაჩვენებლებთან, როგორცაა ეროვნული და საგარეო ვაჭრობა

და გადახდების მოცულობა. უკანასკნელ წლებში პრაქტიკულად გამოიყენება „გაანგარიშებითი კვოტები“, რომელიც განისაზღვრება ფორმულით, სადაც მონაწილეობენ მონაცემები სახელმწიფოს მთლიანი შიდა პროდუქტის მოცულობაზე, მიმდინარე ოპერაციებზე, სახელმწიფო რეზერვების და მიმდინარე შემოსულობების ცვლილებაზე. კვოტის მოცულობის გადასინჯვა ხდება ყოველ 5 წელიწადში.

კვოტები გამოიყენება ფონდის თითოეული წევრის ფინანსური შენატანების დასადგენად, წევრი-სახელმწიფოების ხმათა რაოდენობის განსასაზღვრავად, ფონდში კრედიტის მოცულობის კვოტასთან პროპორციულობის სიდიდის გასაანგარიშებლად.

სსფ-ში ყველაზე მეტ ხმებს ფლობენ (2006 წლის 16 ივნისის მდგომარეობით): აშშ — 17.8%; გერმანია — 5.99%; იაპონია — 6.13%; დიდი ბრიტანეთი — 4.95%; საფრანგეთი — 4.95%; საუდის არაბეთი — 3.22%; იტალია — 4.18%; რუსეთი — 2.74%. ევროკავშირის 15 ქვეყნის წილი — 30.3%-ია, ხოლო მრეწველურად განვითარებული 29 სახელმწიფოს (ეკონომიკური განვითარებისა და თანამშრომლობის ორგანიზაციის წევრი-ქვეყნები) შეადგენს 60.35% ხმას. სხვა ქვეყნებზე, რომლებიც შეადგენენ ფონდის წევრთა 84%-ზე მეტი მოდის მხოლოდ — 39.75%.

**მსოფლიო ბანკის ჯგუფი** (ინგლ. World Bank Group) მოიცავს სხვადასხვა დროს შექმნილ 5 ორგანიზაციას გაერთიანებულს ფუნქციონალურად, ორგანიზაციულად, ტერიტორიულად და რომელთა საქმიანობის მიზანს თანამედროვე ეტაპზე შეადგენს განვითარებადი ქვეყნებისადმი ფინანსური და ტექნიკური დახმარება.

თავდაპირველად მსოფლიო ბანკი ასოცირდებოდა **რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკთან**, რომელიც ახორციელებდა მეორე მსოფლიო ომის შემდგომ ევროპისა და იაპონიის აღორძინებისადმი მხარდაჭერას. მოგვიანებით, 1960 წელს, შექიშნა **განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია**, რომელმაც თავის თავზე აიღო ამ ბანკის პოლიტიკასთან დაკავშირებული ფუნქციების ნაწილი. დღეისათვის მსოფლიო ბანკის ჯგუფში შედის შემდეგი ორგანიზაციები:

- ❖ რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი;
- ❖ განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია;
- ❖ საერთაშორისო ფინანსური კორპორაცია;
- ❖ მრავალმხრივი სააგენტო ინვესტიციის განვითარებაზე;
- ❖ ინვესტიციური დავების რეგულირების საერთაშორისო სააგენტო.

პირველი ორი ორგანიზაცია ქმნის თვით მსოფლიო ბანკს. მისი შტაბ-ბინა მდებარეობს ვაშინგტონში.

მსოფლიო ბანკის ჯგუფში შემავალი თითოეული ორგანიზაციის ამოცანები და ფუნქციები წარმოადგენენ ფუნქციონალურად ერთმანეთისაგან განსხვავებულს. ამ ორგანიზაციების საქმიანობა ატარებს ურთიერთშემავსებელ ხასიათს და უზრუნ-

ველყოფს ბანკის, როგორც ერთიანი სისტემის სიცოცხლისუნარიანობას. მსოფლიო ბანკის სესხები გაიცემა წევრი-ქვეყნების მთავრობებზე (ან სამთავრობო გარანტიით) განვითარების პროექტების რეალიზაციისათვის, რომელსაც შეიმუშავებენ მსესხებელი ქვეყნები. სხვანაირად, რომ ითქვას, მსოფლიო ბანკი ახდენს არა განვითარების თავისი პროექტების რეალიზაციას, არამედ, ხელს უწყობს ქვეყნებს საკუთარი პროექტების და პროგრამების რეალიზაციაში.

**რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი** (ინგლ. International Bank for Reconstruction and Development - IBRD), წარმოადგენს მსოფლიო ბანკის ძირითად საკრედიტო დაწესებულებას. იგი გაეროს სპეციალიზებული სახელმწიფოთაშორისი ინვესტიციური ინსტიტუტია. შეიქმნა საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან ერთად 1944 წელს ბრეტონ-ვუდის საერთაშორისო სავალუტო-საფინანსო კონფერენციის გადაწყვეტილების შესაბამისად. შეთანხმება ბანკის შესახებ ერთდროულად წარმოადგენს მის წესდებას, რომელიც ძალაში შევიდა 1945 წელს, ხოლო ბანკმა ფუნქციონირება დაიწყო 1946 წლიდან.

რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკის ძირითადი მიზნებია:

- ❖ წევრი-ქვეყნების ეკონომიკის რეკონსტრუქციისა და განვითარებაში დახმარების აღმოჩენა;
- ❖ კერძო უცხოური ინვესტიციებისადმი ხელშეწყობა;
- ❖ ხელშეწყობა საერთაშორისო ვაჭრობის დაბალანსებული ზრდისადმი და საგადასახადო ბალანსების წონასწორობის შენარჩუნება;
- ❖ სტატისტიკური ინფორმაციის შეგროვება და პუბლიკაცია.

თადაპირველად ბანკი მონოდებული იყო კაპიტალისტურ სახელმწიფოთა საბიუჯეტო სახსრების აკუმულირების და ინვესტორთა კაპიტალის მოზიდვის დახმარებით მოეხდინა დასავლეთ ევროპის ქვეყნების კერძო ინვესტიციების სტიმულირება, რომელთა ეკონომიკა მეორე მსოფლიო ომის დროს მნიშვნელოვნად დაზარალდა. 50-იანი წლების ნახევრიდან, როდესაც ამ ქვეყნების ეკონომიკა დასტაბილურდა, ბანკის საქმიანობა ორიენტირებული იქნა აზიის, აფრიკის და ლათინური ამერიკის ქვეყნების დახმარებისაკენ.

განსხვავებით საერთაშორისო სავალუტო ფონდისაგან, რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი კრედიტს გასცემს ეკონომიკური განვითარებისათვის. აღნიშნული ბანკი კრედიტორია იმ განვითარებადი ქვეყნების განვითარების პროგრამებისა, სადაც მოსახლეობის ერთ სულზე შემოსავლები საშუალო დონისაა. ქვეყნებს, რომლებსაც სურთ ამ ბანკში განეწიანება, მანამდე უნდა იყვნენ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წევრები. რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი განსხვავებით საერთაშორისო სავალუტო ფონდისაგან არ იყენებს

დაკრედიტების სტანდარტულ პირობებს. ამ ბანკის კრედიტის ვადები, მოცულობები და განაკვეთები განისაზღვრება დასაკრედიტებელი პროექტის თავისებურებებით. ბანკის ყველა სესხი უნდა იყოს წევრი-ქვეყნების მთავრობების მიერ გარანტირებული. სესხები გამოიყოფა საპროცენტო განაკვეთებით, რომელიც იცვლება ყოველ 6 თვეში. სესხები გაიცემა, როგორც წესი, 15-20 წლის ვადით.

აღსანიშნავია, რომ ბანკი თავისი კრედიტებით ფარავს საპროექტო ობიექტის ღირებულების მხოლოდ 30 პროცენტს. ამასთან, კრედიტების უმეტესი ნაწილი წარმართება ინფრასტრუქტურის (ენერგეტიკა, ტრანსპორტი, კავშირგაბმულობა) დარგებში. 80-იანი წლებიდან ბანკმა 20%-მდე გაზარდა კრედიტების წილი სოფლის მეურნეობაზე, აგრეთვე, ჯანმრთელობის დაცვასა და განათლებაზე. მრეწველობისათვის გამოიყოფა 15%-ზე ნაკლები კრედიტი. უკანასკნელ წლებში ბანკი არეგულირებს განვითარებადი ქვეყნების საგარეო ვალს. ის კრედიტის ერთ მესამედს გასცემს ე. წ. ერთობლივი დაფინანსების ფორმით. ბანკი გასცემს სტრუქტურულ კრედიტს ეკონომიკის სტრუქტურის რეგულირებისათვის, საგადასახადელო ბალანსის გაჯანსაღებისათვის.

რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი არ ისწრაფვის მაქსიმალურად მაღალი მოგების მიღებისაკენ, მაგრამ 1948 წლიდან ყოველწლიურად იღებს წმინდა მოგებას. ბანკი ეკუთვნის მის წევრ-ქვეყნებს, რომელთაგანაც თითოეულს აქვს ხმის უფლება მათი შენატანების მოცულობის პროპორციულად, რომელიც თავის მხრივ, დამოკიდებულია თითოეული ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების დონეზე.

ბანკის უმაღლესი ორგანოა მმართველთა საბჭო და დირექტორატი. როგორც აღმასრულებელი ორგანო. ბანკს ხელმძღვანელობს პრეზიდენტი, როგორც წესი, აშშ-ს უმაღლესი საქმიანი წრეების წარმომადგენელი. საბჭოს სესია, რომელიც შედგენა წევრი-ქვეყნების ფინანსთა მინისტრების ან ცენტრალური ბანკის მმართველობისაგან, ტარდება წელიწადში ერთხელ საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან ერთად. ბანკის კაპიტალი 180 მლრდ აშშ დოლარს აღემატება. ბანკის წევრია 186 ქვეყანა (2009 წლის 1 იანვარი), თუმცა, მასში ლიდერის როლი განეკუთვნება 7 ქვეყანას: აშშ, იაპონია, დიდი ბრიტანეთი, გერმანია, საფრანგეთი, კანადა, იტალია. ბანკის რესურსული წყაროა აქციონერული კაპიტალი, აგრეთვე, სასესხო ობლიგაციების განთავსება, ძირითადად, აშშ ბაზარზე და სახსრები მიღებულია ობლიგაციების გაყიდვიდან.

**განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია** (ინგლ. International Development Association - IDA), შეიქმნა 1960 წელს. შედის მსოფლიო ბანკის ჯგუფში. მისი მიზანია დახმარება აღმოუჩინოს უღარიბეს ქვეყნებს ნულოვანი საპროცენტო განაკვეთით „კრედიტების“ გაცემის გზით. ასეთ კრედიტებს ასოციაცია გასცემს 35-40 წლის ვადით, ძირითადად, გადასახდელის 10 წლიანი განვადების უფლებით. ორგანიზაცია მუშაობს ქვეყნებთან, სადაც მოსახლეობის 1 სულზე მთლიანი შიდა პროდუქტის მოცულობა არ

აღემატება 835 აშშ დოლარს. 2009 წლის 1 იანვრისათვის ასოციაციაში განვერიანებული იყო 160 ქვეყანა.

ქვეყნებს შორის ასოციაციის რესურსების განაწილების ერთ-ერთი ფაქტორია ის, რამდენად ეფექტურია ეკონომიკური ზრდისა და სიღარიბის შემცირების მიმართულებით ქვეყანაში გატარებული პოლიტიკა. ამასთან დაკავშირებით მსოფლიო ბანკის პერსონალი ყოველწლიურად ახდენს მსესხებლის მიერ გატარებული პოლიტიკის ხარისხის შემოწმებას. დაგროვილი გამოცდილებიდან და კვლევების შედეგებიდან გამომდინარე, შეფასებათა კრიტერიუმები და მეთოდოლოგია იცვლება და ფართოვდება. ამჟამად შეფასებას ექვემდებარება არა მხოლოდ მთავრობების, არამედ, აგრეთვე, იმ დაწესებულებების პოლიტიკა, რომლებსაც ისინი ატარებენ. ამასთან, იმ ქვეყნების რეიტინგი ეცემა, სადაც არსებობს მართვის ეფექტიანობის სერიოზული პრობლემები, რამდენადაც დადასტურებულია, რომ მართვის დაბალი ეფექტიანობა წარმოადგენს განვითარების შემაფერხებელ ერთ-ერთ უმთავრეს პრობლემას. შეფასების ჩატარებისას მხედველობაში მიიღება აგრეთვე, ქვეყანაში რეალიზებადი პროექტების პორტფელის ეფექტიანობა. პროექტების რეალიზაციის 20 კრიტერიუმი დაყოფილია შემდეგ 4 კატეგორიად:

- ❖ ეკონომიკის მართვა;
- ❖ სტრუქტურული პოლიტიკა;
- ❖ სოციალური სამართლიანობის პოლიტიკა (დონისძიებები, რომლებიც მიმართულია განვითარების პროცესში მოსახლეობის სხვადასხვა ფენების ჩართვაში);
- ❖ სახელმწიფო სექტორის და შესაბამისი დაწესებულებების მართვა.

**საერთაშორისო ფინანსური კორპორაცია** (ინგლ. International finance corporation - IFC) არის საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტი, რომელიც შედის მსოფლიო ბანკის სტრუქტურაში. შეიქმნა 1956 წელს განვითარებად ქვეყნებში კერძო ინვესტიციების მოზიდვაში ხელშეწყობის მიზნით. კორპორაციის აქციონერია 179 ქვეყანა (2009 წლის 1 იანვარი), მათ შორის აშშ — 23.65% ხმა, იაპონია — 5.87%, რუსეთი — 3.39% და ა. შ.

კორპორაცია ხელს უწყობს კერძო სექტორის განვითარების შემდეგი გზით:

- ❖ განვითარებადი ქვეყნების კერძო სექტორში პროექტების დაფინანსება;
- ❖ განვითარებადი ქვეყნების კერძო კომპანიებისადმი დახმარების განწევა საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებიდან დაფინანსების მიღებაში;
- ❖ მთავრობებისა და საწარმოებისადმი საკონსტიტუციო და ტექნიკური დახმარების განწევა.

IFC სესხების გაცემას და ინვესტირებას ახდენს კაპიტალში წილობრივი მონაწილეობის ფორმით, ახორციელებს დაფინანსებას რისკების მართვისათვის. განსხვავებით MBP-საგან IPC არ ითხოვს სამთავრობო გარანტიას გაცემულ სახსრებზე.

IFC-ს სახსრების წყაროა წევრო-ქვეყნების შენატანები, ობლიგაციების ემისია საერთაშორისო ფინანსურ ბაზარზე და მისი ოპერაციებიდან მიღებული შემოსავალი.

**მრავალმხრივი სააგენტო ინვესტიციების გარანტიისა** (ინგლ. Multilateral Investment guarantee Agency - MIGA) არის მსოფლიო ბანკის სისტემაში შემავალი საერთაშორისო დაწესებულება. იგი დაფუძნდა 1988 წელს და მსოფლიო ბანკის დაწესებულებებს შორის ყველაზე ახალგაზრდაა. მისი მიზანია ხელი შეუწყოს განვითარებად ქვეყნებში პირდაპირი ინვესტიციების მოზიდვას, კერძო ბიზნესის დაზღვევას პოლიტიკური რისკებისაგან და კერძო ინვესტიციებისადმი გარანტიების გაცემას, აგრეთვე, საკონსულტაციო და ინფორმაციული მომსახურების აღმოჩენა.

MIGA ფუნქციონირებს წევრო ქვეყნების შენატანების სახსრებით. მასში წარმოდგენილია 172 ქვეყანა (2008 წლის 1 სექტემბერი). მისი საწესდებო კაპიტალი აღემატება 1 მლრდ აშშ დოლარს.

MIGA გარანტიები იცავს ინვესტორებს სახსრების გადაადგილების, შეზღუდვის, კონფისკაციების, სამხედრო და სამოქალაქო ძლევარების, კონტრაქტის პირობების დარღვევის რისკებისაგან. მაგრამ იგი არ ახდენს დაზღვევას კომერციული რისკებისაგან (გაკოტრებისაგან). გარანტიების აღმოჩენისას პრიორიტეტი მიენიჭება ინვესტორებს ქვეყნებში დაბალი შემოსავლებით, პოლიტიკური რისკებით და კონფლიქტებით, აგრეთვე, ეკოლოგიურად და სოციალურად მნიშვნელოვანი პროექტების და სოციალური ინფრასტრუქტურის დაცვისათვის.

MIGA გარანტიებზე პრეტენზიები შეიძლება ჰქონდეთ კერძო ფირმებს და მოქალაქეებს, რომლებიც არ არიან დარეგისტრირებული იმ ქვეყანაში, სადაც მიმართულია ინვესტიცია. გარანტია გაიცემა 3-დან 15-20 წლამდე. მსოფლიო ბანკისაგან განსხვავებით ინვესტირების ქვეყნებს შემხვედრი სამთავრობო გარანტიები არ სჭირდება.

აღსანიშნავია, რომ MIGA არ იძლევა კრედიტებს და არ წარმოადგენს დამოუკიდებელ ინვესტორს. გარანტიები არ გაიცემა თამბაქოს და ალკოჰოლის წარმოებაზე, აგრეთვე, აზარტული თამაშების ორგანიზაციაზე. გარანტიის მაქსიმალური სიდიდე წარმოადგენს 110 მლნ აშშ დოლარს ერთ ინვესტიციურ პროექტზე და 440 მლნ აშშ დოლარს ერთ ქვეყანაზე. ერთობლივი დაზღვევისა და გადაზღვევის გზით ლიმიტი შეიძლება მნიშვნელოვნად გაიზარდოს. 1988 წლიდან MIGA-მ გასცა 900 გარანტიაზე მეტი საერთო თანხით 17.4 მლრდ აშშ დოლარი. ამასთანავე, იგი დაეხმარა 50 მლრდ აშშ დოლარის პირდაპირი ინვესტიციების განთავსებას 96 განვითარებად ქვეყანაში.

**ინვესტიციური დავების რეგულირების საერთაშორისო სააგენტო** (ინგლ. International Centre for Settlement of Investment Disputes - ICSID) არის ერთ-ერთი ავტონომიური საერთაშორისო დაწესებულება, რომელიც შედის მსოფლიო ბანკის ჯგუფში. მისი მიზანია საერთაშორისო ინვესტიციურ დავებში მხარეთა შერიგებისათვის სამართლებ-

რივი შესაძლებლობისა და საარბიტრაჟო პროცედურების უზრუნველყოფა. ცენტრი მიისწრაფვის კერძო ინვესტიციების მოძრაობისას აღმოფხვრას არაეკონომიკური სირთულეები. იგი განიხილება როგორც ავტორიტეტული საერთაშორისო საარბიტრაჟო დაწესებულება სახელმწიფოსა და კერძო ინვესტორებს შორის დავების დარეგულირებაში.

ICSID შეიქმნა სახელმწიფოსა და სხვა სახელმწიფოს მოქალაქეებს შორის ინვესტიციური დავების რეგულირების შესახებ კონვენციის თანახმად (ე. წ. ვაშინგტონის კონვენცია). კონვენციამ დაადგინა ICSID სტატუსი, მისი ორგანიზაციული სტრუქტურა გაიხსნა 1965 წელს და ძალაში შევიდა 1966 წელს. ამ ორგანიზაციის წევრია 143 ქვეყანა (2008 წლის 18 იანვარი). სააგენტოს (ცენტრს) ხელმძღვანელობენ თავმჯდომარე და გენერალური მდივანი.

კონვენცია დავების გადაწყვეტის ორ გზას განიხილავს — მხარეთა შერიგება და საარბიტრაჟო წარმოება. ამის შესაბამისად, კონვენცია შეიცავს საქმის აღძვრის, მხარეთა შერიგების საკითხებზე მოსმენების და არბიტრაჟის ჩატარების წესებს. მხარეთა მომსახურება ნებაყოფლობითი და ანაზღაურებადია. გადასახადის მოცულობა მტკიცდება გენერალური მდივნის მიერ. მიმდინარე ეტაპზე მრავალ ხელშეკრულებებში, რომელიც დაიდება ტრანსსასაზღვრო ინვესტიციებზე, უკეთდება შენიშვნა ICSID-ზე როგორც არბიტრაჟზე ინვესტიციური დავების წარმოქმნის შემთხვევისათვის.

**ბანკითარებისა და რეკონსტრუქციის ევროპული ბანკი** (ინგლ. European Bank for Reconstruction and Development - EBRD) შეიქმნა 1991 წელს შუა და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნების მხარდაჭერის აღმოჩენის მიზნით დირექტიული გეგმიანი მეურნეობიდან საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პროცესში. ბანკის შტაბ-ბინა მდებარეობს ლონდონში. ორგანიზაცია შეიქმნა იმ პერიოდში, როდესაც ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში იცვლებოდა პოლიტიკური წყობა და ყოფილი საბჭოთა ბლოკის ქვეყნები საჭიროებდნენ დახმარებას ახალი კერძო სექტორის შექმნის საქმეში.

EBRD მთავარი ამოცანაა იმ პროექტების დაფინანსება, რომლებიც ხელს უწყობენ ეკონომიკის განვითარებას. ბანკს გააჩნია უმაღლესი საკრედიტო რეიტინგი (AAA), რის გამოც, მას შეუძლია მოიზიდოს სახსრები კაპიტალის საერთაშორისო ბაზრებიდან ყველაზე ხელსაყრელი განაკვეთებით. ბანკი აფინანსებს ეკონომიკის მრავალ დარგს, მაგრამ არ აფინანსებს შემდეგ საქმიანობას:

- ❖ სამხედრო მრეწველობა;
- ❖ თამბაქოს მრეწველობა;
- ❖ საერთაშორისო სამართლით აკრძალული საშუალებების წარმოება;

❖ წარმოება და პროცესები, რომლებიც უარყოფით გავლენას ახდენენ გარემო პირობებზე.

დაფინანსების მისაღებად ბანკის მოთხოვნებია: პროექტი კერძო სექტორში; ხელმძღვანელობის გამოცდილება და მოტივაციის მაღალი ხარისხი; სასურველია სამამულო ინვესტირების მონაწილეობა საწარმოს აქციონერულ კაპიტალში. დაფინანსების ფორმებია — კრედიტი და აქციონერულ კაპიტალში დაბანდება. დაფინანსების პირობებია: დაბანდების მინიმალური სიდიდე — 0.5 მლნ აშშ დოლარი, მასქიმალური — 2.5 მლნ აშშ დოლარი. დაბანდების ვადა 3-7 წელი. საპროცენტო განაკვეთი Libor + საკრედიტო მარჟა. დასაფინანსებელ ობიექტში ბანკის წილი ჩვეულებრივ 25-30%-ს შეადგენს, მაგრამ შეიძლება გაიზარდოს 49%-მდე მოკლევადიან პერიოდში.

დაფინანსებისათვის საჭიროა ინვესტიციური პროექტის წარმოდგენა, რომელიც შეიცავს შემდეგ ინფორმაციას:

- ❖ პროექტის მოკლე დახასიათება;
- ❖ პროექტის ინიციატორები;
- ❖ მოცემულ დარგში მუშაობის გამოცდილება;
- ❖ საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა;
- ❖ საწარმოს აქციონერები;
- ❖ საწარმოს პროდუქცია;
- ❖ წარმოების დახასიათება (ადგილმდებარეობა, საწარმოო სიმძლავრეები და მონყობილობები, ტექნოლოგია, ნედლეული და მასალები, სამუშაო ძალა);
- ❖ ბაზარი;
- ❖ მართვა;
- ❖ პროექტის ღირებულება;
- ❖ პროექტის განხორციელების წესი და გრაფიკი;
- ❖ დაფინანსების წყაროები (საკუთარი კაპიტალი, კრედიტები, სხვა წყაროები);
- ❖ საქმიანობის მოსალოდნელი ფინანსური შედეგები;
- ❖ ეკოლოგიური მაჩვენებლები, ბუნების დაცვითი პოლიტიკა, სამშენებლო სამუშაოთა აღწერა;
- ❖ სხვა ტექნიკურ-ეკონომიკური ხასიათის ინფორმაცია.

ბანკი ახორციელებს როგორც მშენებარე, ასევე, მოქმედი საწარმოების დაფინანსებას. იგი მუშაობს ასევე სახელმწიფო საწარმოებთან პრივატიზაციის პროცესის და სტრუქტურული რეორგანიზაციის მხარდაჭერის მიზნით.

EBRD ურთიერთობს მხოლოდ იმ ქვეყნებთან, რომლებიც დაადგენენ დემოკრატიული პრინციპების დანერგვას. ბანკის ყველა ოპერაციებში ფიგურირებს გარემოს დაცვის საკითხები. ყველა თავის ინვესტიციურ ოპერაციებში ბანკი:

- ❖ ხელს უწყობს ქვეყანაში სრულფასოვანი საბაზრო ეკონომიკის მშენებლობას;
- ❖ საკუთარ თავზე იღებს რისკებს კერძო ინვესტიციებზე მხარდაჭერის მიზნით, მაგრამ ამავე დროს, უზრუნველყოფს მათ ბაზარზე დარჩენას;
- ❖ გამოყოფს საბანკო საქმიანობის წარმართვის რაციონალურ პრინციპებს.

EBRD თავისი ინვესტიციებით ხელს უწყობს:

- ❖ სტრუქტურული და დარგობრივი რეფორმების განხორციელებას;
- ❖ კონკურენციის, პრივატიზაციისა და მენარმეობის განვითარებას;
- ❖ ფინანსური ორგანიზაციების და სამართლებრივი სისტემების განმტკიცებას;
- ❖ საჭირო ინფრასტრუქტურის განვითარებას კერძო სექტორის მხარდაჭერისათვის;
- ❖ კორპორაციული მართვის საიმედო სისტემის დანერგვას.

ბანკის უმაღლესი ხელმძღვანელი ორგანია — მმართველთა საბჭო, რომელშიც თითოეული აქციონერი ნიშნავს თავის მმართველს, როგორც წესი, ფინანსთა მინისტრს. პროფესიულ სტრატეგიულ მართვას ახორციელებს მეორე ორგანო — დირექტორთა საბჭო (23 კაცი), რომელიც პასუხისმგებელია საერთო საქმიანობაზე და დირექტიული დოკუმენტების რეალიზაციაზე. ბანკის პრეზიდენტი ახორციელებს ბანკის ოპერატიული საქმიანობის მართვას დირექტორთა საბჭოს მითითების შესაბამისად. პრეზიდენტი აირჩევა მმართველთა საბჭოს მიერ ხმათა უმრავლესობით 4 წლის ვადით და შეიძლება არჩეულ იქნას მეორე ვადითაც.

**საერთაშორისო ანგარიშსწორების ბანკი** (ინგლ. Bank for International settlements - BIS) არის საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაცია, რომელიც შეიქმნა 1930 წელს. იგი დღეისათვის არსებულ საერთაშორისო სავალუტო-საფინანსო ორგანიზაციებს შორის უძველესია. ბანკი შეიქმნა 5 სახელმწიფოს (ბელგია, დიდი ბრიტანეთი, გერმანია, იტალია, საფრანგეთი) ცენტრალური ბანკების ჰააგის შეთანხმებისა და ამ ქვეყნების შვეიცარიასთან კონვენციის საფუძველზე. ბანკის შექმნის იდეა წარმოიშვა გერმანიის რეპარაციული გადასახადების საკითხის გადაწყვეტის შესახებ პირველ მსოფლიო ომში გამარჯვებულ ქვეყნებთან სესხების ანაგრიშწორებასთან დაკავშირებით. ოფიციალურად აშშ არ მონაწილეობდა BIS შექმნაში, რამდენადაც არ შეეძლო რეპარაციული გადასახადების მიღება. ამიტომაც ბანკის აქციებზე ხელი მოაწერეს კერძო ამერიკულმა ბანკებმა. გერმანიას უნდა გამოეშვა საგარეო სასესხო ვალდებულებები აშშ-ის და დასავლეთ ევროპის რიგი ქვეყნების კერძო კაპიტალის ბაზარზე. აქედან გერმანიის

შემოსავალი წარმართებოდა რეპარაციულ ანაზღარებაზე გამარჯვებული ქვეყნებისათვის, რითაც უნდა დაფარულიყო ვალი ამერიკიდან მიღებულ სამხედრო სესხებზე. BIS-ის როლი მდგომარეობდა ხელი შეეწყო გერმანული ობლიგაციების განთავსებისთვის კაპიტალის კერძო ბაზარზე და მოეხდინა ანაგრიშნორება მიღებული შემოსავლებიდან რეპარაციულ ვალებზე.

ამჟამად ბანკის მიზანია ხელი შეუწყოს შემოსავლებიდან მის დამფუძნებელ ცენტრალურ ბანკებს ურთიერთობების განვითარებაში, შექმნას შესაძლებლობები საერთაშორისო ფინანსური ოპერაციებისათვის და წარმოადგენდეს რწმუნებულ პირს ან აგენტს საერთაშორისო საგადასახდლო ოპერაციების შესრულებისას იმ უფლებების შესაბამისად, რაც მას მიენიჭა მხარე-მონაწილეთა ხელშეკრულებების თანახმად. მოკლედ რომ ვთქვათ, ბანკის ამოცანაა ხელი შეუწყოს ცენტრალურ ბანკებს შორის თანამშრომლობას და შეამსუბუქოს საერთაშორისო ფინანსური ანაგრიშნორებები, აგრეთვე, ჩაატაროს ეკონომიკური და ფულად-საკრედიტო გამოკვლევები.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შექმნის შემდეგ BIS ფუნქციის ნაწილი ამ ახალ ორგანიზაციას გადაეცა. დღეისათვის ბანკის ძირითად საქმიანობად რჩება ცენტრალურ ბანკებს შორის კოოპერაცია და მათთვის ფინანსური მომსახურების გაწევა, რაც გამოიხატება წევრი-ქვეყნების ცენტრალური ბანკებისათვის კრედიტის გაცემაში, დეპოზიტების მიღებაში, შუამავლად ან გარანტად გამოსვლაში.

1974 წელს ბანკთან შეიქმნა ბაზელის კომიტეტი საბანკო ზედამხედველობაზე, რომელიც შეიმუშავებს დირექტივებს და რეკომენდაციებს საბანკო რეგულირების სრულყოფის საკითხებზე და ატარებს ფინანსურ უნიფიკაციასთან დაკავშირებულ სამუშაოებს სხვადასხვა ქვეყნებში. გარდა ამისა, BIS-ის ეგიდით მოქმედებს კომისია საგადასახდლო სისტემებზე, კომიტეტი გლობალურ ფინანსურ სტაბილურობაზე და ჯგუფი ფულადი ნიშნების გაყალბების წინააღმდეგ და სხვა სტრუქტურები. BIS-ის სპეციფიკა მდებარეობს მისი საქმიანობის მკაცრ კონფიდენციალობაში. იგი გამოდის დამხმარე ორგანოს სახით საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის ჯგუფისათვის, რომლებთანაც მას გააჩნია მჭიდრო კავშირი.

BIS წარმოადგენს აგრეთვე, ინფორმაციულ-კვლევით ცენტრს. ბანკის წლიური ანგარიშები ერთ-ერთი ავტორიტეტულია მართვაში ეკონომიკურ გამოცემათა შორის. ბანკის შტაბ-ბინა მდებარეობს ქ. ბაზელში (შვეიცარია).

**პარიზის კლუბი** არაოფიციალური სამთავრობოთაშორისო ორგანიზაციაა. იგი შეიქმნა საფრანგეთის ინიციატივით. გაერთიანება შეიქმნა 1856 წელს, როდესაც არგენტინა დათანხმდა შეხვედროდა თავის კრედიტორებს პარიზში. პარიზის კლუბის ძირითად ამოცანას დღეისათვის წარმოადგენს განვითარებადი ქვეყნების ვალების რესტრუქტურირება.

პარიზის კლუბის მუდმივი წევრია 19 ქვეყანა: ავსტრალია, ავსტრია, ბელგია, დიდი ბრიტანეთი, გერმანია, დანია, ირლანდია, ესპანეთი, იტალია, კანადა, ნიდერლანდები, ნორვეგია, რუსეთი, აშშ, ფინეთი, საფრანგეთი, შვედეთი და იაპონია.

1956 წლიდან 2010 წლამდე პარიზის კლუბის ფარგლებში მიღებულ იქნა 408 შეთანხმება 86 სხვადასხვა ქვეყანა-მოვალესთან. სახელმწიფო საგარეო ვალების მოცულობა, რომელიც დარეგულირდა ამ ორგანიზაციის მეშვეობით შეადგენს 513 მლრდ აშშ დოლარს.

მიუხედავად იმისა, რომ პარიზის კლუბი წარმოადგენს არაფორმალურ ორგანიზაციას, მისი საქმიანობა წარმართება განსაზღვრული პრინციპებისა და წესების მიხედვით. მისი ძირითადი განსხვავება ლონდონის კლუბისაგან მდგომარეობს იმაში, რომ იგი ახორციელებს კრედიტორი ქვეყნების წინაშე მოვალე-ქვეყნების სახელმწიფო ვალების დარეგულირებას, მაშინ როდესაც, ლონდონის კლუბი განიხილავს კერძო კრედიტორ-ბანკების წინაშე ვალების დარეგულირების საკითხებს.

**ლონდონის კლუბი** — ბანკი-კრედიტორების არაფორმალური ორგანიზაციაა, რომელიც შეიქმნა უცხოელ მსესხებლების დავალიანებათა დარეგულირებისათვის. ლონდონის კლუბის პირველი სხდომა ჩატარდა 1976 წელს კერძო კრედიტორების წინაშე აფრიკული ქვეყანა — ზაირის დავალიანების განხილვის მიზნით.

ლონდონის კლუბის საქმიანობა თავისი მიზნებით წააგავს პარიზის კლუბს. განსხვავება მდგომარეობს იმაში, რომ პარიზის კლუბი აერთიანებს კრედიტორ-სახელმწიფოებს ცენტრალური ბანკებისა და ფინანსთა სამინისტროს წარმომადგენლებს, მაშინ როდესაც, ლონდონის კლუბი აერთიანებს არასახელმწიფო, კომერციულ ბანკებს. ლონდონის კლუბის წევრია დაახლოებით 1000 ბანკი სხვადასხვა ქვეყნებიდან.

ლონდონის კლუბი ახორციელებს კომერციული სტრუქტურების ვალების რესტრუქტურირებას. მას არ ჰყავს მუდმივი ხელმძღვანელი და სამდივნო. მისი ორგანიზაცია და პროცედურები შედარებით თავისუფალი ხასიათისაა. კლუბში ბანკი-კრედიტორების ინტერესს წარმოადგენს საბანკო საკონსულტაციო კომიტეტი, რომლის შემადგენლობაში შედის დაახლოებით 15 ბანკი. საკონსულტაციო კომიტეტსა და მოვალეს შორის ვალის რესტრუქტურირებას ოფიციალურად მოეწერება ხელი იმ შემთხვევაში, როდესაც შეთანხმებას მხარს დაუჭერს ბანკები, რომლებზეც მოდის დაუფარავი ვალდებულებების 90-95%.

**ევროპის ცენტრალური ბანკი** (European Central Bank - ECB) — ევროკავშირისა და ევროზონის ცენტრალური ბანკია, რომელიც დაფუძნდა 1998 წლის 1 ივნისს. შტაბ-ბინა მდებარეობს გერმანიის ქალაქ მაინის ფრანკფურტში. მის შტაბში შეყვანილია ევროკავშირის ყველა წევრი ქვეყნის წარმომადგენელი. ბანკი სრულიად დამოუკიდებელია ევროკავშირის ყველა დანარჩენ ორგანოსგან. ECB ევროპის ფულად-საკრედიტო ინსტი-

ტუტის (EMI) სამართალმემკვიდრეა, რომელიც წამყვან როლს თამაშობდა 1999 წელს ევროს შემოღების მომზადებაში.

1999 წლის 1 იანვრიდან ECB ევროზონაში — მსოფლიოს ყველაზე დიდ ეკონომიკურ სისტემაში, ახორციელებს მონეტარული პოლიტიკის ხელმძღვანელობას. ერთიანი მონეტარული პოლიტიკის სამართლებრივ ბაზისს წარმოადგენს ევროპის კავშირის შექმნის ხელშეკრულება და ცენტრალური ბანკების ევროპის სისტემის და ევროპის ცენტრალური ბანკის წესდებები.

ცენტრალური ბანკების ევროპის სისტემა შედგება ევროპის ცენტრალური ბანკისა და ევროკავშირის ყველა წევრის ეროვნული ცენტრალური ბანკებისგან. ევროსისტემა შედგება ECB და იმ ქვეყნების ეროვნული ცენტრალური ბანკებისგან, რომლებიც ევროს იყენებენ ეროვნულ ვალუტად, ევროზონა შედგება ევროკავშირის ქვეყნებისგან, რომლებმაც ეროვნულ ვალუტად მიიღეს ევრო.

ევროპის კავშირის ორგანიზაციის ხელშეკრულების შესაბამისად, ეც ECB ძირითად ამოცანებს წარმოადგენს:

- ❖ ევროზონაში მონეტარული პოლიტიკის განსაზღვრა და რეალიზაცია;
- ❖ ვალუტით საერთაშორისო გაცვლითი ოპერაციების განხორციელება;
- ❖ ევროზონის ქვეყნების ოფიციალური უცხოური რეზერვების შენახვა და მართვა (პორტფელის მართვა);
- ❖ საგადაამხდლო სისტემების შეუფერხებელი მუშაობის უზრუნველყოფა.

ECB მონეტარული პოლიტიკის პირველხარისხოვან მიზანს წარმოადგენს ფასების სტაბილურობის ხელშეწყობა. ეს არის მონეტარული პოლიტიკის საუკეთესო წვლილი ეკონომიკური ზრდის და დასაქმების ზრდის უზრუნველყოფაში. ამისათვის ECB იყენებს მონეტარული პოლიტიკის სპეციფიკურ სტრატეგიებს, რაც მდგომარეობს ფასების სტაბილურობის შენარჩუნებაში ან ევროზონაში სამომხმარებლო ფასების ჰარმონიზირებული ინდექსის ზრდაში 2.0%-ის ქვემოთ. ამ მიზნით ECB აკვირდება მდგომარეობას ევროს ზონის ეკონომიკაში, ასევე, იყენებს ფულის ბაზრის ინსტრუმენტებს. ფასების სტაბილურობის ხელსეწყობის საკვანძო ფაქტორი წარმოადგენს ECB საპროცენტო განაკვეთების დონის გამოყენება.

გადაწყვეტილებები მონეტარული პოლიტიკის მიმართულებით მიიღება ECB მმართველთა საბჭოს მიერ. საბჭოს წევრები იკრიბებიან ყოველთვიურად ეკონომიკური განვითარების, ფასების სტაბილურობის რისკების ანალიზისა და შეფასებისთვის, და ECB სტრატეგიაზე დაყრდნობით განსაზღვრავენ საკვანძო საბანკო განაკვეთების დონეს.

მმართველთა საბჭოს სხდომები ტარდება თვეში 2-ჯერ ხუთშაბათობით. როგორც წესი, პირველ სხდომაზე მმართველთა საბჭო აფასებს ეკონომიკურ მდგომარეობას და

მონეტარული პოლიტიკის მასთან შესაბამისობას. ამ სხდომაზე მიიღება გადაწყვეტილებები ძირითადი განაკვეთების შესახებ. მმართველთა საბჭო მეორე სხდომაზე ფოკუსირდება ECB და ევროპის სისტემის სხვა ამოცანებზე.

მართვის ძირითადი ორგანოა — ECB მმართველთა საბჭო, რომელიც შედგება:

- ❖ აღმასრულებელი დირექტორატის 6 წევრისგან;
- ❖ ევრო ზონის 12 ქვეყნის ყველა ცენტრალური ბანკების მმართველებისგან.

ECB გენერალურ საბჭოში შედიან:

- ❖ ECB პრეზიდენტი და ვიცე-პრეზიდენტი;
- ❖ ევროპის კავშირის 25 წევრი ქვეყნის ცენტრალური ბანკების მმართველები.

სხვა სიტყვებით ECB გენერალური საბჭო შედგება ევრო ზონის 12 ქვეყნის წარმომადგენლებისგან და 13 წარმომადგენლისგან იმ ქვეყნებიდან, რომლებიც არ შედიან ევროს ზონაში.

**ცხრილი 18**

**ECB-ის კაპიტალში ევროკავშირის ქვეყნების ცენტრალური ბანკების წილი**

მონაწილე ქვეყნების ცენტრალური ბანკები		წილი კაპიტალში (%)
ბელგია	Banque Nationale de Belgique	2.8658
დანია	Denmarks National Bank	1.6709
გერმანია	Deutsche Bundes Bank	24.4935
საბერძნეთი	Bank of Greece	2.0564
ესპანეთი	Banco de Espana	8.8935
საფრანგეთი	Banque de France	16.8337
ირლანდია	Central Bank og Ireland	8.8496
იტალია	Banca d'Italia	14.8950
ლუქსემბურგი	Banque centrale de Luxemburg	0.1492
ჰოლანდია	De nederlandse Bank	4.2780
ავსტრია	Oesterreichische National Bank	2.3594
პორტუგალია	Banco de Portugal	1.9232
ფინეთი	Suomen Pankki	1.3970
შვედეთი	Sweriges Risk Bank	2.6537
ინგლისი	Bank of England	14.6811

**აზიის განვითარების ბანკი** (ინგ. — The Asian Development Bank - ADB)<sup>1</sup> შეიქმნა აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონის ქვეყნების სოციალური და ეკონომიკური განვითარების ხელშეწყობის მიზნით. მუშაობა დაიწყო 1966 წლის 19 დეკემბერს შტაბ-ბინით ფილიპინების დედაქალაქ მანილაში. შექმნის მომენტში აერთიანებდა 31 ქვეყანას (შემდგომში — წევრი-ქვეყნები).

1960-იან წლებში აზიის განვითარების ბანკის ძირითადი საქმიანობა მიმართული იყო სურსათის წარმოებისა და სოფლის მეურნეობის განვითარებაზე. ათწლეულის

<sup>1</sup> <https://www.adb.org/>

ბოლოსთვის იგი ახორციელებდა ტექნიკურ დახმარებას, გასცა პირველი შეღავათიანი სესხი და განათავსა პირველი გრძელვადიანი ობლიგაციები გერმანიაში.

1970-იან წლებში ბანკმა გააფართოვა თავისი საქმიანობა განათლების ჯანდაცვის, ინფრასტრუქტურის და მრეწველობის განვითარების სფეროში. 70-იანი წლების ენერგეტიკული კრიზისის დროს, მან გააძლიერა აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონის ქვეყნების ენერგეტიკული სექტორის მხარდაჭერა.

დამატებითი ფინანსური რესურსების მოსაზიდად აზიის განვითარების ბანკი იყენებდა თანადაფინანსების ოპერაციებს. ამ პერიოდში მოხდა აზიაში პირველი გამოშვების ობლიგაციების განთავსება (იაპონიაში). 1974 წელს შეიქმნა აზიის განვითარების ფონდი აზიის განვითარების ბანკის უღარიბესი წევრი-ქვეყნების შეღავათიანი დაკრედიტების მიზნით.

1980-იან წლებში ბანკმა დაიწყო კერძო კომპანიების კაპიტალში პირდაპირი ინვესტირების ინსტრუმენტის გამოყენება. ასევე, თავისი მაღალი ავტორიტეტის მეშვეობით განვითარების პროექტებში კერძო ბიზნესის დამატებითი რესურსების მოზიდვა.

მეორე სანავთობო კრიზისის დროს, აზიის განვითარების ბანკი აგრძელებდა ინფრასტრუქტურის, კერძოდ, ენერგეტიკული პროექტების განვითარების მხარდაჭერას. ასევე, გაიზარდა სოციალური ინფრასტრუქტურის, განათლების, ჯანდაცვის, გარემოს დაცვის სფეროს, გენდერული დისკრიმინაციის საკითხების მოგვარების დაფინანსება.

1990-იანი წლების დასაწყისში ბანკმა დაიწყო რეგიონალური ეკონომიკური ინტეგრაციის პროგრამების შექმნა. პირველი იყო დიდი მეკონგის სუბრეგიონში მეზობელი ქვეყნების ეკონომიკური თანამშრომლობის პროგრამა.

1995 წელს აზიის განვითარების ბანკი გახდა პირველი საერთაშორისო ორგანიზაცია, რომელმაც შეიმუშავა მთლიანად მოსახლეობის ღარიბი ფენების განვითარებაზე, იძულებით გადაადგილებულ პირთა და მკვიდრი მოსახლეობის მხარდაჭერაზე ორიენტირებული პოლიტიკა. 1997 წლის აზიის ფინანსურმა კრიზისმა შეაჩერა რეგიონის ქვეყნების ეკონომიკური განვითარება. კრიზისის პირობებში ბანკი ახორციელებდა ფინანსური სექტორის განმტკიცებისა და უღარიბესი წევრი-ქვეყნების მოსახლეობის სოციალური დაცვის სისტემის შექმნის პროექტების დაფინანსებას. გასცა 4 მლრდ დოლარის მსხვილი საგანგებო სესხი.

**XXI** საუკუნის დასაწყისში აზიის განვითარების ბანკის საქმიანობა ფოკუსირებული იყო მისი წევრი-ქვეყნების მიერ „ათასწლეულის განვითარების მიზნების“ მიღწევასა და განვითარების პროექტების ეფექტიანობის ამაღლებაზე.

2003 წელს აზია მოიცვა მწვავე რესპირატორული სინდრომის („ფრინველის გრიპის“) მძიმე დაავადებამ, რამაც მოითხოვა უფრო მჭიდრო რეგიონალური თანამშრომლობა ინფექციური დაავადებების წინააღმდეგ ბრძოლაში. აზიის განვითარების ბანკი უზრუნ-

ველყოფდა ეროვნულ და რეგიონალურ დონეზე მხარდაჭერას შიდა და „ფრინველის გრიპის“ გავრცელების მზარდი საშიშროების წინააღმდეგ. იგი ასევე ფინანსურ დახმარებას უწევდა ქვეყნებს, რომლებსაც თავს დაატყდათ უპრეცედენტო ბუნებრივი კატასტროფები: 2004 წელს — ინდოეთს, ინდოეზიას და მალდივებს ცუნამის შედეგების დასაძლევად; 2005 წელს — პაკისტანს მიწისძვრით დაზარალებულების მხარდასაჭერად.

2008 წელს აზიის განვითარების ბანკის დირექტორთა საბჭომ დაამტკიცა ბანკის 2008-2020 წლების განვითარების სტრატეგია.

#### **ზოგადი მონაცემები:**

- ❖ აზიის განვითარების ბანკის დამფუძნებლები და აქციონერები არიან 67 ქვეყანა, რომელთაგან 48 რეგიონალური, ხოლო 19 — ევროპის და ამერიკის განვითარებული ქვეყნების წარმომადგენელია (2016 წლის 31 დეკემბრის მონაცემებით).
- ❖ ბანკის მისიაა დაეხმაროს განვითარებად წევრ-ქვეყნებს სიღარიბის დონის შემცირებაში, მოსახლეობის ცხოვრების პირობების და ხარისხის გაუმჯობესებაში. მისი ხედვაა — აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონი სიღარიბის გარეშე.

წევრი-ქვეყნების მიმართ აზიის განვითარების ბანკის **ძირითადი უწყვეტი** შემდეგია:

- ❖ სესხების გაცემა, კომპანიების აქციონერულ კაპიტალში მონაწილეობა;
- ❖ გრანტების გაცემა და ტექნიკური დახმარების განწვევა განვითარების პროექტების და პროგრამების დაგეგმვისა და განხორციელებისთვის;
- ❖ აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონის განვითარების მიზნით ინვესტიციების მოზიდვა;
- ❖ განვითარებადი წევრი-ქვეყნების სოციალურ-ეკონომიკური პოლიტიკის კოორდინაციის ხელშეწყობა;
- ❖ საკონსულტაციო მომსახურების განწვევა.

#### **ბანკის სტრატეგიული მიზნებია:**

- ❖ აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონის სოციალურ-ეკონომიკური განვითარება;
- ❖ აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონის ქვეყნების სტაბილური ეკონომიკური ზრდა;
- ❖ აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონის ქვეყნების რეგიონალური ინტეგრაცია.

აზიის განვითარების ბანკის ცნობილი პროექტებია:

- ❖ ტრანს-ავღანური ნავთობსადენი;
- ❖ ინდონეზიაში მიწისძვრის და ცუნამის დროს საგანგებო დახმარების პროექტი;
- ❖ მიმდინარე მეკონგის გამოყენების რეგიონალური პროგრამა;
- ❖ ფილიპინებში სიღარიბესთან ბრძოლის მიზნით კერძო სექტორთან სტრატეგიული პარტნიორობა;

❖ სარკინიგზო დერეფანი „ჩრდილოეთი-სამხრეთი“ (ირანიდან თურქმენეთი გავლით ყაზახეთში).

იმ საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებს შორის, რომელთაგან საქართველოს სახელმწიფო თუ კერძო სექტორი იღებს დამხარებებს, აზიის განვითარების ბანკი უმნიშვნელოვანეს როლს ასრულებს. 2008 წლის სექტემბერში, როდესაც ხელი მოეწერა ხელშეკრულებას მასპინძელ ქვეყანასთან, აზიის განვითარების ბანკმა საქართველოში მუდმივი წარმომადგენლობა გახსნა და 2008 წლის დეკემბერში უკვე ფუნქციონირება დაიწყო.

აზიის განვითარების ბანკის აქტივობებმა განსაკუთრებული მისია შეასრულა და სერიოზული დახმარება გაუწია ქვეყანას 2008 წლის რუსეთ-საქართველოს ომისა და მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის ფონზე. ამასთან, აზიის განვითარების ბანკის პროექტების ანალიზისას ნათლად ჩანს ერთი ტენდენცია — პროექტების დიდი ნაწილი შესაფასებელია არა მხოლოდ ეკონომიკური, არამედ, სოციალური ეფექტიანობის მიმართულებით. კერძოდ, აზიის განვითარების ბანკის მრავალი პროექტი სწორედ მოქალაქეთა ყოველდღიური საერთო სოციალური მდგომარეობის გაუმჯობესებას ისახავს მიზნად. წყალმომარაგების, ეკოლოგიურად უსაფრთხო და ეფექტური საქალაქო ტრანსპორტის მიმართულებით განხორციელებული პროექტები „საქართველოს მოქალაქეებზე ორიენტირებული“ პროექტების მხოლოდ მცირე ნაწილია.

აზიის განვითარების ბანკის ყველა ტიპის აქტივობა პრაქტიკულად სრულად არის კოორდინირებული საქართველოს მთავრობასა და განვითარების დამფინანსებელ სხვა საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებთან. აზიის განვითარების ბანკის მიერ სისტემატურად, გარკვეული პერიოდულობით ტარდება განვითარების პარტნიორობის შეხვედრები. მიმდინარეობს ორმხრივი კონსულტაციები ისეთ პარტნიორებთან, როგორებიცაა: ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი (EBRD), ევროპის საინვესტიციო ბანკი (EIB), საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (IME), გერმანიის განვითარებისა და რეკონსტრუქციის ბანკი (KfW), შვედეთის საერთაშორისო განვითარებისა და თანამშრომლობის სააგენტო, აშშ-ს საერთაშორისო განვითარების სააგენტო (USAID) და მსოფლიო ბანკი.

იმისათვის, რომ ეფექტური გახდეს ბანკის მიერ განხორციელებული პროექტები უფრო შედეგზე ორიენტირებული იყოს და გამოირჩეოდეს მაღალი მდგრადობით, აზიის განვითარების ბანკი მჭიდროდ თანამშრომლობს საქართველოს კერძო სექტორთან და არასამთავრობო ორგანიზაციებთან.

2008 წელს დამტკიცებული შუალედური სამოქმედო სტრატეგია რეალურად წარმართავს აზიის განვითარების ბანკის ინვესტიციებს ქვეყანაში იმ პერიოდამდე, ვიდრე ძალაში არ შევა საქართველოს პარტნიორობის ახალი სტრატეგია 2013 წელს.

აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ აზიის განვითარების ბანკი საქართველოში მხოლოდ 2008 წლიდან მოქმედებს აქტიურად, თუმცა, მიუხედავად ამისა, პარტნიორული ურთიერთობები სწრაფად განვითარდა და აზიის განვითარების ბანკის პორტფელი და დაფინანსების მოცულობა ქვეყანაში საკმაოდ სწრაფად იზრდება. უმნიშვნელოვანესი ასპექტი, რომელიც აზიის განვითარების ბანკის საქმიანობაში იკვეთება, არის ე. წ. „დამატებითი ღონისძიებები“. კერძოდ, აღსანიშნავია მათი თანამშრომლობა სამოქალაქო საზოგადოებასთან. აზიის განვითარების ბანკი მიიჩნევს, რომ ეს თანამშრომლობა განეული დახმარებების მეტ ეფექტიანობას, შედეგს და მდგრადობას უზრუნველყოფს. რეალურად, ეს კარგად გააზრებული ტაქტიკაა იმდენად, რამდენადაც საქართველოში გვაქვს ცალკეული მსხვილი ინვესტიციების განხორციელების დროს წარმოქმნილი პრობლემების მაგალითები.

აღნიშნული პრობლემები სწორედ სამოქალაქო საზოგადოებასთან ნაკლებად აქტიური თანამშრომლობის ბრალია. საკმარისია გავიხსენოთ „ბრიტიშ პეტროლიუმი“ (BP). მის სრულიად უწყინარ მიზანს — განეხორციელებინა ქვეყანაში ძალიან მნიშვნელოვანი (როგორც ფინანსურად, ისე სტრატეგიულად) ინვესტიციას ხშირად თან სდევდა საკმაოდ უსამართლო და არაკვალიფიციური დისკუსია.

2016 წელს აზიის განვითარების ბანკმა (ADB) განახორციელა ლარის ობლიგაციების მასშტაბური განთავსება საქართველოში და მოიზიდა 100 მილიონი ლარი (დაახლოებით 48.54 მილიონი აშშ დოლარი). ამ ტრანზაქციით აზიის განვითარების ბანკი ხელს უწყობს საქართველოს კაპიტალის ბაზრის განვითარებას და ამავდროულად მცირე და საშუალო ბიზნესის დაფინანსებას.<sup>1</sup>

ემისიით მოზიდულ ლარის რესურსს აზიის განვითარების ბანკი სრული მოცულობით, 100 მლნ ლარი, გადასცემს თიბისი ბანკს 3-წლიანი სესხის სახით, რათა თიბისი ბანკმა განახორციელოს თავისი მცირე, საშუალო და მიკრო კლიენტების აქტიური დაფინანსება.

მიუხედავად იმისა, რომ საქართველო აზიის განვითარების ბანკის წევრი ქვეყანა სულ რამდენიმე წლის წინ, 2007 წელს გახდა, ბანკის დახმარება ქვეყნის როგორც კერძო, ასევე, საჯარო სექტორის მიმართ სწრაფად იზრდება და საკმაოდ დიდ მოცულობას აღწევს, 2014 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით ჯამური დაფინანსების თანხამ 1.6 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა. აზიის განვითარების ბანკის მიზანია ხელი შეუწყოს ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებას რეგიონებისთვის დაფინანსების მეტი ხელმისაწვდომობის გზით.

<sup>1</sup> <https://www.adb.org/ka/news/adb-sells-largest-georgia-lari-bond-boost-capitl-market-small-companis>.

**ევროპის ინვესტიციური ბანკი.**<sup>1</sup> იგი შეიქმნა 1958 წელს. ამჟამად მისი წევრია ევროპის 12 ქვეყანა. მისი საწესდებო კაპიტალი წევრი ქვეყნების შენატანებით ყალიბდება. იგი გასცემს კრედიტებს როგორც მაღალრენტაბელურ პროექტებზე, ისე დაბალრენტაბელურზეც. ეს უკანასკნელი უპირატესად ინფრასტრუქტურის შესაქმნელად გაიცემა 20 წლის ვადით, შეღავათიანი კი, 40 წლის ვადით. ბანკის საწესდებო კაპიტალი 28.8 მლრდ ეკიუა. ბანკი მდებარეობს ლუქსემბურგში. მას დირექტორატი მართავს.

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. დაახასიათეთ საქართველოს ეროვნული ბანკი, როგორც ფინანსური ბაზრის მომსახურე ინსტიტუტი.
2. დაახასიათეთ საერთაშორისო სავალუტო ფონდი.
3. დაახასიათეთ მსოფლიო ბანკი.
4. დაახასიათეთ რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი.
5. დაახასიათეთ განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია.
6. დაახასიათეთ განვითარების და რეკონსტრუქციის ევროპული ბანკი.
7. დაახასიათეთ პარიზის და ლონდონის კლუბები.
8. დაახასიათეთ ევროპის ცენტრალური ბანკი.
9. დაახასიათეთ აზიის განვითარების ბანკი.

---

<sup>1</sup> *Фундаментальный анализ финансовых рынков, плд ред. Л. Колмиковой, М., 2005, გვ. 90-91.*

## თავი XIII. საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი

### XIII.1. საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი და მისი მონაწილეები

საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი წარმოადგენს საფინანსო-საკრედიტო ორგანიზაციების ერთობლიობას, რომლებიც შუამავლების სახით გადაანაწილებენ ფინანსურ აქტივებს კრედიტორებსა და მსესხებლებს შორის, გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის მთელი მსოფლიოს მასშტაბით.

საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი (საფბ) წარმოადგენს მსოფლიო ეკონომიკის განუყოფელ ნაწილს. როგორც ცნობილია, საერთაშორისო დონეზე ეკონომიკურ ურთიერთობებს საფუძვლად უდევს შრომის საერთაშორისო დანაწილება. იგი ხელს უწყობს მსოფლიო რესურსების რაციონალურ გამოყენებას, აგრეთვე, საერთაშორისო წარმოებაში სპეციალიზაციის გაღრმავებას. ეს იწვევს ქვეყნების თანამშრომლობის ახალ ფორმების დანერგვას, მათ შორის, ფინანსური ურთიერთობების მხრივ.

უკანასკნელ წლებში სამყარო შევიდა ახალ პოლიტიკურ, ეკონომიკურ და სოციალურ ურთიერთობებში — გლობალიზაციაში. გლობალიზაცია გახდა მსოფლიოს ქვეყნების ეკონომიკურ ურთიერთობათა გაღრმავების საფუძველი, საქონლის, მომსახურების და კაპიტალთან დაკავშირებით საერთაშორისო გარიგებათა განვითარების ინდიკატორი.

გლობალიზაციის ზემოქმედება საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე მრავალფეროვანია. კერძოდ, იგი ვლინდება შემდეგში:<sup>1</sup>

- ❖ ფინანსური სექტორის წილი მნიშვნელოვნად მეტია მთლიან შიდა პროდუქტში რეალური აქტივების სექტორის ხვედრით წილთან შედარებით;
- ❖ ფინანსური ნაკადების მოცულობა და ფინანსურ ბაზარზე ოპერაციები აღემატება არაფინანსურ სექტორში ოპერაციების მოცულობას;
- ❖ ფინანსურ ბაზრებზე ოპერაციებიდან შემოსავლები იკავებენ მნიშვნელოვან ადგილს განვითარებულ ქვეყნებში კორპორაციების შემოსავლების სტრუქტურაში;
- ❖ დინამიურად ვითარდება საერთაშორისო დაკრედიტება სინდიცირებულ გარიგებათა ფორმით, რომელშიც მონაწილეობს რამდენიმე ქვეყანა;
- ❖ წარმოიქმნებიან ახალი ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც პასუხობენ საერთაშორისო დონეზე ინვესტორთა გაზრდილ მოთხოვნებს;
- ❖ იზრდება ფასიანი ქაღალდების ემისიის მოცულობა, რომლებიც განთავსდებიან საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე;

<sup>1</sup> მესხია ი. საერთაშორისო ფინანსები. თბ., 2012. გვ. 39.

- ❖ იცვლება საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციების ფუნქციები, მათი მარეგულირებელი როლი ქვეყანათა ურთიერთადაპტირების საქმეში.

**კაპიტალის ბაზრების გლობალიზაციის გაღრმავების მიზანებს განეკუთვნება:**

- ❖ კაპიტალის მობილობა;
- ❖ საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების ლიბერალიზაცია;
- ❖ ახალი კომუნიკაციური და ტელეკომუნიკაციური ტექნოლოგიების ფართოდ დანერგვა, რომლებიც არსებითად აფართოებენ ეროვნული ბაზრების ურთიერთმოქმედების შესაძლებლობებს.

თანამედროვე პირობებში საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები, სააგენტოები, მსხვილი ბანკები ქმნიან მძლავრ საინფორმაციო სტრუქტურებს, რომლებიც ხელს უწყობენ კაპიტალის მოძრაობის დაჩქარებას, ფინანსური, სასაქონლო და ინვესტიციური ბაზრების ურთიერთკავშირის გაძლიერებას.

მსოფლიო ფინანსური ბაზრის ძირითადი ფუნქციები მდგომარეობს შემდეგში:<sup>1</sup>

- ❖ კაპიტალის მობილიზაცია და აკუმულირებული კაპიტალის გადანაწილება ეროვნულ ეკონომიკებს, ქვეყნებს, რეგიონებს და კორპორაციებს შორის;
- ❖ ცალკეულ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე (ვალუტა, აქციები და ა. შ.) საბაზრო ფასის ფორმირება მიწოდებისა და მოთხოვნის ზემოქმედების გზით;
- ❖ ფინანსურ ოპერაციებზე დანახარჯების შემცირება;
- ❖ კაპიტალის ცენტრალიზაციის და დეცენტრალიზაციის დაჩქარება, რაც განსაკუთრებით მკაფიოდ ვლინდება კომერციული და ინვესტიციური ბანკების, აგრეთვე, ბირჟების შერწყმასა და გამსხვილებაში.

საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი ფუნქციონალური თვალთახედვით შეიძლება დაიყოს შემდეგ ბაზრებად: **სავალუტო ბაზარი, საკრედიტო ბაზარი, ფასიანი ქაღალდების (მათ შორის დერივატივების) და სადაზღვევო ბაზარი.**

ფინანსური აქტივების მიმოქცევის ვადების კუთხით მსოფლიო ფინანსური ბაზარი შეიძლება დაიყოს 2 ნაწილად: **ფულადი ბაზარი** (მოკლევადიანი) და **კაპიტალის ბაზარი** (გრძელვადიანი). მსოფლიო ფინანსური ბაზრის მოკლევადიანი ხასიათი უზრუნველყოფს ფინანსური რესურსების შემოდინებისა და გადინების დაჩქარებას. ამასთან, არსებობენ ფინანსური აქტივები, რომლებიც მიმართულნი არიან მხოლოდ ერთი მიზნისკენ — მაქსიმალური მოგების მიღებისაკენ, მათ შორის ფულად ბაზარზე მიზანმიმართული სპეკულაციური ოპერაციების მეშვეობით. ამგვარ ფინანსურ საშუალებებს ხშირად „ცხელ ფულსაც“ უწოდებენ. ფინანსური ბუმის პერიოდში ისინი განსაკუთრებით აქტიურად

<sup>1</sup> მესხია ი. საერთაშორისო ფინანსები. თბ., 2012. გვ. 40.

გადადინდებიან ფინანსურ ბაზრებს შორის, ხოლო ფინანსური კრიზისის წინა პერიოდში ან უშუალოდ კრიზისის დროს — სწრაფადვე ბრუნდებიან.

**ფინანსური ბაზრების სავაჭრო კლასიფიკაცია.** ფინანსურ ლიტერატურაში კაპიტალის ბაზრებს განვითარების დონის მიხედვით ორ ჯგუფად აჯგუფებენ:

1. განვითარებადი ბაზრების (Developed Markets) მქონე ქვეყნებად.
2. ფორმირების პროცესში მყოფ ბაზრების (Emerging Markets) მქონე ქვეყნებად.

ფორმირების პროცესში მყოფი ფინანსური ბაზრები თავის მხრივ იყოფა სამ კატეგორიად:

1. ფორმირებაში მყოფი წინ ნაწეული ბაზრები (Advanced Emerging).
2. საშუალო დონის ფორმირებაში მყოფი ბაზრები (Secondary Emerging).
3. გარდამავალ სტადიაზე მყოფი ბაზრები (Frontier).

განვითარებადი და განვითარებული ფინანსური ბაზრების შედარებითი ინდიკატორები ქვეყნების მიხედვით შემდეგნაირია:

**ცხრილი 19**

**ფინანსური ბაზრების შედარებითი ინდიკატორები მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებაში (%-ში)<sup>1</sup>**

ქვეყანა	კაპიტალიზაცია	კორპორატიული ობლიგაციების ღირებულება	IPO — შიდა ბაზარზე
დიდი ბრიტანეთი	160.6	149.4	7.1
ინდოეთი	114.1	7.0	5.6
კორეა	110.7	64.5	0.9
აშშ	91.6	97.1	1.4
ბრაზილია	76.4	25.1	5.0
იაპონია	71.0	46.1	1.0
რუსეთი	64.3	6.0	0.1
ჩინეთი	47.3	24.5	1.6
გერმანია	43.2	101.5	0%

მსოფლიო ფინანსური ბაზრის საზღვრები იმდენად ღია და თავისუფალია, რომ ყოველგვარი სირთულეების გარეშე შესაძლებელია მსოფლიო ფინანსური რესურსების ერთი რეგიონიდან მეორეში გადატანა. ამის შედეგად კი ძლიერდება ურთიერთკავშირი მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყნებს შორის სავალუტო კურსებს, საბანკო პროცენტებს, აქციების კურსებს შორის. ყოველივე ამას მივყავართ იქამდე, რომ ერთი მხრივ, მსოფლიოს ფინანსური ბაზარი არასტაბილურია და როგორც მრავალი ეკონომისტი ფიქრობს, ეს არასტაბილურობა თანდათანობით იზრდება, ხოლო მეორე მხრივ, როცა ღრმავდება მსოფლიოს ფინანსური რესურსების გლობალიზაცია, ერთ რომელიმე ფინანსურ ბაზარზე რყევები სულ უფრო აქტიურ გავლენას ახდენს სხვა ქვეყნების

<sup>1</sup> Криничанский К. В. Финансовые рынки и институты. Монография, М., 2014. გვ. 37-38.

ფინანსურ ბაზრებზე. მოკლევადიანი ფინანსური კაპიტალის მასშტაბურმა და ერთბაშად გადინებამ შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური კრიზისის პროვოცირება მრავალ ქვეყანაში. ამის მკაფიო მაგალითია 2008 წელს დაწყებული გლობალური ფინანსური კრიზისი, აგრეთვე, 1997 წლის სამხრეთ-აღმოსავლეთ აზიის ფინანსური კრიზისი, რომელმაც შემდგომ მოიცვა რუსეთი და ლათინური ამერიკის ქვეყნები.

მსოფლიო ფინანსური ბაზრის მთავარ აგენტებს (მონაწილეებს) წარმოადგენენ ტრანსნაციონალური ბანკები, ტრანსნაციონალური კომპანიები, ე. წ. ინსტიტუციონალური ინვესტორები. ამასთანავე არანაკლებ როლს თამაშობენ აგრეთვე სახელმწიფო ორგანოები, საერთაშორისო ორგანიზაციები, რომლებიც თავიანთ სესხებს განათავსებენ უცხოეთის ქვეყნებში. მსოფლიო კაპიტალის ბაზრებზე მოქმედებენ აგრეთვე ფიზიკური პირები, მაგრამ უმეტესწილად ირიბად, ძირითადად ინსტიტუციონალური ინვესტიციების მეშვეობით.

ინსტიტუციონალური ინვესტორების რიცხვში შედიან ისეთი ფინანსური ინსტიტუტები როგორცაა: **საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, ინვესტიციური ფონდები**. ინსტიტუციონალური ინვესტორების აქტივების სიდიდეზე მეტყველებს ის ფაქტი, რომ აშშ-ში იგი გაცილებით მეტია ქვეყნის მთლიანი შიდა პროდუქტის მოცულობაზე, ხოლო ევროკავშირში უახლოვდება მშპ-ს მოცულობას. ამ აქტივების უმეტესი ნაწილი ჩადებულია სხვადასხვა ფასიან ქაღალდებში.

მსოფლიოში ერთ-ერთ მთავარ ინსტიტუციონალურ ინვესტორს წარმოადგენენ ერთობლივი ფონდები, განსაკუთრებით ამერიკაში. ასეთი ფონდები კოლოსალურ მოცულობას აღწევენ საშუალო ფენის (ფიზიკური პირების) მიერ საპაიო შენატანებით. ამ ფონდების ზრდა გამოწვეულია იმით, რომ მასში შენატანებიდან ამონაგები უფრო მეტია, ვიდრე საბანკო სექტორიდან მიღებული პროცენტები.

საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი შეიძლება იყოს **პირველადი, მეორადი და მესამედი**.

**პირველად ბაზარზე** განთავსდება სავალო ინსტრუმენტების პირველადი გამოშვებები, როგორც წესი, ეს ხდება მსხვილი ინვესტიციური ინსტიტუტების ხელშეწყობით.

**მეორად ბაზარზე** შეიძინება და გაიყიდება ადრე გამოშვებული ფინანსური ინსტრუმენტები. ეს ბაზარი წამოიშობა საერთაშორისო ინვესტიციების მხრიდან მიწოდებასთან შედარებით მოთხოვნის გადამეტებით პირველად ბაზარზე.

**მესამედ ბაზარზე** ხდება წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობა.

საერთაშორისო ფინანსური ბაზრები შემდეგი **თავისებურებებით** ხასიათდებიან:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> *მესხია ი. საერთაშორისო ფინანსები. თბ., 2012. გვ. 44.*

- ❖ გარიგებათა უზარმაზარი მასშტაბები (ოპერაციები საერთაშორისო ფინანსურ ბაზარზე 50-ჯერ აჭარბებს საქონლით საერთაშორისო ვაჭრობის გარიგებებს);
- ❖ სივრცითი, გეოგრაფიული და დროითი საზღვრების არარსებობა (ოპერაციები საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე ხორციელდება უწყვეტად დღე-ღამის განმალვობაში);
- ❖ ბაზრის მონაწილეთა გარიგებებში მსოფლიოს წამყვანი ვალუტების (დოლარი, ევრო, იენა) გამოყენება;
- ❖ გარიგებები ხორციელდება საერთაშორისო საპროცენტო განაკვეთებით (LIBOR, EUROBOR და ა. შ.);
- ❖ ეროვნული ფინანსური ბაზრების გასვლა საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე ისეთნაირად, რომ ისინი ინარჩუნებენ გარკვეულ დამოუკიდებლობას.

საერთაშორისო ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირების სპეციფიკას თანამედროვე პირობებში შეიძლება აგრეთვე განეკუთვნოს მისი ინფრასტრუქტურის ცვლილება გლობალური პროცესების ზეგავლენით. თანამედროვე პირობებში საჭიროა ისეთი საბირჟო მექანიზმი, რომელიც მოიცავს მაქსიმალურად შესაძლო ტერიტორიას და შექმნის შესაძლებლობას განახორციელოს ვაჭრობა ერთ სისტემაში სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტებით სწრაფად, ეფექტიანად და მინიმალური დანახარჯებით. ახალი გლობალური პირობები ხელს უწყობენ ბირჟებს შორის სხვადასხვა კავშირების უფრო დინამიურ განვითარებას. კონკურენციული ბრძოლის გამწვავება დღის წესრიგში აყენებს საბირჟო ალიანსების ფორმირების აუცილებლობას.

დღეისთვის წამყვან ევროპულ საბირჟო ალიანსს წარმოადგენს გაერთიანებული სავაჭრო მოედანი — EURONEXT. იგი, როგორც ალიანსი შეიქმნა პარიზის, ბრიუსელისა და ამსტერდამის ბირჟების წარმომადგენელთა მიერ 2000 წელს. EURONEXT წარმოადგენს პირველ ინტერნაციონალურ ბირჟას მსოფლიოში, რომლის წევრები მთლიანადაა ინტეგრირებული, ხოლო ბაზრები გარდაქმნილია ერთიან სისტემად. შეთანხმების თანახმად პარიზის ბირჟას გააჩნია EURONEXT-ის აქციის 60%, ამსტერდამისას — 32%, ბრიუსელისას — 8%.

EURONEXT-ის შექმნის მიზანია მიაწოდოს ინვესტორებს, ემიტენტებს და ფინანსურ შუამავლებს მომსახურების სრული სერვისი, დაწყებული ლისტინგის ორგანიზაციიდან და აქციებით, ობლიგაციებით და წარმოებული ინსტრუმენტებით ვაჭრობიდან, კლირინგით, ანგარიშსწორებით და დეპოზიტარული მომსახურებით დამთავრებული. EURONEXT-ის ფუნქციონირება პასუხობს ერთიანი ევროპული საფონდო ბაზრის შექმნის მოთხოვნებს. ამით შეიქმნა რეალური შესაძლებლობა სრულად ინტეგრირებული საერთაშორისო საფონდო სტრუქტურის ფორმირების. ამასთან ყველა წევრს გააჩნია ყველა

სახის მომსახურებაზე სწრაფი დაშვებისა და ინსტრუმენტების გამოყენების თანაბარი უფლება.

გასული საუკუნის 90-იან წლებში მსოფლიო საბირჟო ბაზარზე მნიშვნელოვანი ღონისძიება იყო დერივატივების ევროპული ბაზრის EUREX-ის (European Derivatives Exchange) შექმნა.

იგი ჩამოყალიბდა 1998 წელს დერივატივების გერმანული ბირჟის და ოპციონების და ფინანსური ფიუჩერსების შვეიცარიული ბირჟის და ოპციონების და ფინანსური ფიუჩერსების შერწყმის შედეგად. გაერთიანებული ბირჟის ფორმირება წარმოადგენდა დერივატივების საბირჟო ბაზარზე კონსოლიდაციის გამოვლენის პირველ პრაქტიკას. უპრეცედენტო შემთხვევა იყო არა მხოლოდ თვით ბირჟის შექმნა, არამედ, სწრაფვა მისი შემდგომი განვითარებისაკენ. მისი შექმნიდან თითქმის ერთი წელი დასჭირდა EUREX-ს, რომ გამხდარიყო დერივატივების უმსხვილესი მსოფლიო ბირჟა.

ბირჟის ძირითად სპეციალიზაციას წარმოადგენს სტანდარტული კონტრაქტები გერმანიის მთავრობის სახელმწიფო ობლიგაციაზე, საფონდო ინდექსები და ცალკეული აქციები. ბირჟა დასპეციალიზებულია სავალდებულო ინსტრუმენტებზე, აგრეთვე საფონდო ბაზრის ინსტრუმენტებზე, ფულადი ბაზრის მოკლევადიან ინსტრუმენტებზე.

საერთაშორისო ფინანსური ბაზრის ძირითადი მონაწილეებია **ეროვნული მთავრობები, ცენტრალური ბანკები, საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციები, ეროვნებათაშორისო სააგენტოები, ეროვნული და ტრანსნაციონალური კორპორაციები, საკანონმდებლო ორგანოები, სადაზღვევო კომპანიები.**

**სახელმწიფო** არის ძირითადი სუბიექტი, რომელიც მოქმედებს საერთაშორისო ფინანსების სფეროში სახელმწიფო ორგანოების სახელით (მინისტრთა კაბინეტი, ფინანსთა სამინისტრო, საგარეო საქმეთა სამინისტრო და სხვა) და ოფიციალური თანამდებობის პირების სახელით (პრეზიდენტი, პრემიერ-მინისტრი), რომელთაც აქვთ უფლება განახორციელონ შემდეგი სახის საქმიანობა:

- ❖ მიიღონ მონაწილეობა საერთაშორისო ეკონომიკურ და ფინანსურ კონფერენციებში, საერთაშორისო ორგანიზაციების საქმიანობაში, დადონ სახელმწიფოთაშორისი ხელშეკრულებები საქონლისა და მომსახურების ექსპორტი-იმპორტთან დაკავშირებით, სახელმწიფოთაშორისი შეთანხმებები მოძრავი და უძრავი ქონების არენდაზე, იპოთეკაზე, დაკრედიტებაზე, სესხებზე, ინვესტირებაზე, დაფინანსებაზე;
- ❖ განახორციელონ ოპერაციები ოქროსთან და ძვირფას ლითონებთან დაკავშირებით, განახორციელონ სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებების ემისია, გამოუშვან ფასიანი ქაღალდები;

- ❖ უზრუნველყონ ფინანსური და სხვა გარანტიებით სხვადასხვა ფიზიკური და იურიდიული პირების ოპერაციები;
- ❖ აღმოუჩინონ ფინანსური დახმარება ქვეყნის გარეთ და ქვეყნის შიგნით.

ძირითადი კრიტერიუმები დამახასიათებელი სუვერენული სახელმწიფოსათვის, რომელიც მოქმედებს საერთაშორისო ფინანსების სფეროში, არის:

- ❖ სახელმწიფოს უფლება შევიდეს ურთიერთობებში სხვა სუბიექტებთან;
- ❖ იმუნიტეტი, რომელიც გამომდინარეობს სუვერენული თანასწორობის პრინციპიდან;
- ❖ მემკვიდრეობითობა, რომელიც მდგომარეობს უფლებების და მოვალეობების გადაცემაში სახელმწიფო ხელისუფლების ერთი ფორმის მიერ მეორე ფორმით შეცვლის შემთხვევაში.

**ცენტრალური ბანკი** არის ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირების ორგანო, რომელსაც მინიჭებული აქვს მონოპოლიური უფლება გამოუშვას ფულის ბანკნოტები, მოახდინოს ფულის მიმოქცევის, კრედიტისა და ვალუტის კურსის რეგულირება, უზრუნველყოს ოქროს სავალუტო რეზერვების შენახვა და მართვა. ცენტრალური ბანკი არის მთავრობის აგენტი სახელმწიფოს ბიუჯეტის მომსახურების დროს. საკუთრების პოზიციიდან ცენტრალური ბანკი შეიძლება დაიყოს სახელმწიფო ბანკად (მაგალითად, გერმანიის ფედერალური ბანკი — დოიჩე ბანკი, ბუნდეს ბანკი), რომლის კაპიტალი ეკუთვნის სახელმწიფოს, აქციონერულ ბანკად (მაგალითად, აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემა) და შერეულ ბანკად (მაგალითად, იაპონიის ბანკი, რომლის კაპიტალის მხოლოდ 55% ეკუთვნის სახელმწიფოს).

ცენტრალური ბანკის მთავარ ამოცანას შეადგენს ეროვნული ფულადი ერთეულის მსყიდველუნარიანობის სტაბილურობის შენარჩუნება და ქვეყანაში შეუფერხებელი ფულადი გადასახადებისა და ანგარიშსწორების უზრუნველყოფა. პრაქტიკულად ყველა ქვეყანაში არის საკანონმდებლო აქტები, რომლებიც განსაზღვრავენ ცენტრალური ბანკის უფლებამოსილებებს და არეგლამენტებენ მათ საქმიანობას. ცენტრალური ბანკი, როგორც წესი, ექვემდებარება ქვეყნის პარლამენტს.

ცენტრალური ბანკის ფუნქციების მოდიფიცირება ხდება დროთა ვითარებაში, მაგრამ თითქმის უცვლელია ისეთი ფუნქციები, როგორიცაა:

- ❖ მონოპოლია ნაღდი ფულის ემისიაზე და მისი მიმოქცევის ორგანიზაციაზე;
- ❖ არის მთავრობის ბანკირი;
- ❖ ასრულებს ბანკის როლს სხვა ბანკებისათვის (ბანკების ბანკი);
- ❖ ახორციელებს ფულად-საკრედიტო რეგულირებას და საბანკო-ზედამხედველობას.

**საერთაშორისო ორგანიზაციები** არის საერთაშორისო ხელშეკრულებებისა და შეთანხმებების შესაბამისად შექმნილი სტრუქტურები. მათ გააჩნიათ მუდმივად მოქმედი ორგანოების სისტემა, რომლებიც საქმიანობას წარმართავენ საერთაშორისო გადწყვეტილებების შესაბამისად.

საერთაშორისო სავალუტო-საკრედიტო და საფინანსო ორგანიზაციები არის ეკონომიკური ორგანიზაციები შექმნილი სახელმწიფოთაშორისი შეთანხმებების საფუძველზე, რომელთა მიზანია საერთაშორისო სავალუტო და საფინანსო-საკრედიტო ურთიერთობათა რეგულირება და მსოფლიო ეკონომიკის სტაბილიზაციის მიმართულებით წინადადებების და რეკომენდაციების შემუშავება.

## **XIII.2. საერთაშორისო კრედიტის ბაზარი**

**საერთაშორისო კრედიტი** — არის საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების სფეროში სასესხო კაპიტალის მოძრაობა, ფულადი რესურსების გადაცემა ერთი ქვეყნის ან სამეურნეო სუბიექტის მიერ სხვა ქვეყნებისა და სამეურნეო სუბიექტებისათვის დროებითი გამოყენებისათვის პროცენტის გადახდის, ვადიანობის და დაბრუნებადობის პირობებით.

### **საერთაშორისო კრედიტის წყაროებია:**

- ❖ საწარმოო წრებრუნვის პროცესში დროებით გამოთავისუფლებული კაპიტალის ნაწილი ფულად ფორმაში;
- ❖ სახელმწიფოს მიერ დაგროვილი ფულადი სახსრები, მობილიზებული ბანკების მიერ;
- ❖ ბანკების მიერ მობილიზებული ინდივიდუალური სექტორის ფულადი დანაზოგები.

საერთაშორისო საკრედიტო ურთიერთობები ეფუძნება გარკვეულ მეთოდოლოგიურ მიდგომებს, რომლებიც უნდა იქნას დაცული საერთაშორისო ბაზარზე ნებისმიერი პრაქტიკული ოპერაციის შესრულებისას. აღნიშნული პრინციპები ასახულია საერთაშორისო საკრედიტო კანონმდებლობაში.

საერთაშორისო კრედიტის **ძირითადი პრინციპები** მდგომარეობს შემდეგში:

- ❖ **დაბრუნებადობა** — ნიშნავს კრედიტუნარიანობისაგან მიღებული ფინანსური რესურსების თავისდროული დაბრუნების აუცილებლობას მსესხებლის მიერ მისი გამოყენების შემდეგ, თუ მიღებული სახსრები არ დაბრუნდება, მაშინ, ადგილი აქვს ფულადი კაპიტალის დაბრუნების გარეშე გადაცემას, ე. ი. დაფინანსებას. როგორც წესი, სესხის დაუბრუნებლობა ხდება საერთაშორისო დავის და განხილვის საგანი და იგი რეგულირდება საერთაშორისო სიმართლით;

- ❖ **ვალიანობა** — გულისხმობს კრედიტის დაბრუნებას მსესხებლის მიერ არა ნებისმიერ მისთვის მისაღებ დროს, არამედ, იმ მკაფიოდ განსაზღვრულ ვადაში, რომელიც დაფიქსირებულია კრედიტის მიმწოდებელსა და მიმღებს შორის დადებულ საკრედიტო ხელშეკრულებაში;
- ❖ **უზრუნველყოფა** — ნიშნავს კრედიტორის ქონებრივი ინტერესების დაცვას იმ შემთხვევაში თუ მსესხებელმა დაარღვია მის მიერ აღებული ვალდებულებები და გამოიხატება ისეთი ფორმებით, როგორცაა სესხის გაცემა გირაოთი ანდა ფინანსური გარანტიებით;
- ❖ **მიზნობრივი სასიათი** — დამახასიათებელია კრედიტორების დიდი ნაწილისათვის და ნიშნავს კრედიტორებისაგან მიღებული სახსრების მიზნობრივ გამოყენებას;
- ❖ **დიფერენცირებული სასიათი** — ნიშნავს დიფერენცირებულ მიდგომას საკრედიტო ორგანიზაციის მხრიდან სხვადასხვა კატეგორიის პოტენციური მსესხებლების მიმართ, როგორც ბანკის, ასევე, იმ ქვეყნის ინტერესებიდან გამომდინარე, რომელშიც მდებარეობს ბანკი-კრედიტორი. აღნიშნული პრინციპი ყოველთვის არ გამოიყენება.

საერთაშორისო კრედიტის პრინციპები გამოხატავენ მის კავშირს ბაზრის ეკონომიკურ კანონებთან და გამოიყენება სახელმწიფოსა და ბაზრის სუბიექტების მიმდინარე და სტრატეგიული ამოცანების მიღწევისათვის.

მსოფლიო ეკონომიკურ სისტემაში საერთაშორისო კრედიტის ადგილი და როლი განისაზღვრება უპირველეს ყოვლისა მისი ფუნქციებით, რომლებიც გამოხატავენ საერთაშორისო სასესხო კაპიტალის მოძრაობის თავისებურებებს საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების სფეროში.

**საერთაშორისო კრედიტის საბაზრო ფუნქციებს შეიძლება განეკუთვნოს:**

- ❖ ქვეყნებს შორის სასესხო კაპიტალის გადანაწილება გაფართოებული წარმოების უზრუნველსაყოფად;
- ❖ საერთაშორისო ანგარიშსწორების სფეროში მიმოქცევის ხარჯების ეკონომიურობა;
- ❖ კაპიტალის ცენტრალიზაციის და კონცენტრაციის დაჩქარება;
- ❖ საერთაშორისო საქონელბრუნვის მომსახურება;
- ❖ მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის დაჩქარება.

ურთიერთდაკავშირებული ფუნქციების შესრულების მეშვეობით საერთაშორისო კრედიტი გარკვეულ როლს თამაშობს მსოფლიო წარმოების განვითარებაში, რომელიც შეიძლება იყოს როგორც დადებითი, ასევე უარყოფითი.

**საერთაშორისო კრედიტის დადებითი როლი კლავნარმოების პროცესში  
გამოიხატება იმაში, რომ, იგი:**

- ❖ ასტიმულირებს ქვეყნის საგარეო ეკონომიკურ საქმიანობას;
- ❖ ქმნის ხელსაყრელ პირობებს უცხოური კერძო ინვესტიციებისათვის;
- ❖ უზრუნველყოფს საერთაშორისო საანაგრიშნორებო და სავალუტო ოპერაციების უწყვეტობას;
- ❖ ზრდის საგარეო ვაჭრობას და სხვა სახის საგარეო ეკონომიკური ურთიერთობების ეფექტიანობას.

**საერთაშორისო კრედიტის უარყოფითი როლი კლავნარმოების პროცესში  
გამოიხატება იმაში, რომ, იგი:**

- ❖ ამწვავებს საბაზრო ეკონომიკის უთანხმოებას;
- ❖ ხელს უწყობს მსესხებელი ქვეყნებიდან მოგების გადაქაჩვას და აძლიერებს კრედიტორი ქვეყნების პოზიციებს;
- ❖ ქმნის პირობებს მსესხებელ ქვეყნებში კრედიტორი ქვეყნებისათვის ხელსაყრელი ეკონომიკური და პოლიტიკური რეჟიმის შესანარჩუნებლად;
- ❖ ზოგჯერ ხდება ომების დაფინანსების წყარო;
- ❖ გამოიყენება საკრედიტო დისკრიმინაციის და საკრედიტო ბლოკადის განსახორციელებლად.

საერთაშორისო კრედიტს გააჩნია სხვადასხვა ფორმა, რომელიც შეიძლება კლასიფიცირებულ იქნას, რამდენიმე ძირითადი ნიშნით, რომლებიც ახასიათებენ საკრედიტო ურთიერთობების ცალკეული მხარეებს, კერძოდ:

**დაკრედიტების ფორმის მიხედვით:**

- ❖ **სასაქონლო კრედიტი** — საერთაშორისო კრედიტი, რომელიც გაიცემა ექსპორტიორების მიერ მყიდველებზე სასაქონლო ფორმით იმ პირობით, რომ იგი მომავალში დაიფარება ფულადი ან სხვა სასაქონლო ფორმით;
- ❖ **სავალუტო (ფულადი) კრედიტი** — კრედიტი, რომელიც გაიცემა ფულადი ფორმით ნაციონალურ ან უცხოურ ვალუტაში.

**მიზნობრივი დანიშნულების მიხედვით:**

- ❖ **დაკავშირებული კრედიტი** — გაიცემა კონკრეტულ მიზნებზე, რომელიც გაიწერება საკრედიტო ხელშეკრულებაში;
- ❖ **კომარცხილი კრედიტი** — გაიცემა გარკვეული სახის საქონლისა და მომსახურების შესაძენად;
- ❖ **ინვესტიციური კრედიტი** — გაიცემა კონკრეტული ობიექტის მშენებლობისათვის;

- ❖ **შუალედური კრედიტი** — გაიცემა საქონლის, მომსახურებისა და კაპიტალის შერეული ფორმით გატანისათვის, მაგალითად, სანარდო სამუშაოთა შესრულებისათვის;
- ❖ **დაუკავშირებაელი, ანუ ფინანსური კრედიტი** — კრედიტი, რომელსაც არა აქვს მიზნობრივი დანიშნულება და მსესხებლების მიერ შეიძლება გამოყენებულ იქნას ნებისმიერი მიზნისათვის.

**წყაროების მიხედვით:**

- ❖ **საშინაო კრედიტი** — ეს არის კრედიტი, რომელიც გაიცემა ნაციონალურ სამეურნეო სუბიექტებზე საგარეო ეკონომიკურ ურთიერთობათა განსახორციელებლად;
- ❖ **უცხოური (საგარეო) კრედიტი** — კრედიტი, რომელიც გაიცემა უცხოური კრედიტორების მიერ ნაციონალური მსესხებლებზე საგარეო ეკონომიკური ოპერაციების განხორციელებისათვის;
- ❖ **შერეული კრედიტი** — როგორც საშინაო, ასევე, საგარეო წარმოშობის კრედიტი.

**კრედიტორების მიხედვით:**

- ❖ **კერძო კრედიტი** — კრედიტი გაცემული კერძო პირების მიერ;
- ❖ **სახელმწიფო (სამთავრობო) კრედიტი** — კრედიტი, გაცემული სახელმწიფო სტრუქტურების მიერ ან სახელმწიფო თავდებით;
- ❖ **საერთაშორისო საფინანსო-საკრედიტო ორგანიზაციების კრედიტი;**
- ❖ **სერეული კრედიტი.**

**უზრუნველყოფის ფორმის მიხედვით:**

- ❖ **უზრუნველყოფილი კრედიტი** — კრედიტი, რომელიც უზრუნველყოფილია გირაოთი უძრავი ქონების, საქონლის, ფასიანი ქაღალდების, ოქროს ან სხვა ფასეულობების სახით;
- ❖ **ბლანკური კრედიტი** — კრედიტი, რომელიც გაიცემა მსესხებლის ვალდებულებით მის დროულ დაფარვაზე ხელმოწერილი თამასუქის გაცემით.

**სასესო ვალუტის მიხედვით:**

- ❖ **კრედიტი მსესხებელი ქვეყნის ვალუტაში;**
- ❖ **კრედიტი კრედიტორი ქვეყნის ვალუტაში;**
- ❖ **კრედიტი მესამე ქვეყნის ვალუტაში;**
- ❖ **კრედიტი საერთაშორისო ფულის ერთეულში.**

**მინოლუხის ტექნიკის მიხედვით:**

- ❖ **ნაღდი კრედიტი**, როდესაც სახსრები ჩაირიცხება მსესხებლის ანგარიშზე მის განსაკარგავად;
- ❖ **აქცეპტური კრედიტი** — გაიცემა ტრატის აქცეპტის ფორმით (გადაყვანითი თამასუქი) იმპორტიორზე, უპირატესად ბანკის მიერ. აქცეპტი არის თანხმობა გადახდაზე ფულადი და სასაქონლო დოკუმენტების შიდა და საერთაშორისო ბრუნვაში. გადაყვანითი თამასუქის აქცეპტი — ტრატა ნიშნავს გადამხდელის თანხმობას თამასუქის განაღდებაზე;
- ❖ **ოპლიგაციური სესხი** — ფართოდ გამოიყენება გრძელვადიანი პერიოდისათვის სახსრების მისაზიდად;
- ❖ **სინდიცირებული და კონსორციალური კრედიტი** — საშუალებას აძლევს მსესხებელს მოიზიდოს დიდძალი თანხა გრძელვადიანი პერიოდისათვის, რადგან კრედიტორებად გამოდის არა ერთი ბანკი, არამედ, რამდენიმე „სინდიკატი“ ანდა რამდენიმე ათეული ბანკი — „კონსორციუმის“ ფორმით.

ბოლო წლებში საერთაშორისო ბაზარზე ფინანსური რესურსების მოზიდვის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ხერხი გახდა სინდიცირებული დაკრედიტება. მისი წილი მთლიანი საერთაშორისო კრედიტების სტრუქტურაში თითქმის 1/3-ს შეადგენს. ასეთი დაკრედიტების წინაპირობებია:

- ❖ ინვესტიციური აქტივობის ზრდა ეროვნულ ეკონომიკაში;
- ❖ მსხვილმასშტაბიან პროექტებზე დაფინანსების მოთხოვნილება;
- ❖ საკრედიტო ბაზრის დივერსიფიკაცია.

**სინდიცირებულს წარმოადგენს კრედიტი**, რომელიც მიენოდება ერთ მსესხებელს ერთიანი პირობებით რამდენიმე კრედიტორისაგან (სინდიკატი ბანკისაგან) ბანკის მეშვეობით, რომელიც აკუმულაციას ახდენს ამ საკრედიტო რესურსების. ბანკების სინდიკატი აერთიანებს თავიანთ დროებით თავისუფალ ფულად რესურსებს მსხვილი ობიექტების დაკრედიტებისათვის (როგორც წესი, გრძელვადიანი), რასაც განაპირობებს რისკების დივერსიფიკაციის აუცილებლობა, თავისუფალი რესურსების უკმარისობა, ანდა შეუძლებლობა მთლიანად მიაწოდოს კრედიტი ერთმა ბანკმა. ეს უკანასკნელი ოფიციალური ნორმატივებით შეიძლება იყოს შეზღუდული ერთ მსესხებელზე საკრედიტო რისკის ნაწილში.

სინდიცირებული დაკრედიტებისას იხსნება წინააღმდეგობა ბანკის შეზღუდულ შესაძლებლობასა და მსხვილი საწარმოების საკრედიტო მოთხოვნებს შორის. გარდა ამისა, მსესხებლის საქმიანობა უფრო ღია და გამჭვირვალეა, ვიდრე საბანკო კრედიტის სხვა ფორმის დროს, რადგან სინდიკატის მონაწილეობა შეუძლიათ მიიღონ უფრო მეტი ინფორმაცია მსესხებლის საქმიანობაზე და გაუცვალონ იგი ერთმანეთს. სინდიცი-

რებული და კრედიტების პოლიტიკა იძლევა საშუალებას მოზიდულ იქნას მსხვილი საკრედიტო რესურსები საბაზრო პირობებით, ამასთან მსესხებელს მხოლოდ ერთ ბანკთან უხდება ურთიერთობა.

### **სინდიცირებული კრედიტის ძირითადი ნიშნავია:<sup>1</sup>**

- ❖ **დამკრედიტებელს ერთდროულად წარმოადგენს რამდენიმე ბანკი;**
- ❖ **დოკუმენტაციის ერთიანობა** — კრედიტის ფარგლებში დადებული ხელშეკრულებები მრავალმხრივია. მას ხელი მოეწერება ყველა კრედიტორისა და მსესხებლის მიერ იმ პირობით, რომ გამოირიცხება ორმხრივი შეთანხმებების შესაძლებლობა;
- ❖ **კრედიტორების თანაბარუფლებიანობა** — არც ერთ ბანკს არ გააჩნია უპირატესობა. დავალიანების გასწორებისას. ყველა სახსრები მიმართული კრედიტის დასაფარავად პროპორციულად ნაწილდება თითოეულ მონაწილე ბანკზე;
- ❖ **ინფორმაციის ერთიანობის პრინციპი** — სინდიცირებულ კრედიტთან დაკავშირებული მთელი ინფორმაცია უნდა იყოს ცნობილი ყველა კრედიტორზე და მსესხებელზე. ინფორმაციის გაცვლას უზრუნველყოფს ბანკი-აგენტი.

თეორიულად მსესხებელი შეიძლება იყოს ნებისმიერი იურიდიული პირი, სახელმწიფო ხელისუფლების ორგანოები ან ადგილობრივი თვითმმართველობები, ფინანსური ინსტიტუტები, თვით საკრედიტო ორგანიზაციები. მაგრამ პრაქტიკაში სინდიცირებული დაკრედიტების მსოფლიო ბაზარზე 75% მოდის კომერციულ ორგანიზაციებზე. ასეთი კრედიტის მსესხებლად გამოდიან, როგორც წესი, მსხვილი სამრეწველო კომპანიები, რომლებსაც აქვთ სტანილური ბიზნესი, სტაბილური ფინანსური მდგომარეობა, დადებითი საკრედიტო რეპუტაცია.

პრაქტიკაში გვხვდება აგრეთვე შემთხვევები, როდესაც სინდიცირებული კრედიტი გაიცემა ინვესტიციურ პროექტებზე, სადაც, მსესხებელს წარმოადგენს ამ პროექტის მიზნებისათვის შექმნილი კომპანია. ასეთ დროს, კრედიტორები ყურადღებას აქცევენ მის დამფუძნებელთა რეპუტაციას, გარანტორების მაჩვენებლებს და თვით პროექტის როლსა და მნიშვნელობას.

სინდიკაციის პროცესში თითოეული მონაწილე ბანკზე ხდება გარკვეული საკრედიტო თანხის მიმაგრება. როგორც კი კრედიტის მთელი თანხა გაიწერება, იწყება შეთანხმებები და დოკუმენტებზე ხელმოწერა. დოკუმენტების ხელმოწერამდე მონაწილე ბანკებს ეძლევათ რეკომენდაცია არ გადასცენ თავიანთი წილი სხვას, რაც წინასწარ აისახება ინფორმაციულ მემორანდუმში.

<sup>1</sup> *მესხია ი. საერთაშორისო ფინანსები. თბ., 2012. გვ. 50.*

### XIII.3. ფასიანი ქაღალდების (აქციების და ობლიგაციების)

#### საერთაშორისო ბაზრები

ტრანსნაციონალური კომპანიების როლის გაძლიერებამ და ტელესაკომუნიკაციო ტექნოლოგიების სრულყოფამ გამოიწვია კორპორაციული აქციების ბაზრების გლობალიზაცია. დამწყები კომპანიების შესაძლებლობანი კაპიტალის მოზიდვაში დღეისათვის მხოლოდ საკუთარი წყაროებით არ შემოსაზღვრება. დარეგისტრირებულ კომპანიებსაც შეუძლიათ მოახდინონ ფულადი სახსრების მობილიზაცია აქციების დამატებითი ემისიის მეშვეობით. კომპანიები შეაღწევენ რა საერთაშორისო ბაზარში, თავიანთი შვილობილი საწარმოებისათვის კაპიტალის მოზიდვაში უპირატესობას ანიჭებენ ამ ბაზარს. უკანასკნელ პერიოდში კაპიტალის მოზიდვის ახალი ფორმა იწერება ე. წ. **საქვეყნო ფონდის (Country Fund)** სახით, რომელიც არის ურთიერთმხარდაჭერის ფონდი, დასპეციალებული ინვესტიციებზე მოცემული ქვეყნის კომპანიებში.

აქციების ბაზრის გლობალიზაცია ხელს უწყობს ფინანსური მომსახურების ინდუსტრიის გლობალიზაციას. მთელი რიგი კომპანიები სპეციალდებიან ფინანსური მომსახურების მინოდებაზე, აფართოებენ თავიანთ საქმიანობას შიდა ბაზრიდან ძირითად საერთაშორისო ფინანსური ცენტრებისაკენ. ამგვარი კომპანიები აქტიურად ცდილობენ თავიანთი კლიენტები, განთავსებული დედამიწის სხვადასხვა წერტილებში, უზრუნველყონ სათანადო კაპიტალით, რეკომენდაციებით, ფინანსური ბაზრების ანალიზის შედეგებით, საჭირო ფინანსური ოპერაციებით და ა. შ.

აქციების ბაზრების გლობალიზაციაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ ოფშორული ფინანსური ცენტრები. ასეთი ცენტრები სპეციალდებიან კლიენტებისათვის, რომლებიც არ არიან ქვეყნის რეზიდენტები საბანკო და სხვა ფინანსურ მომსახურებაზე. ბევრი ასეთი ცენტრი განლაგებულია კუნძულ-სახელმწიფოთა ტერიტორიაზე: ბაჰამის კუნძულები, ბაგრეინი, კაიმანოვის კუნძულები, ბერმუნდის კუნძულები, ანტილიის კუნძულები, სინგაპური. ლუქსემბურგი და შვეიცარია მართალია არ განეკუთვნებიან კუნძულოვან სახელმწიფოებს, მაგრამ მნიშვნელოვან ოფშორულ ფინანსურ ცენტრებს წარმოადგენენ.

ტრანსნაციონალური კორპორაციები ხშირად სარგებლობენ ოფშორული ცენტრების მომსახურებით, რათა მიიღონ კრედიტები ევროვალუტაში ხელსაყრელი პირობებით. მრავალი ტრანსნაციონალური კომპანიები ამ ცენტრებში განთავსებენ თავიანთ შვილობილ კომპანიებს, რომლებიც დასაქმებული არიან ფინანსური ოპერაციებით და აქვთ შესაძლებლობა გამოიყენონ ამ ზონების უპირატესობები.

ოფშორული ზონების ძირითადი უპირატესობები მდგომარეობს შემდეგში: პოლიტიკური სტაბილურობა; ლიბერალური ნორმატიულ-სამართლებრივი კლიმატი; ექსპერ-

ტული შეფასების მიღების შესაძლებლობა სამართლებრივ, ბუღალტრულ, ფინანსურ და სხვა საკითხებზე; დაბალი ან ნულოვანი საგადასახადო განაკვეთები და ა. შ. ოფშორული ფინანსური ცენტრები თანამედროვე ეტაპზე გამოდიან კაპიტალის ბაზრის გლობალიზაციის მნიშვნელოვან ფაქტორად.

**აქციების საერთაშორისო ბაზარი** წარმოადგენს ისეთ ბაზარს, სადაც ხორციელდება გარიგებები ნილობრივი ვალდებულებების ყიდვა-გაყიდვაზე, როგორც რეზიდენტებს, ასევე, რეზიდენტებსა და არარეზიდენტებს შორის. ამ ბაზარზე ხდება ინვესტიციური რესურსების გადადინება ერთიდან მეორე ქვეყანაში. აქციებით ვაჭრობა ხორციელდება **საბირჟო** და **არასაბირჟო ბაზარზე**.

საბირჟო ბაზარი მოიცავს ტრადიციულ საფონდო ბირჟებს (ნიუ-იორკი, ლონდონი, ლუქსემბურგი, ტოკიო) და ავტომატიზებულ სავაჭრო სისტემებს, რომელიც განიხილება როგორც ბირჟა. ასეთებია: ამერიკული არასაბირჟო ბაზარი, რომელიც დასპეციალიზებულია მაღალტექნოლოგიური კომპანიების (ელექტრონიკის წარმოების, პროგრამული უზრუნველყოფის და ა. შ.) აქციებზე. ფასიან ქაღალდებზე დილერების ნაციონალური ასოციაციის ავტომატიზებულ კოტირებას ემსახურება: **NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotation, სანფორმაციო საბირჟო კოტირების შესახებ** — **SEAQ – The Stock Exchange Automated Quotation System**. კომპიუტერული სისტემების გამოყენება იძლევა საშუალებას შეიქმნას ფასიანი ქაღალდების მსოფლიო ვაჭრობის ერთიანი სისტემა.

**არასაბირჟო ბაზარი** გულისხმობს გარიგებებს აქციების ყიდვა-გაყიდვებზე ინტერნეტის საშუალებით.

აქციების საერთაშორისო ბაზრისათვის დამახასიათებელია მთელი რიგი თავისებურებები, რომელთა შორის შეიძლება დასახელდეს შემდეგი:

- ❖ ვაჭრობის ავტომატიზებული სისტემის ფართოდ გამოყენება, რაც ამარტივებს და აჩქარებს ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციების ჩატარებას;
- ❖ აქციების კოტირების მრავალრიცხოვნობა, რაც ზრდის არჩევანის ვარიანტულობას;
- ❖ სახსრების განთავსების (დაბანდების) ადგილის შერჩევის შესაძლებლობების სიმრავლე;
- ❖ სარბიტრაჟო გარიგებათა სპექტრის გაფართოება.

მსოფლიო არენაზე აქციების ძირითადი საერთაშორისო ბაზრები შემდეგია:

**აქციების ამერიკული ბაზარი.** აშშ-ს გააჩნია მსოფლიოში აქციების ყველაზე დიდი ბაზარი. მართალია, 80-90-იან წლებში აშშ-ს ბაზარი ჩამორჩებოდა იაპონიის ბაზარს, მაგრამ მოგვიანებით, მან აღიდგინა თავისი წამყვანი პოზიციები. ამაში მას ხელი შეუწყო

იაპონიაში 1995 წელს (ოსაკა) მომხდარმა ძლიერმა მიწისძვრამ, რის შედეგადაც იაპონურმა ბაზარმა კრაზი განიცადა.

აშშ აქციების ბაზარი ითვლება ყველაზე რეგულირებულ ბაზრად, რომელიც იცავს ჯერ კიდევ 1930-იან წლებში შემოღებული კანონმდებლობის მოთხოვნებს. ამ ბაზარზე ყველა მისი მონაწილის მიმართ გამოიყენება კონტროლის საგანგებო მკაცრი ზომები მათი ბაზარზე დაშვებისა და ოპერაციის ჩატარების დროს. კომერციული ბანკების დაშვება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ჯერ კიდევ შეზღუდულია **გლასა-სტიგალის** აქტით, რომელიც ბანკებს არ აძლევს უფლებას დადონ გარიგება ერთი და იგივე კომპანიის საქონელზე და ფასიან ქაღალდებზე (აშშ-ში დიდი დეპრესიის დროს გლასამ და სტიგილმა შეიმუშავეს კანონპროექტი ბანკებზე, რომლის თანახმად განხორციელდა ინვესტიციური და კომერციული ბანკების განცალკევება და ფედერალური სადაზღვევო კომპანიის შექმნა. 1933 წელს, გლასა-სტიგალის კანონი ძალაში შევიდა, ხოლო 1998 წელს, ამ კანონის დებულება კომერციული და ინვესტიციური ბანკების განცალკევების შესახებ გაუქმებულ იქნა).

**აქციების იაპონური ბაზარი.** იაპონიის აქციების ბაზარი თავისი სიდიდით მეორეა მსოფლიოში. აზიის ამ ნაწილში ადგილობრივმა მოსახლეობამ გამოავლინა აქციებში სახსრების დაბანდებისადმი მიდრეკილება. ამას ხელი შეუწყო იაპონიის წარმატებებმა მრეწველობის განვითარებაში და ბიზნესის იაპონური ფილოსოფიის განსაკუთრებულობამ, რომელიც შიდა და საგარეო ბაზრებზე წარმატების მნიშვნელოვანი ფაქტორი გახდა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განხორციელებულ ყველა ოპერაციაზე პასუხისმგებელია იაპონიის ფინანსთა სამინისტრო რომელიც მოითხოვს ბუღალტრული აღრიცხვისა და აუდიტის საერთაშორისო სტანდარტების გამოყენებას. მთავარი ბირჟები იყენებენ ვაჭრობის დარბაზულ სისტემას, სადაც თრეიდერებს (ბირჟის მოვაჭრე) შეუძლიათ აგრეთვე გამოიყენონ ელექტრონული ტერმინალები. სავაჭრო დარბაზში ინვესტორის სახელით მოქმედი ბროკერები დებენ გარიგებებს „საიტორად“ ნოდებულ სხვა კატეგორიის ნევრებთან (საიტორი — მაკლერული ფირმები, ფასიანი ქაღალდების მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის შუამავლები).

ყველაზე მსხვილი ბირჟებია ტოკიოსა და ოსაკაში და მათ შორის მწვავე კონკურენტული შეჯიბრებაა. ბროკერული და ინვესტიციური ბანკები უზრუნველყოფენ მომსახურების სრულ პაკეტს. იაპონია ამყოფს მსოფლიოში ყველაზე მსხვილი ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო ფირმით — სახელწოდებით „**ნომურა**“ (საინვესტიციო ბანკი). ფასიანი ქაღალდების ფირმები ითავსებენ ბროკერების და პრინციპიალების (პირი, რომლის ბრძანებას ასრულებს ბროკერი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისას) როლს, თუმცა, ვაჭრობა პრინციპიალის როლში უფრო მნიშვნელოვანია ამ ფირმებისთვის.

ფინანსური დავების სიხშირე, რომელსაც ადგილი აქვს იაპონიაში უკანასკნელ წლებში მონაშობს, რომ მიუხედავად, ბაზრის რეგულირებისა და სრულყოფილებისა, ჯერ კიდევ არსებობს პრობლემები მათი პრაქტიკაში გატარების დროს.

**აქციების ბრიტანული ბაზარი.** ბრიტანეთის აქციების ბაზარი თავისი სიდიდით მესამეა აშშ-ს და იაპონიის ბაზრების შემდეგ. ევროპაში XIX საუკუნის დასაწყისიდან სამრეწველო რევოლუციის შემდგომ დიდ ბრიტანეთში დაიწყო აქციონერული კომპანიების განვითარება. მიუხედავად ამისა, მოზრდილი მოსახლეობის მხოლოდ 5% არის ფასიანი ქაღალდების მფლობელი და მისი რიცხვი არ გაზრდილა 1980-1990 წლებში ჩატარებული სახელმწიფო პროგრამების რეალიზაციის შემდეგაც.

სადაზღვევო კომპანიების, კერძო საპენსიო ფონდების და ფონდების მმართველების ჯგუფების ხელთ არსებული დანაზოგების მოცულობა ინგლისში მნიშვნელოვნად გაიზარდა მას შემდეგ, რაც ქვეყნის კონსერვატიულმა მოსახლეობამ დაიწყო პირადი შემოსავლების ნაწილის გამოყენება თავისი მომავლის უზრუნველსაყოფად.

კომპანიები, რომლებსაც სურთ აქციების გამოშვება ბაზარზე ვალდებული არიან დაიცვან კანონი კომპანიების შესახებ და მისი მოთხოვნა ფინანსურ ანგარიშგებაზე. ეს უკანასკნელი ვაჭრობისა და მრეწველობის დეპარტამენტის (DTI) პასუხისმგებლობის სფეროს შეადგენს.

ბრიტანეთის ბაზარზე არსებობს მხოლოდ ერთი პასუხისმგებელი ორგანო — ლონდონის საფონდო ბირჟა, რომელიც ადგენს მკაცრ ამოსავალ და მუდმივად მოქმედ წესებს კომპანიების ინფორმაციის გახსნილობის შესახებ. ისევე, როგორც აშშ-ში, ბირჟებს არა აქვთ მონოპოლია გარიგებათა დადებაზე, მაგრამ არასაბირჟო ბაზარზე ვაჭრობის მოცულობა არც ისე დიდია. მსგავსად სხვა ქვეყნებისა, დიდ ბრიტანეთშიც არსებობს აქციებისთვის მეორე დონის ბაზარი, რომელიც საფონო ბირჟაზე არ პასუხობს ლისტინგზე მკაცრ მოთხოვნებს. ასეთი ბაზარი ატარებს „ალტერნატიული ინვესტიციური ბაზრის“ (AIM) სახელწოდებას. AIM — არის ლონდონის საერთაშორისო საფონდო ბირჟა განვითარებადი კომპანიებისათვის, რომელშიც მონაწილეობენ სხვადასხვა ქვეყნების ასეულობით საწარმოები.

გარიგებათა დიდი ნაწილი ბრიტანეთში ტელეფონებით ბირჟის წევრებს შორის, თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ ბრიტანული სისტემა მნიშვნელოვნად ეფუძნება მარკეტ-მეიკერების მონაწილეობას (მარკეტ-მეიკერი — ფირმა, რომელიც თავის თავზე იღებს ფასიანი ქაღალდების შეძენისა და შენახვის რისკს იმ მიზნით, რომ შემდგომში გაყიდოს იგი) და, შესაბამისად, წარმოადგენს კოტირებაზე დაფუძნებულ სისტემას. ახალი ბირჟა **ტრაილ-პოინტი** ვაჭრობის ელექტრონული სისტემით შეიქმნა 1990-იანი წლების დასაწყისში, მაგრამ მის წილად მოდის ვაჭრობის მხოლოდ 1-2%. განსხვავებით ამერიკული ბაზრისაგან ბროკერისგან არ მოითხოვება გარიგების დადება ბირჟებს შორის „საუკეთესო“

ნიშნით, არამედ, მხოლოდ იმ ბირჟებისგან, რომლის წევრიც არის ბროკერი. ბაზრების რეგულირება ეფუძნება ე. წ. თვითრეგულირებას. ახალი წესების შემოღებას წინ უსწრებს კონსულტაციები, მაგრამ პირობები ისეთივე მკაცრია, როგორც აშშ-ს ბაზრებზე.

**აქციების გერმანული ბაზარი.** გერმანიაში აქციების ბაზარი, მიუხედავად უკანასკნელ წლებში მისი განვითარებისა, მაინც არაა იმ სამრეწველო და კომერციული ბრუნვის შესადარისი, რომელიც ამ ეკონომიკურად განვითარებულ მსხვილ ქვეყანას გააჩნია. ამის მიზეზი მდგომარეობს იმაში, რომ თავისი კულტურული ტრადიციებით გერმანული ინვესტორები უფრო მეტ უპირატესობას ანიჭებენ შედარებით საიმედო და ნაკლებრისკიან ობლიგაციებს, ვიდრე მაღალრისკიან აქციებს.

აქციით ვაჭრობის სტილი გერმანიაში საშუალოევროპული ხასიათისაა, იმ გაგებით, რომ ბანკები უზრუნველყოფენ ფინანსური მომსახურების ფართო წრეს. თუმცა, გერმანიაში არსებობს არა მრავალრიცხოვანი რეგიონული ბირჟები, რომლებიც უმეტეს ოპერაციებს ასრულებენ ფრანკფურტის ბირჟის მეშვეობით ვაჭრობის ელექტრონული სისტემის გამოყენებით, თუმცა, ნებადართულია გარიგებების დადება საბირჟო ბაზრებზეც.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მუშაობა რეგულირდება კანონით ბირჟების შესახებ, რომელზედაც პასუხისმგებელია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ზედამხედველობის ფედერალური სამსახური, ეს ორგანიზაცია პასუხს აგებს გერმანიის ბაზარზე ევროკავშირის დირექტივების გატარებაზე.

აქციის საერთაშორისო ბაზრის მონაწილეებია სახელმწიფოები, ბანკები, ემიტენტები, მარეგულირებელი ორგანოები, აქციის შემძენი ინვესტორები, კერძო პირები, სადაზღვეო კომპანიები, საპაიო ფონდები, საპენსიო ფონდები, ფასიანი ქაღალდებით მოვაჭრე ფირმები, სხვადასხვა კონსულტანტები და ა. შ.

**სახელმწიფო.** აქციების შიდა და საერთაშორისო ბაზარზე სახელმწიფო ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მოთამაშეა. იგი დამოუკიდებლად ან სხვა სახელმწიფოებთან ერთობლივად ადგენს ბაზრის ქცევის წესებს. იგი არ გამოდის აქციების გამყიდველის და მყიდველის ან ემიტენტის როლში. ამავე დროს, სახელმწიფო პასუხისმგებელია აქციის ბაზრის ეფექტიან ფუნქციონირებაზე და კანონიერ რეგულირებაზე. გარდა ამისა, სახელმწიფო თავისი პოლიტიკით ხელს უწყობს დანაზოგების ზრდას საგადასახადო ტვირთის გონიერი განაწილებით (საფინანსო-საბიუჯეტო პოლიტიკა) და სხვა ეკონომიკური ღონისძიებების განხორციელებით (ეკონომიკური პოლიტიკა), აგრეთვე ქმნის შესაბამის პირობებს აქციების ბაზარზე ისეთი პროდუქტების და მომსახურების მიწოდებისათვის, როგორცაა დაზღვევა და საპენსიო პროგრამები, რომლებიც მიმართული არიან მოსახლეობის ცხოვრების დონის ამაღლებისაკენ (სოციალური პოლიტიკა).

**ემიტენტი-კომპანიები.** მათი როლი აქციების ბაზრის ფორმირებასა და ფუნქციონირებაში განმსაზღვრელი ხასიათისაა. ინვესტორთა დაცვის კუთხით განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება მათი უზრუნველყოფას გამჭირვალე ინფორმაციით, ანუ მასალების პუბლიკაციას და მათ ოპერატიულ მიწოდებას ინვესტორებისადმი შესაბამისი გადანყვეტილების მისაღებად. ასევე, მნიშვნელოვანია, რომ კომპანიათა ხელმძღვანელებმა კეთილსინდისიერად შეასრულონ თავიანთი მოვალეობები.

ამგვარი როლისძიებების გატარებისას ემიტენტის მიმართ იზრდება ნდობა, ხოლო კომპანიას შეეძლება თამამად მიმართოს ბაზრისკენ თავისი აქტივები და პროდუქტები, გახდეს ცნობადი კომპანია სხვა ანალოგიურ ორგანიზაციებს შორის. კომპანია-ემიტენტს უნდა შეეძლოს ინვესტორთა აქციებზე მოთხოვნების შესწავლა-ანალიზი, რათა ბაზარზე დროულად გაიტანოს გამეორებით გამოშვებული აქციები.

**აქციის შიშვენი ინვესტორები.** უნდა აღინიშნოს, რომ კომპანიის მსყიდველობით-უნარიანობის დაკარგვის შემთხვევაში ჩვეულებრივი აქციები ბოლო ადგლს იკავებენ ყველა კრედიტორულ ვალდებულებებთან შედარებით და შედეგად ამისა ისინი მაღალი რისკის მატარებლები არიან. მაგრამ რისკი და შემოსავლიანობა თითქმის პრიდაპირ-პროპორციულობაშია ერთმანეთთან. ამიტომაც ინვესტორთა დიდი ნაწილი საკუთარი კაპიტალის გაზრდის მიზნით თავის თავზე იღებს მაღალ რისკს.

შემოსავლები (დივიდენდები) ჩვეულებრივი აქციებიდან შეიძლება არსებითად განსხვავდებოდეს ერთმანეთისგან სხვადასხვა კომპანიების აქციების ჭრილში ან კიდევ წლიდან წლამდე მერყეობდეს შემოსავლების მოცულობა მოცემულ ფინანსურ წელს მიღებული მოგების მოცულობიდან გამომდინარე. აქედან გამომდინარე აქციებს მიიჩნევენ სპეკულაციურ ინვესტიციებად, თუმცა, ცხადია, რომ რაც უფრო მაღალია კომპანიის ფინანსური სტაბილურობა, მით ნაკლებია ინვესტიციების სპეკულაციური ხასიათის ხარისხი.

**ბანკები.** ბანკები, რომლებიც იღებენ დეპოზიტებს (განსხვავებით ინვესტიციური ბანკებისაგან) არ წარმოადგენენ აქციების ბაზრის მსხვილ მომხმარებელს, გარდა ბანკისა, რომელიც გამოდის ემიტენტის როლში. მაგრამ ზოგჯერ ბანკი ღებულობს აქციებს კომპანიის ფინანსური რეკონსტრუქციის შემდგომ (ანუ სასესხო ვალდებულებათა სანაცვლოდ), მაგრამ ამ ინვესტიციას განიხილავს როგორც მოკლევადიანს. გარდა ამისა, ბანკს შეუძლია იქონიოს აქციათა პაკეტი როგორც ინვესტიციები (რამდენადაც მას გააჩნია საქმიანი ვალდებულებები მოცემული კომპანიის წინაშე). მაგრამ მთლიანობაში დეპოზიტების მომზიდავი ბანკი, იშვიათად ღებულობს აქტიურ მონაწილეობას აქციების ვაჭრობაში პრინციპიალის სახით.

**უასიანი ქალაქებით მოვაჭრე ფირმაები.** ამ ფირმებს შეუძლიათ ჩაატარონ აქციებთან დაკავშირებული ოპერაციები საკუთარი ხარჯებით, გამოვიდნენ შუამავ-

ლებად — მარკეტ-მეიკერებად ბაზრის სხვა პროფესიონალური მონაწილეებისათვის და აგრეთვე, აგენტებად პროფესიონალური ინვესტორებისა და კერძო პირებისთვის. კანონმდებლობა მოითხოვს, რომ ასეთმა ფირმებმა თავიანთი ოპერაციები პრინციპიალების მეშვეობით თავიანთი ბროკერული ოპერაციებიდან გამოცალკავებულად ჩაატარონ, თუმცა მათ შეუძლიათ შეიძინონ და იყენონ ფასიანი ქაღალდების მფლობელი. პრაქტიკაში ისინი ცდილობენ გახდნენ აქციის პაკეტის მფლობელი, როდესაც ამ აქციაზე პოზიცია წარმოადგენს არბიტრაჟული ოპერაციის ნაწილს.

ფასიანი ქაღალდებით მოვაჭრე ფირმები და ინვესტიციური ბანკები აქტიურად მუშაობენ აქციის ბაზარზე და ფინანსურ მომსახურებას უწევენ თავიანთ კლიენტ ინვესტორებს, ახორციელებენ დიდი მოცულობის ოპერაციებს კორპორატიული დაფინანსების მიმართულებით. ამ ფირმებს შეუძლიათ მიიღონ დიდი თანხა მათ მიერ განუღებულ იურიდიულ მომსახურებაზე.

**კერძო პირები.** კერძო პირები ყიდულობენ აქციებს, მაგრამ არა ყოველთვის ინვესტორების კუთხით. მართალია ეს სეგმენტი მთლიანობაში არ წარმოადგენს მსხვილი გარიგებების წყაროს, მაგრამ მოსახლეობის რიცხოვნობის სიმრავლის გამო აქციები მათზე რაოდენობრივად უფრო მეტი მოდის, ვიდრე, მთლიანად აღებული ინვესტორთა სხვა ჯგუფებიდან.

კერძო ინვესტორები ხშირად უშუალოდ აქციებს ყიდულობენ ან სხვა ინვესტიციური პროდუქტების დანამატის სახით. ზოგიერთ პიროვნებას იზიდავს საკუთრების გრძნობა, მაშინ როდესაც სხვები ინვესტიციებს მიიჩნევენ როგორც თავიანთი დანაზოგების გაზრდის ხერხს მომავალში მათი გამოყენებისთვის.

იქ, სადაც პროფესიონალი ინვესტორები ინვესტიციების შერჩევას იყენებენ მეცნიერულ მიდგომას, კერძო ინვესტორების ნაწილი ასეთივე წარმატებების მიღწევას ცდილობს უფრო მარტივი, არამეცნიერული ხერხებით. როგორი მეთოდიც არ უნდა იქნას გამოყენებული, საჭიროა აღინიშნოს, რომ კერძო ინვესტორები ნაკლებ ყურადღებას აქცევენ რისკს. როგორც შედეგი, ინვესტიციური ბაზრის ეს სეგმენტი ცდილობს მცირე კომპანიების აქციების შეძენას და არ აქცევს ყურადღებას ბაზრის ლიკვიდურობას.

**სადაზღვევო კომპანიები.** განსხვავებით საპენსიო ფონდებისგან სადაზღვევო კომპანიებს არა აქვთ საგადასახადო შეღავათები. აქედან გამომდინარე, მათ მიერ დაგროვილი შემოსავალი უფრო ფასეულია, ვიდრე აქციებით კაპიტალის ზრდა. მაგრამ მრავალი ქვეყნის საგადასახადო კანონმდებლობით კაპიტალის ზრდაზე გადასახადი ამოიღება მხოლოდ მისი გაყიდვის შემთხვევაში (ანუ მოგების რეალიზაციის დროს). თუმცა, იმ შემთხვევაში, როდესაც შესაძლებელია ზარალის და მოგების ურთიერთჩათვლა, სადაზღვევო კომპანიებმა შეიძლება იფიქრონ უფრო მაღალ შემოსავლიან

აქციებზე, რამდენადაც შემოსავლების ასეთი ნაკადი მათთვის ხელსაყრელია მოკლევადიან და გრძელვადიან პერიოდში.

მრავალი სადაზღვევო კომპანიის თავისებურება მდგომარეობს იმაში, რომ მათ გააჩნიათ კოლექტიური ინვესტირების პროგრამები. ასეთ შემთხვევაში ეს კომპანიები წარმოადგენენ აქციებში მსხვილ ინვესტორებს და შესაბამისად, იმ ფირმების მნიშვნელოვან კლიენტებს, რომლებიც ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობენ.

**საპენსიო ფონდები.** აქციების ბაზართან საპენსიო ფონდის ინტერესს განსაზღვრავს მისი განვითარების ეტაპების ხასიათი. თუ ფონდში პენსიონერთა რიცხვი დიდია და მიმდინარე ეტაპზე საპენსიო თანხის შემომტანთა რიცხვი მცირეა, მაშინ ფონდს მცირე არეალი აქვს მიიღოს მონაწილეობა აქციებით ვაჭრობაში მისი პორტფელის მაღალრისკიანობის გამო.

საპენსიო ფონდებმა გასული საუკუნის 60-იანი წლებიდან მიიღეს რეალური თავისუფლება განახორციელონ აქციებში დაბანდებები კაპიტალის ბაზარზე. ემპირიული გამოკვლევებით დგინდება, რომ საპენსიო ფონდებმა თავიანთ პორტფელებში თანდათანობით გაზარდეს აქციების წილი. ახლად შექმნილი საპენსიო ფონდები თავიანთი პორტფელი 60%-მდე აბანდებენ აქციებში.

**საპაიო ფონდები.** საპაიო ფონდების ინვესტიციური მიზანი უფრო მოკლევადიანია, ვიდრე საპენსიო ფონდების და ტიპიური სადაზღვევო კომპანიების. როცა ეკონომიკა საშუალებას აძლევს მოსახლეობას მიიღოს მაღალი შემოსავალი, ბუნებრივია, ეს საპაიო ფონდებს აძლევს საშუალებას მიმართოს წმინდა ინვესტირებას. მაგრამ, თუ ციკლი იცვლება და ადგილი აქვს ეკონომიკის დაცემას, საპაიო ფონდებს ექმნებათ პრობლემები. ფონდის მმართველებისთვის ეს ნიშნავს, რომ ფონდმა მართალია უნდა შეარჩიოს ის ინვესტიციები, რომლებიც მას მიაჩნია შემოსავლიანად, მაგრამ მან უნდა გაითვალისწინოს, რომ ნაღდი ფული შეიძლება დასჭირდეს პაის გამოსასყიდად. ასეთ ვითარებაში გადაწყვეტილების მიღებისას იგი განსაკუთრებულ ყურადღებას აქცევს შექმნილი აქციების საბაზრო ლიკვიდობას. რამდენადაც საპაიო ფონდები მაღალკონკურენტუნარიანი საწარმოებია, რომელთა საქმიანობა, როგორც წესი, მკაცრად რეგულირდება, მათი რიცხვი სწრაფად მატულობს კაპიტალის ბაზრის გაფართოების პირობებში. შესაბამისად, ასეთი ინვესტიციები აქციების ბაზარზე წარმოქმნიან ძალიან მძლავრ ფინანსურ ჯგუფებს.

ეხლა რაც შეეხება **ოპლიზაციების საერთაშორისო ბაზარს.**

მსხვილი კომპანიების, საერთაშორისო ორგანიზაციებისა და სხვადასხვა ქვეყნების მთავრობებისათვის ობლიგაციების ბაზარი წარმოადგენს სასესხო (სავალს) დაფინანსების ძირითად წყაროს. ტრადიციულად ეს ბაზარი შედგება ორი ტიპის ფასიანი ქაღალდებისაგან ფიქსირებული საპროცენტო შემოსავლებით **უცხოური ოპლიზა-**

**ციხისა და ევროოვლიგაციებისაგან.** ბოლო წლებში დაემატა გლობალური ობლიგაცია.

**უცხოური ოვლიგაციები (Foreign Bonds)** — არის ობლიგაციები, რომლებსაც უშვებს ქვეყნის რეზიდენტი, ხოლო ყიდის ქვეყნის რეზიდენტი ამავე ქვეყნის ვალუტაში. მაგალითად, კომპანია კოკა-კოლას, აშშ-ს რეზიდენტს, შეუძლია გამოუშვას უცხოური ობლიგაცია დემონირებული ფუნტ სტერლინგში და გაყიდოს იგი უპირველესად ინგლისის რეზიდენტებზე.

**ევროოვლიგაციები (Eurobonds)** — არის ობლიგაცია, რომელიც გამოიშვება ქვეყნის ვალუტაში, მაგრამ გაიყიდება სხვა ქვეყნის რეზიდენტის მიერ. მაგალითად, კომპანია „ამერიკის ავიახაზებს“ შეუძლია მოიზიდოს ნასესხობის კაპიტალი 1 მლრ დოლარის მოცულობით, განკუთვნილი ახალი თვითმფრინავების შესაძენად, დანიის რეზიდენტების მიერ ევროოვლიგაციების გაყიდვის გზით, რომელიც დემონირებულია დოლარებში. ობლიგაციების საერთაშორისო ბაზრის ძირითად ვალუტებს წარმოადგენენ აშშ დოლარი და ევრო.

**გლობალური ოვლიგაცია (Global Bonds)** — არის მსხვილი ლიკვიდური ფინანსური აქტივი, რომლითაც ვაჭრობა ხდება ნებისმიერ ქვეყანაში ნებისმიერ დროს. პირველი გლობალური ობლიგაცია გამოიშვებულ იქნა მსოფლიო ბანკის მიერ. ამ ბანკმა გაყიდა გლობალური ობლიგაცია აშშ დოლარში დენომირებული 1.5 მლრდ დოლარის მოცულობით ერთდროულად ჩრდილოეთ ამერიკაში, ევროპასა და იაპონიაში. შემდეგ ასეთი ობლიგაციების გამოშვება დაიწყო მსოფლიოს მსხვილმა ბანკებმა.

ობლიგაციების ბაზარზე არსებობს კიდევ სხვა შესაძლებლობანი. მაგალითად, მსესხებელს აქვს უფლება ობლიგაციაზე პროცენტი გადაიხადოს ერთ ვალუტაში, ხოლო ძირითადი თანხა — მეორე ვალუტაში. მსესხებელს შეუძლია ასევე მიაღწიოს უფრო მცირე საპროცენტო განაკვეთს ინფლაციისაგან თავის დასაღწევად. ამისათვის საჭიროა სესხის ძირითადი თანხის დაფარვა მიაბას ოქროს ფასს ან ნასესხობის სპეცილურ უფლებას.

ობლიგაციების საერთაშორისო ბაზარი წარმოადგენს ობლიგაციების ეროვნული ბაზრებისა და ევროოვლიგაციის ბაზრის ერთობლიობას. არსებობს აგრეთვე გლობალური ობლიგაციების ბაზარი.

ეროვნულ ბაზრებზე მიმოიქცევა:

- ❖ შიდა (ეროვნული) ობლიგაციები (Domestic Bonds), რომელთა გამოშვებას ახდენენ ეროვნული მსესხებლები, ეროვნული ვალუტის ნომინალით;
- ❖ უცხოური ობლიგაციები (Foreign Bonds), რომელთა გამოშვებას ახდენენ უცხოელი მსესხებლები, ეროვნული ვალუტის ნომინალით.

უცხოური ობლიგაციები შიდა ობლიგაციები განსხვავდება განთავსების მეთოდით, დაბეგვრის რეჟიმით, ინფორმაციის მოცულობით, რომელიც უნდა წარედგინოს მარეგულირებელ ორგანოებს.

საერთაშორისო ობლიგაციური ბაზარი პირობითად შეიძლება დაიყოს ორ ნაწილად: **უცხოური ობლიგაციების ბაზრად და საკუთრივ საერთაშორისო ობლიგაციების ბაზრად**. ამ უკანასკნელს ევროობლიგაციას ანუ ხსირად „ევრობონდსაც“ უწოდებენ. უცხოური ობლიგაციების ბაზარი არის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რომელსაც უშვებენ მსესხებლები საბანკო კონსორციუმების მეშვეობით ეროვნულ ობლიგაციურ ბაზარზე, იმ მიზნით, რომ უზრუნველყონ ადგილობრივი ინვესტორების კაპიტალის მობილიზაცია.

უცხოური ობლიგაციების გამოშვება ძირითადად თავმოყრილია შვეიცარიის, იაპონიის აშშ-ს, გერმანიის და სხვა განვითარებული ქვეყნების ეროვნულ ბაზრებზე. 70-იანი წლების დასაწყისადმე წარბობდა ამერიკული ბაზრის კაპიტალი, თუმცა, შემდგომ წლებში სულ უფრო მზარდ ემისიას აქვს ადგილი ევროპული და იაპონური ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.

**შვეიცარიის ობლიგაციების ბაზარი (ციურისი).** უცხოური ობლიგაციების ემისიის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ცენტრია შვეიცარია, სადაც კაპიტალის ექსპორტის მოცულობა ქვეყნის მთლიან ეროვნულ პროდუქტებთან მიმართებაში 10 პროცენტამდე აღწევს. თუმცა, ეს არ ნიშნავს, რომ შვეიცარია თავისი მშპ-ის 10 პროცენტის ექსპორტირებას ახდენს. საქმე იმაშია, რომ ამ ქვეყნის მეშვეობით დიდი მოცულობის საერთაშორისო კაპიტალის რეექსპორტირება ძალიან სწრაფად ხდება. შვეიცარია ფასიან ქაღალდებში თავისი ყოველწლიური ახალი ინვესტიციების მხრივ, მეოთხე ადგილს იკავებს და ჩამორჩება მხოლოდ იაპონიას, გერმანიას და დიდ ბრიტანეთს. ობლიგაციების შვეიცარული ბაზარი შეიქმნა 1960-იან წლებში და დღეისათვის ერთ-ერთი უმსხვილესი ბაზარია. იგი იზიდავს უცხოელ მსესხებლებს ეროვნული ვალუტის სიმტკიცით და საბანკო ინფრასტრუქტურის განვითარებით.

**იაპონიის ობლიგაციების ბაზარი (ტოკიო).** იაპონიის ობლიგაციური ბაზარი ინტერნაციონალიზაციისა და ლიბერალიზაციის დონით გარკვეულად ჩამორჩებოდა სხვა ქვეყნებს, თუმცა, 70-იანი წლებიდან შეინიშნება მნიშვნელოვანი ზრდა, რაც მრავალი ფაქტორითაა განპირობებული, რომელთა შორის მთავარია იაპონური კაპიტალის ექსპორტის ზრდა, აგრეთვე, იაპონური იენის მრავალი ქვეყნის მიერ სარეზერვო ვალუტად გამოყენება. იაპონიის ბაზარმა ინტენსიური განვითარება დაიწყო 80-იან წლებიდან. იაპონიის უცხოური ობლიგაციების ბაზარზე დაიშვებიან ემიტენტები უფრო დაბალი კრედიტუნარიანობის რეიტინგით, ვიდრე სხვა ბაზრებზე. აქ დაშვება აქვს გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების მსესხებლებსაც. ობლიგაცია „სამურაი“ გამო-

შვებულ იქნა იენებში 3-დან 20 წლამდე ნახევარწლიანი კუპონებით. ძირითადი ემიტენტებია ეროვნული მთავრობა და ბანკები.

იაპონიის სახელმწიფო ობლიგაციებს გააჩნიათ სხვადასხვა დასახელება გამომდინარე იქიდან, თუ რა მიზანს ემსახურება მოზიდული სასესხო კაპიტალი. სესხი ძირითადად გამოიყენება მშენებლობისათვის, ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებისთვის და ა. შ. ობლიგაციების დასახელება არანაირ როლს არ თამაშობს, მათ თანაბარი რანგი გააჩნიათ. ისტორიულად იაპონია უშვებდა ობლიგაციებს 10 წლის ვადით, თუმცა, ამ ბოლო პერიოდში დაინყეს 20 წლიანი და უფრო შორეულ ვადიანი „სუპერგრძელვადიანი“ სახელმწიფო ობლიგაციების გამოშვება.

ობლიგაციის გამოშვება ხდება კომბინირებული სისტემის გამოყენებით. თითოეული გამოშვების 60%-ზე ხელს აწერენ ბანკების კონსორციუმები, ინსტიტუციონალური ინვესტორები და კომპანიები. დარჩენილი ნაწილი გაიტანება აუქციონზე ფართო მასებისათვის. აუქციონის შედეგებით დადგენილი საშუალო ფასი გამოიყენება საფუძვლად იმ დარგისათვის, რომლის შეთავაზება ხდება კონსორციუმისათვის. ამ ფასს აკლდება მცირე საკომისიო ხარჯები.

**აშშ-ს ობლიგაციების ბაზარი (ნიუ-იორკი).** ამერიკული ობლიგაციური ბაზარი მსოფლიოში ყველაზე ფართო და ყველაზე დიდი მოცულობისაა, როგორც ღირებულებით მაჩვენებელში, ასევე, კაპიტალის გასესხების ხანგრძლივობის მხრივ. თუმცა, უცხოური ობლიგაციების ემისია ეროვნული კორპორაციული ობლიგაციების 10%-ს არ აღემატება. მსესხებელთა „იანკიბონდების“ ბაზარზე (ასეთი სახელწოდება მიიღო აშშ-ში უცხოურმა ობლიგაციურმა ბაზარმა) მეტ წილად წარმოდგენილი იყო სახელმწიფოები და სახელმწიფო ორგანიზაციები. ამ ბაზარზე საკმაოდ ხშირად და მსხვილ მსესხებლებად გამოდიან განვითარების ბანკები — მსოფლიო ბანკი, აზიური განვითარების ბანკი და სხვა. აშშ-ს ობლიგაციურმა ბაზარმა სახელი გაითქვა როგორც ინდივიდუალურ ბაზრებს შორის ყველაზე ლიკვიდურმა. ამერიკული ბაზარი უცხოელ მსესხებლებს იზიდავს კაპიტალის მასშტაბებით და ფინანსური ინსტრუმენტების მრავალფეროვნებით. ემისიის მოცულობა 500-700 მლნ დოლარამდე აღწევს ერთი ტრანსის დროს.

აშშ სახელმწიფო ობლიგაციების ყველაზე მსხვილ მიმწოდებლად ითვლება მსოფლიოში. იგი შედგება სამი ნაწილისაგან: ბაზრის მკლევადიანი სექცია წარმოდგენილია სახაზინო თამასუქებით; საშუალოვადიანი სექცია — სახაზინო ნოტებით, რომელთა გამოშვება ხდება 2-დან 10 წლის ვადით; გრძელვადიანი სექცია — სახაზინო ობლიგაციები 10 და მეტი წლის ვადით.

**დიდი ბრიტანეთის ობლიგაციების ბაზარი (ლონდონი).** დიდ ბრიტანეთში მნიშვნელოვნად ადგილი უკავია სახელმწიფო ობლიგაციებს და მისი ბაზარი ემსგავსება აშშ-ს ბაზარს იმ განსხვავებით, რომ მოკლევადიან სექციას წარმოადგენს ობლიგაციები 5

წლამდე დაფარვის ვადით, ხოლო გრძელვადიანს — 15 წელს ზემოთ თითქმის 30 წლამდე. არსებობს აგრეთვე უვადო ობლიგაციები.

**ობლიგაციების გერმანიის ბაზარი.** უცხოური ობლიგაციების მნიშვნელოვანი ცენტრია გერმანია, სადაც ასეთი ობლიგაციის პირველ ემისიას ადგილი ჰქონდა 1959 წელს. გერმანიაში უცხოურ ემისიაზე რაიმე მნიშვნელოვანი შეზღუდვა არ არსებობს. მაგრამ, გერმანიის 6 ემისიური ბანკი ბუნდეს ბანკის წარმომადგენლებთან ერთად ყოველი თვისათვის ადგენენ ახალი ემისიის — კალენდარულ გეგმას. ევროობლიგაციურ ემისიას ახორციელებენ საერთაშორისო კონსორციუმები, ხოლო უცხოურ ემისიას კონსორციუმები, რომლებიც წარმოდგენილია მხოლოდ გერმანიის კომერციული ბანკებით. ობლიგაციები გამოიშვება სხვადასხვა ვადით: 5-დან 15 წლამდე იგი სწრაფი ტემპით გაფართოვდა დასავლეთ და აღმოსავლეთ გერმანიის გაერთიანების შემდეგ. განსაკუთრებულ ადგილს იკავებს სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი, რადგან გერმანელი ინვესტორები უფრო თამამად აბანდებენ კაპიტალს ობლიგაციებში, ვიდრე სხვა ფასიან ქაღალდებში, რამაც ამ სფეროში რისკის შედარებით დაბალი დონით აიხსნება.

სამთავრობო ობლიგაციების პარალელურად უშვებენ აგრეთვე კვაზისახელმწიფოებრივ ობლიგაციებს. მისი გამოშვება ხდება საფოსტო და რკინიგზის უწყებების მიერ. სახელმწიფო ვალის ყველაზე დიდი ნაწილი მოდის გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის ობლიგაციებზე, თდაფარვის ვადაა 10 წელი და მეტი. ბოლო პერიოდში გამოშვებულ იქნა მიზნობრივი ობლიგაციები გერმანიის გაერთიანებასთან დაკავშირებული ხარჯების დასაფინანსებლად.

ობლიგაციებით ვაჭრობა ძირითადად ხდება ბირჟაზე, თუმცა, საკმაოდ დიდი ნაწილი მოდის არასაბირჟო ბაზარზე მსხვილ ბანკებს შორის გარიგებათა ფორმით. უნდა აღინიშნოს, რომ ბუნდეს ბანკი (გერმანიის ცენტრალური ბანკი) გამოდის მარკეტ-მეიკერის როლში არასამთავრობო და ფედერალური საფოსტო სამსახურის ობლიგაციებისათვის, ხოლო ფედერალური რკინიგზის სამსახურის ობლიგაციისათვის მარკეტ-მეიკერის როლს ასრულებს რკინიგზის ბანკი.

ევროობლიგაციის ბაზრის ძირითადი მონაწილეებია სახელმწიფო, კორპორაციები და საერთაშორისო ორგანიზაციები.

კორპორაციების წილზე, ძირითადად, ტრანსნაციონალურზე და ბანკებზე მოდის ყველა ნაირსახეობის ევროობლიგაციების თითქმის 2/3. ამასთან, ფინანსური ორგანიზაციები მიმართავენ ნასესხობას მცურავი საპროცენტო განაკვეთებიანი ობლიგაციებით, ხოლო არაფინანსურები — ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთით.

ობლიგაციების მსესხებელთა მნიშვნელოვან ჯგუფს განეკუთვნება სახელმწიფო და მისი რეგიონული წარმონაქმნები. ევროობლიგაციების ბაზარზე არაცენტრალური

მთავრობებიდან აქტიურ პოზიციას იკავებენ კანადის და ბრაზილიის პროვინციები, იტალიის რეგიონები და გერმანიის მიწები.

ევროობლიგაციების ბაზრის მსხვილ მონაწილეთა რიცხვში შედის **რეკონსტრუქციის და განვითარების საერთაშორისო ბანკი, საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაცია და სხვა ზენაციონალური ორგანიზაცია, რომლებიც მატნილად შუამავლოვას უნავენ ევროობლიგაციების ნასესხობას მაღალი რისკის მქონე ქვეყნებს, კერძოდ, ლათინურ ამერიკის სახელმწიფოებს.**

ევროობლიგაციების ბაზარზე ნასესხობას მიმართავენ აგრეთვე სახელმწიფოები ანდა ნახევარსახელმწიფოებრივი სააგენტოები, მაგალითად, ფედერალური ნაციონალური იპოთეკური ასოციაცია, საბინაო ოპოთეკური კრედიტის ფედერალური კორპორაცია. ამ ორგანიზაციებს აქვთ პირდაპირი ან ირიბი გარანტია სახელმწიფოს მხრიდან ვალის დაბრუნებაზე.

გარდა ამისა, მოცემულ ბაზარზე მსესხებლებად გამოდიან საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები. ზოგიერთი შეფასებით მათზე მოდის ინვესტიციური რესურსების 20 პროცენტამდე.

ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო ბაზრებზე გარკვეულ სეგმენტს ფლობენ დერივატივებიც — ოფციონი, ვარანტი და სხვა.

### **საკონტროლო კითხვები:**

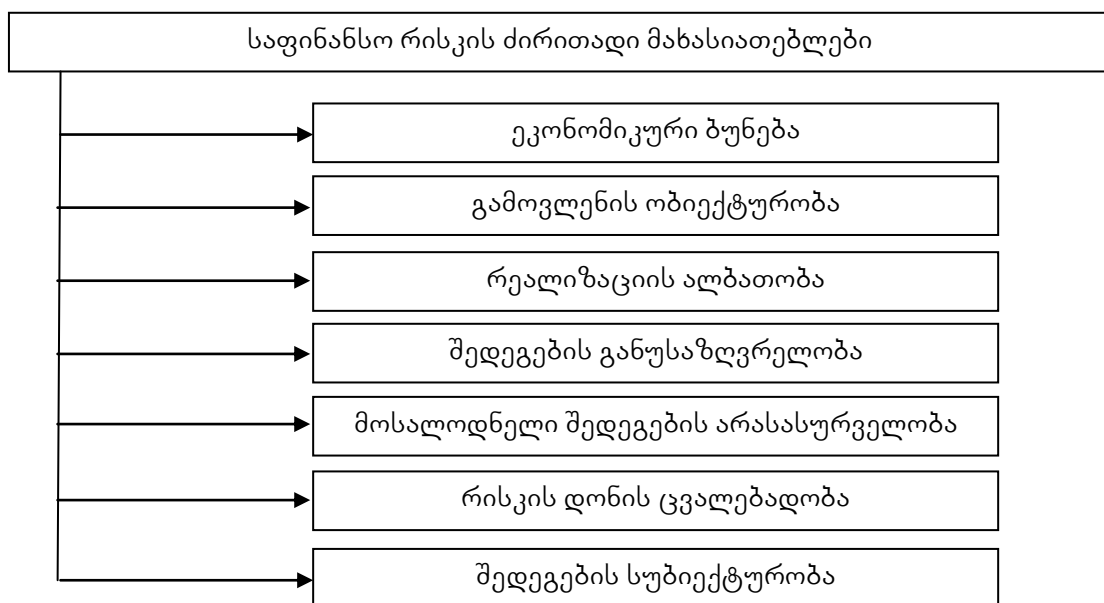
1. რას წარმოადგენს საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი?
2. ვინ არიან ამ ბაზრის მონაწილენი და რა ფუნქციებს ასრულებენ ისინი?
3. დააჯგუფეთ საერთაშორისო ფინანსური ბაზარი, ქვებაზრები ფუნქციონალური ნიშნით.
4. განასხვავეთ ერთმანეთისგან პირველადი, მეორადი და მესამედი ბაზრები.
5. რას ეწოდება საერთაშორისო კრედიტი და რა პრინციპებზე გაიცემა იგი?
6. მიზნობრივი დანიშნულების მიხედვით, რამდენი სახისაა საერთაშორისო კრედიტი?
7. განმარტეთ სინდიცირებული საერთაშორისო კრედიტი.
8. განმარტეთ აქციების საერთაშორისო ბაზარი.
9. რა განსხვავებაა აქციების ამერიკულ და იაპონურ ბაზრებს შორის?
10. ვინ მონაწილეობენ აქციების საერთაშორისო ბაზრებზე?
11. რომელი ობლიგაციები მიმოიქცევა ობლიგაციების საერთაშორისო ბაზარზე? დაახასიათეთ ისინი.
12. ობლიგაციების შვეიცარული ბაზარი რით განსხვავდება იაპონიის ბაზრისგან?

## თავი XIV. რისკები ფინანსურ ბაზრებზე

### XIV.1. საფინანსო რისკების არსი და რისკების კლასიფიკაცია

საფინანსო რისკი ეს არის მოსალოდნელი მოგების, შემოსავლის, ფულადი სახსრების გაუთვალისწინებელი დანაკარგების წარმოშობის საშიშროება, ეკონომიკური საქმიანობის პირობების შემთხვევით შეცვლასთან, არახელსაყრელ გარემოებასთან დაკავშირებით.<sup>1</sup> საფინანსო რისკი იზომება ამა თუ იმ დონის დანაკარგების წარმოშობის სიხშირითა და ალბათობით.

ფინანსური რისკის ძირითადი მახასიათებლებია:



საფინანსო რისკის კატეგორიის ზემოთ განხილული მახასიათებლები საშუალებას გვაძლევს მისი არსი შემდეგი სახით ჩამოვყალიბოთ:

საწარმოს, ფირმის, კორპორაციის საფინანსო რისკად ითვლება არასასურველი (არახელსაყრელი) ფინანსური შედეგების წარმოქმნის ალბათობა შემოსავლისა ან კაპიტალის დანაკარგების ფორმით მისი ფინანსური საქმიანობის განხორციელების განუსაზღვრელობის პირობებში.

საფინანსო რისკების ძირითადი სახეების რიცხვს მიეკუთვნება:

**1. ფირმის, კორპორაციის ფინანსური მდგრადობის შემცირების რისკი (ან ფინანსური განვითარების წონასწორობის დარღვევის რისკი).** ეს რისკი კაპიტალის სტრუქტურის არასრულყოფილებაში ვლინდება (გამოყენებული ნასესხი რესურსების გადაჭარბებული ნაწილი), რაც მათი დადებითი და უარყოფითი ფულადი ნაკადების დაუბალანსებლობას იწვევს. ასეთი რისკის ბუნება და მისი გამოვლენის ფორმები

<sup>1</sup> *კაკულია რ., ლავთაძე გ. ეკონომიკური და ფინანსური რისკების მართვა. ქუთაისი, 2012, გვ. 54.*

განხილულია საფინანსო ლევერიჯის მექანიზმის მოქმედების დახასიათებისას. საფრთხის ხარისხის მიხედვით საფინანსო რისკების შემადგენლობაში (ფირმის გაკოტრების საფრთხის წარმოქმნა) რისკის ეს სახე წამყვან როლს ასრულებს.

**2. სანარმოს გადახდისუნარობის (ანუ დაუზალანსებალი ლიკვიდობის რისკი) რისკი.** იგი წარმოიქმნება საბრუნავი აქტივების ლიკვიდობის დონის შემცირებით. აქვე საყურადღებოა, რომ სანარმოს დადებითი და უარყოფითი ფულადი ნაკადების დაუზალანსებლობა წარმოებს დროში. მძიმე ფინანსური შედეგებით რისკის ეს სახე სახიფათო რისკების რიცხვს მიეკუთვნება.

**3. საინვესტიციო რისკი.** ამ რისკს კორპორაციის საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელების პროცესში ფინანსური დანაკარგის წარმოშობის შესაძლებლობა ახასიათებს. საინვესტიციო რისკები, თავის მხრივ, იყოფა რეალური ინვესტირებისა და ფინანსური ინვესტირების რისკებად.

**4. ინფლაციური რისკი.** კრიზისის პირობებში ინფლაციური რისკი საფინანსო რისკების დამოუკიდებელ სახედ გამოიყოფა. ინფლაციური რისკი კაპიტალის რეალური ღირებულების გაუფასურების შესაძლებლობით ხასიათდება (კორპორაციის ფინანსური აქტივების ფორმით), ასევე, ინფლაციის პირობებში ფინანსური ოპერაციების განხორციელებიდან მოსალოდნელი შემოსავლებით. რამდენადაც რისკის ეს სახე თანამედროვე პირობებში მუდმივ ხასიათს ატარებს და თან სდევს ფირმის, კომპანიის პრაქტიკულად ყველა ფინანსურ ოპერაციას ფინანსური მენეჯმენტის სამსახურმა მას მუდმივი ყურადღება უნდა დაუთმოს.

**5. საპროცენტო რისკი.** იგი საფინანსო ბაზარზე (როგორც დეპოზიტების, ისე კრედიტების) საპროცენტო განაკვეთს გაუთვალისწინებელი ცვლილებისაგან შედგება. მოცემული სახის საფინანსო რისკის წარმოქმნის მიზეზად ითვლება სახელმწიფო რეგულირების ზემოქმედებით ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილება. თავისუფალი ფულადი რესურსების ზრდა ან შემცირება და სხვა ფაქტორები. ამ სახის რისკის უარყოფითი ფინანსური შედეგები ვლინდება სანარმოს საემისიო საქმიანობაში (როგორც აქციების, ისე ობლიგაციების ემისიისას), მის სადვიდენდო პოლიტიკაში, მოკლევადიან ფინანსურ დაბანდებებსა და ზოგიერთ სხვა ფინანსურ ოპერაციებში.

**6. სავალუტო რისკი.** რისკის ეს სახე დამახასიათებელია იმ ფირმებისა და კორპორაციებისათვის, რომლებიც საგარეო-ეკონომიკურ საქმიანობას (ნედლეულის, მასალების და ნახევარფაბრიკატების იმპორტირებას და მზა პროდუქციის ექსპორტირებას) ეწევიან. სავალუტო რისკი ფირმის, კორპორაციის საგარეო-ეკონომიკურ ოპერაციებში გამოყენებული უცხოური ვალუტის გაცვლითი კურსის ცვლილების უშუალო ზემოქმედების შედეგად გათვალისწინებული შემოსავლების მიუღებლობაში ვლინდება, მაგალითად: ფირმა ნედლეულისა და მასალის იმპორტირებისას შესაბამის უცხოურ ვალუტაში

კურსის ზრდით ეროვნულთან შედარებით ზარალს განიცდის. აღნიშნული გაცვლითი კურსის დაცემა კი ფირმის ფინანსურ დანაკარგებს მზა პროდუქციის ექსპორტირებისას წარმოქმნის.

**7. დეპოზიტური რისკი.** ეს რისკი დეპოზიტების დაუბრუნებლობის შესაძლებლობას გამოხატავს (დეპოზიტური სერტიფიკატების დაუფარავობა). ასეთი სახის რისკი შედარებით იშვიათად გვხვდება და დაკავშირებულია სანარმოს დეპოზიტური ოპერაციების განხორციელებისათვის კომერციული ბანკის არასწორ შეფასებასა და წარუმატებელ შერჩევასთან. ამის მიუხედავად, დეპოზიტური რისკის რეალიზაციის შემთხვევები გვხვდება არა მარტო პოსტსოციალისტურ ქვეყნებში, არამედ, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში.

**8. საკრედიტო რისკი.** ფირმის, კორპორაციის ფინანსურ საქმიანობასი საკრედიტო რისკს მაშინ აქვს ადგილი, როდესაც გაიცემა სასაქონლო (კომერციული) ან სამომხმარებლო კრედიტი. საკრედიტო რისკისათვის დამახასიათებელია გადაუხდელობა ან ფირმის მიერ მზა პროდუქციის გაცემისათვის არადროული ანგარიშსწორება. ამასთან, ვალის ინკასირების შემთხვევაში საანგარიშსწორებო ბიუჯეტის შეწყვეტა გამორიცხული არ არის.

**9. საგადასახადო რისკი.** საფინანსო რისკის ამ სახეს მთელი რიგი გამოვლინებები ახასიათებს: სამეურნეო საქმიანობის ცალკეული ასპექტების განხორციელებისათვის გადასახდებისა და მოსაკრებლების ახალი სახეების შემოღების ალბათობა; მოქმედი გადასახადებისა და მოსაკრებლების განაკვეთების დონის გაზრდის შესაძლებლობა; ცალკეული საგადასახადო გადახდების განხორციელების ვადისა და პირობების ცვლილება; მოქმედი საგადასახადო შეღავათების შეცვლის (გაუქმების) ალბათობა ფირმის სამეურნეო საქმიანობის სფეროში. ითვლება რა სანარმოსათვის გაუთვალისწინებელ მოვლენად, აღნიშნული რისკი ფირმის ფინანსური საქმიანობის შედეგებზე არსებით ზეგავლენას ახდენს.

**10. სტრუქტურული რისკი.** რისკის ეს სახე ფირმის, კორპორაციის მიმდინარე დანახარჯების არაეფექტიან დაფინანსებაში ვლინდება, რაც განპირობებულია მთლიან ხარჯებში მუდმივი დანახარჯების მაღალი ხვედრითი წონით. სასაქონლო ბაზრის კონიუნქტურის არასასურველი ცვლილებებისას საოპერაციო ლევერიჯის მაღალი კოეფიციენტი და ამ სახის საქმიანობის მიხედვით დადებითი ფულადი ნაკადის მთლიანი მოცულობის შემცირება წმინდა ფულადი ნაკადის თანხის მაღალი ტემპების დაცემას იწვევს.

**11. კრიზისობიანი რისკი.** ფირმის, კორპორაციის ფინანსური საქმიანობის სფეროში ეს რისკი ვლინდება შემდეგ ფორმებში: პარტიორების მიერ ფაქტიური გაკოტრების გამოცხადებით; იმ დოკუმენტების გაყალბებით, რომლებიც უზრუნველყოფენ

მხარეთა მიერ ფულადი და სხვა აქტივების უკანონო მითვისებას; საკუთარი პერსონალის მიერ აქტივების ცალკეული სახეების მიტაცებით და სხვ. მნიშვნელოვანი ფინანსური დანაკარგები, რომლებსაც ფირმა (კორპორაცია) თანამედროვე ეტაპზე აღნიშნულთან დაკავშირებით განიცდის, განპირობებულია საფინანსო რისკებიდან კრიმინოგენური რისკის დამოუკიდებელ სახედ გამოყოფით.

## 12. რისკების სხვა სახეები.

### XIV.2. საფინანსო რისკების ნეიტრალიზაციის გზები

საფინანსო რისკების ნეიტრალიზაციის შიდა მექანიზმების სისტემა გულისხმობს შემდეგი ძირითადი მეთოდების გამოყენებას:<sup>1</sup>

1. **რისკის აცილება (არიდეზა).** საფინანსო რისკების ნეიტრალიზაციის ეს მიმართულება ყველაზე რადიკალურად ითვლება. ის მდგომარეობს ისეთი შიდა ხასიათის ღონისძიებების შემუშავებაში, რომლებიც სრულად გამორიცხავენ საფინანსო რისკის კონკრეტულ სახეს. ამგვარ ღონისძიებათა ჯგუფს მიეკუთვნება:

- ❖ იმ ფინანსური ოპერაციების განხორციელებაზე უარის თქმა, რომელთა გავლენით რისკის დონე უზომოდ მაღალია;
- ❖ უარის თქმა სასესხო კაპიტალის დიდი მოცულობით გამოყენებაზე;
- ❖ უარის თქმა დაბალლიკვიდური საბრუნავი აქტივების დიდი რაოდენობით გამოყენებაზე;
- ❖ უარის თქმა მოკლევადიან ფინანსურ დაბანდებებში დროებით თავისუფალი ფულადი აქტივების გამოყენებაზე.

რისკების ნეიტრალიზაციის შიდა მექანიზმების სისტემაში მათი აცილება უნდა განხორციელდეს ზომიერად შემდეგი ძირითადი პირობების მიხედვით:

- ❖ თუ უარი ერთ საფინანსო რისკზე არ იწვევს უფრო მაღალი ან იგივე დონის მეორე რისკის წარმოშობას;
- ❖ თუ რისკის დონე შეუთავსებელია ფინანსური ოპერაციის შემოსავლიანობის დონესთან „შემოსავლიანობა-რისკის“ სკალის მიხედვით;
- ❖ თუ მოცემული სახის რისკის ფინანსური დანაკარგები აჭარბებს მათი განთავსების შესაძლებლობებს კორპორაციის საკუთარი ფინანსური სახსრების ხარჯზე;
- ❖ თუ ამ ოპერაციიდან მიღებული შემოსავლის სიდიდე არარსებითია, ე. ი. იკავებს უმნიშვნელო წილს კორპორაციაში ფორმირებულ დადებით ფულად ნაკადში;
- ❖ თუ ფინანსური ოპერაციები, რომლებიც არაა დამახასიათებელი ფირმის, კორპორაციის ფინანსური საქმიანობისათვის და ინოვაციური ხასიათის მატარებელია,

<sup>1</sup> *კაკულია რ., ლავთაძე გ. ეკონომიკური და ფინანსური რისკების მართვა. ქუთაისი, 2012, გვ. 67-76.*

მათი მიხედვით არ არსებობს საინფორმაციო ბაზა, რომელიც აუცილებელია საფინანსო რისკების დონის განსაზღვრისა და შესაბამისი მმართველობითი გადაწყვეტილებების მისაღებად.

## 2. რისკის კონცენტრაციის ლიმიტირება.

ფინანსური ნორმატივების სისტემა, რომელიც უზრუნველყოფს რისკების კონცენტრაციის ლიმიტირებას, მოიცავს:

- ❖ იმ ნასესხები სახსრების ზღვრული ოდენობის წილს, რომლებიც გამოიყენება სამეურნეო საქმიანობაში;
- ❖ აქტივების მინიმალური ოდენობა მაღალლიკვიდურ ფორმაში. ეს ლიმიტი უზრუნველყოფს ე. წ. „ლიკვიდური ბალიშის“ ფორმირებას;
- ❖ სასაქონლო (კომერციული) ან სამომხმარებლო კრედიტის მაქსიმალური სიდიდე, რომელიც ერთ შემსყიდველზეა გაცემული;
- ❖ იმ დეპოზიტური შენატანის მაქსიმალური ოდენობა, რომელიც განთავსებულია ერთ ბანკში;
- ❖ ერთი ემიტენტის ფასიან ქაღალდებში სახსრების დაბანდების მაქსიმალური ოდენობა;
- ❖ დებიტორულ დავალიანებაში სახსრების გადატანის მაქსიმალური პერიოდი.

3. **დივერსიფიკაცია.** დივერსიფიკაციის მექანიზმი, პირველ რიგში, გამოიყენება არასისტემური (სპეციფიკური) სახის რისკების ნეგატიური ფინანსური შედეგებისათვის. ამასთან, ის საშუალებას იძლევა დაყვანილ იქნეს სავალუტო, საპროცენტო და ზოგიერთი სხვა სისტემური (სპეციფიკური) რისკების ცალკეული სახეები. დივერსიფიკაციის მექანიზმის მოქმედების პრინციპი დაფუძნებულია იმ რისკების დანაწილებაზე, რომლებიც მათ კონცენტრაციას ხელს უშლის.

კორპორაციის საფინანსო რისკების დივერსიფიკაცია შეიძლება განხორციელდეს შემდეგი მიმართულებებით:

- ❖ **ფინანსური საქმიანობის სახეების დივერსიფიკაცია.** გულისხმობს შემოსავლის მიღების ალტერნატიული შესაძლებლობების გამოყენებას სხვადასხვა ფინანსური ოპერაციებიდან — მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებიდან, საკრედიტო პორტფელის ფორმირებიდან, რეალური ინვესტიების განხორციელებიდან, გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდების პორტფელის ფორმირებიდან და ა. შ.;
- ❖ **სავალუტო პორტფელის „სავალუტო კალათის“ დივერსიფიკაცია.** გულისხმობს საგარეო-ეკონომიკური ოპერაციის ჩატარებისათვის ვალუტის რამდენიმე სახის შერჩევას. დივერსიფიკაციის ეს სახე უზრუნველყოფს ფინანსური დანაკარგების შემცირებას კორპორაციის სავალუტო რისკის მიხედვით;

- ❖ **დეაოზიტური პორტფელის დივერსიფიკაცია.** გულისხმობს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მსხვილი თანხების განთავსებას რამდენიმე ბანკში. ფულადი აქტივების განთავსების პირობები არსებითად არ იცვლება, დივერსიფიკაციის ეს მიმართულება უზრუნველყოფს პორტფელის დეპოზიტური რისკის დონის შემცირებას მისი შემოსავლიანობის დონის ცვლილების გარეშე;
- ❖ **საკრედიტო პორტფელის დივერსიფიკაცია.** გულისხმობს კორპორაციის მყიდველთა მრავალგვარობას და მიმართულია მისი საკრედიტო რისკის შემცირებაზე. ჩვეულებრივ საკრედიტო პორტფელის დივერსიფიკაცია ხორციელდება საკრედიტო ოპერაციების კონცენტრაციის ლიმიტირებასთან. ერთობლივად საკრედიტო ლიმიტის მყიდველთა ჯგუფების მიხედვით დიფერენცირების დადგენის გზით;
- ❖ **ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დივერსიფიკაცია.** დივერსიფიკაციის ეს მიმართულება პორტფელის არასისტემური რისკის დონის შემცირების საშუალებას იძლევა ისე, რომ არ შემცირდეს მისი შემოსავლიანობის დონე;
- ❖ **რეალური საინვესტიციო პროგრამების დივერსიფიკაცია.** გულისხმობს საინვესტიციო პროგრამაში სხვადასხვა პროექტის ჩართვას ალტერნატიული დარგობრივი და რეგიონული მიმართულებით. რაც საშუალებას იძლევა შემცირდეს პროგრამის მიხედვით საერთო საინვესტიციო რისკი.

დივერსიფიკაციის მექანიზმის დახასიათებისას მთლიანობაში საჭიროა აღინიშნოს, რომ ის შერჩევით ზემოქმედებს ცალკეული საფინანსო რისკების ნეგატიური შედეგების შემცირებაზე.

**4. საფინანსო რისკების განაწილება,** ეფუძნება პარტნიორებისადმი რისკის ნაწილობრივ გადაცემას ცალკეული ფინანსური ოპერაციების მიხედვით. ამასთან, პარტნიორებს გადაეცემათ საწარმოს საფინანსო რისკის ის ნაწილი, რომელთა მიხედვითაც მათ აქვთ რისკების ნეგატიური შედეგების ნეიტრალიზაციის უფრო მეტი შესაძლებლობა და ფლობენ შიდა სადაზღვევო დაცვის უფრო ეფექტიან მეთოდებს.

რისკ-მენეჯმენტის თანამედროვე პრაქტიკაში ფართო გავრცელება ჰპოვა რისკების განაწილების (პარტნიორებისადმი მათი ტრანსფერტის) შემდეგმა ძირითადმა მიმართულებებმა:

- ❖ რისკის განაწილება კორპორაციისა და ნედლეულისა და მასალების მიმწოდებლებს შორის;
- ❖ რისკის განაწილება ლიზინგური ოპერაციის მონაწილეებს შორის;
- ❖ რისკის განაწილება ფაქტორინგული (ფორფეიტინგული) ოპერაციის მონაწილეებს შორის.

5. **რისკების დაზღვევა.** ფინანსური შედეგების მიხედვით ყველაზე რთული და საშიში რისკები, რომლებიც შიდა მექანიზმების ხარჯზე ნეიტრალიზაციას არ ემორჩილება, დაზღვევას ექვემდებარება.

საფინანსო რისკების შემადგენლობა განისაზღვრება მთელი რიგი პირობებით, რომელთა შორის ძირითადია:

1. **რისკების დაზღვევადობა.**
2. **საფინანსო რისკების დაზღვევის სავალდებულობა.**
3. **ფირმის, კომპანიის მიერ სადაზღვევო ინტარესის არსებობა.**
4. **საკუთარი ფინანსური რისკების ხარჯზე რისკით მიღებული ზარალის მთლიანად დაფარვის შესაძლებლობა.**
5. **საფინანსო რისკის წარმოშობის ალბათობის მაღალი ხარისხი.**
6. **რისკის არაპროგნოზირებადობა და არარეგულირებადობა ფირმის, კორპორაციის ჩარჩოებში.**

დაზღვევა სახეების მიხედვით გამოიყოფა:

- ❖ ქონების (აქტივების) დაზღვევა;
- ❖ საკრედიტო რისკების დაზღვევა;
- ❖ დეპოზიტური რისკების დაზღვევა;
- ❖ საინვესტიციო რისკების დაზღვევა;
- ❖ არაპირდაპირი საფინანსო რისკების დაზღვევა;
- ❖ ფინანსური გარანტიების დაზღვევა.

სადაზღვევო ბაზარზე ფუნქციონირებადი სადაზღვევო კომპანიები სპეციალიზაციის ფორმების მიხედვით სამ ძირითად სახეებად იყოფიან:

1. **ღია ტიპის უნივერსალური სადაზღვევო კომპანიები.** ეს კომპანიები სანარმობებს საფინანსო რისკების ძირითადი სახეების მიხედვით სადაზღვევო მომსახურების ყველაზე ფართო სპექტრს სთავაზობენ. თავიანთი საქმიანობის მნიშვნელოვანი მაჩვენებლების დახასიათების მიხედვით ეს კომპანიები ყველაზე მაღალი რეიტინგით ხასიათდება.
2. **ღია ტიპის სპეციალიზირებული სადაზღვევო კომპანიები.** მათ, როგორც წესი, მიეკუთვნება მცირე სადაზღვევო კომპანიები, რომლებიც შეზღუდულ, მიზანმიმართულად ფორმირებულ, უფრო მეტად მასობრივ სადაზღვევო მომსახურებებს ეწევიან. ამ კომპანიათაგან ბევრი ფინანსური რისკების დაზღვევას მხოლოდ მცირე მოცულობით ახორციელებს.
3. **უწყებრივი სადაზღვევო კომპანიები.** ისინი ჰოლდინგებს, კონცერნებს და სხვა ანალოგიური გაერთიანებების შემადგენლობაში არსებულ შვილობილ კომ-

პანიებს წარმოადგენენ და, უპირატესად, შექმნილნი არიან მათ შემადგენლობაში არსებული სამეურნეო სუბიექტების დაზღვევის განსახორციელებლად.

### **XIV.3. საკრედიტო რისკების მართვა**

საბანკო საქმიანობის სრულყოფის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ამოცანას საბანკო რისკების სრული იდენტიფიცირება, მათი განსაზღვრა, შესაბამისი კონტროლის დაწესება და სწორი მართვა წარმოადგენს.

საბანკო სისტემაში რისკის მართვის სამსახურის მთავარი ფუნქციაა რისკის მართვისა და ბიზნესის საქმიანობის პოლიტიკის შესაბამისი განვითარება. რისკის მართვის კლასიკური გაგებით აუცილებელია ლიმიტების დაწესება ბანკისთვის რენტაბელობის უზრუნველყოფის პირობებში, ხოლო თანამედროვე საბანკო სისტემაში რისკის მართვა ითვალისწინებს რისკზე ადაპტირებული ოპტიმალური მოგების მიღების პოლიტიკის გატარებას. ორივე შემთხვევაში მენეჯმენტის მიზანი ერთნაირია.

რისკის მართვის პროცესი რეგულირდება მენეჯმენტის სხვადასხვა დონეზე. ვერტიკალური პროცესი გულისხმობს კოორდინირებას ბანკის გლობალურ მიზნებსა და ბიზნეს-გადაწყვეტილებებს შორის. რისკის მართვის ჰორიზონტალური პროცესი კი გულისხმობს რისკისა და შემოსავლების შედეგების შედარებას დასახულ მომგებიანობასთან.

ვერტიკალური პროცესი იწყება შემოსავლის დასახული მიზნის დადგენითა და რისკის ლიმიტების განსაზღვრით, რომლებიც შემდგომ გადაეცემა ბანკის კონკრეტულ აღმასრულებელ სტრუქტურებს. აღნიშნული პროცესის შესრულების მონიტორინგი და კონტროლი ხორციელდება მენეჯმენტის დაბალი დონეებიდან საზედამხედველო სტრუქტურაზე ანგარიშგებებით. მათში ასახულია კონსოლიდირებული რისკების, შემოსავლებისა და ტრანსაქციების რაოდენობა.

ჰორიზონტალურ დონეზე განხორციელებული რისკის მართვის პროცესის ძირითადი პრინციპებია: რისკების ლიმიტების დადგენა, ფუნქციების დელეგირება და შემოსავლის მიზნების განსაზღვრა; რისკი-შემოსავლის პროფილის მონიტორინგი და შესაბამისობაში მოყვანა დირექტივების, ანგარიშგებებისა და მაკორექტირებელი ქმედებების საშუალებით.

საბანკო სფეროში რისკის მართვა უწყვეტი პროცესია. ტრადიციული მეთოდით ბანკის ორგანიზაციული სტრუქტურა იყოფოდა ორ ნაწილად: ბიზნეს-სფერო დაინტერესებული იყო მხოლოდ მოგების ზრდით, ხშირ შემთხვევაში, გაზრდილი რისკების ხარჯზე, ხოლო ფინანსური სფერო მოგებასთან ერთად ანგარიშს უწევდა ბანკის არსებულ რისკებს და საბაზრო და საკრედიტო რისკების კონტროლს ახორციელებდა.

თუმცა, აღნიშნული ორგანიზაციული სტრუქტურა თანდათან შეიცვალა რისკის მართვის ახალი მეთოდების დანერგვით.

რისკის მართვის ახალმა ტექნოლოგიებმა, რომლებიც მართვის პროცესში ყველა სტრუქტურული ერთეულის ჩართვას გულისხმობს, მოახდინა რისკი-მენეჯმენტის პროფილის ცენტრალიზება და მოვალეობათა გადანაწილება რისკის ამღებ ბიზნეს-სტრუქტურებსა და მათ მაკონტროლებელ საზედამხედველო სტრუქტურებს შორის. ბიზნეს-სტრუქტურებისაგან რისკის კონტროლის ფუნქციის გამოყოფამ გამოიწვია რისკების მართვის სპეციალური სამსახურის ცამოყალიბება, რომელმაც დაანესა მკაცრი მეთვალყურეობა საკრედიტო, საბაზრო, საპროცენტო და საოპერაციო რისკების მართვაზე. ამ სამსახურის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფუნქციად განისაზღვრა აქტივ-პასივების მართვა, რაც უშუალოდ საპროცენტო განაკვეთების რისკის მართვას გულისხმობს.

რისკის მართვის სამსახური დღესდღეობით მთავარ როლს ასრულებს საბანკო პორტფელის განვითარებაში. მას გააჩნია საზედამხედველო ფუნქცია, რომ მოახდინოს რეაგორება პორტფელის ნებისმიერ ბალანსის დარღვევაზე და გამოასწოროს რისკი-შემოსავლის პროფილი.

როგორც წესი, საქართველოს საბანკო სისტემა ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკის მთავარი მამოძრავებელი ძალაა. იგი ბევრად უფრო განვითარებულია სხვა სფეროებთან შედარებით, რაც გამოიხატება როგორც მის სტაბილურობასა და მდგრადობაში, ისე ბანკების მიერ შემოთავაზებული პროდუქტებისა და მომსახურების ფართო სპექტრით და უცხოური კომპანიების მიერ განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობით.

თუმცა, ისე როგორც მთელს მსოფლიოში 2008-2010 წლები საკმაოდ მძიმე იყო ქართული საბანკო სისტემისთვისაც. მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა კიდევ უფრო ნათლად წარმოაჩინა საბანკო სექტორში არსებული პრობლემები.

საფინანსო კრიზისის შესარბილებლად საკრედიტო რისკის მართვის კუთხით გააქტიურდა ბანკების საქმიანობა. პირველ რიგში, ეს გამოიხატა ლიმიტების დაწესებაში: ბანკებმა უარი თქვეს დაკრედიტების ძველ ტემპებზე და სამომხმარებლო ბაზრის ბევრი პროდუქტი, როგორებიცაა: განვადება და საკრედიტო ბარათები საერთოდ ამოიღეს ხმარებიდან. განსაკუთრებული კონტროლი დაწესდა ხელფასის საფუძველზე გაცემულ სამომხმარებლო სესხებზე, რომლებიც დღესდღეობით, უმეტესად, მხოლოდ იმ შემთხვევაში გაიეცემა, თუ ფიზიკურ პირს ბანკში ერიცხება ხელფასი.

სერიოზული პრობლემები გააჩნია საქართველოს კომერციულ ბანკებს საოპერაციო რისკის მართვაში. როგორც წესი, საოპერაციო რისკი არის ბანკის სტაბილური, გამართული, ქმედუნარიანი სამუშაო პროცესის შეფერხების რისკი და იგი შეიძლება გამოწვეულ იქნეს ბანკის ოპერირების ნებისმიერ დონეზე დაშვებული შეცდომებით.

პირველ რიგში, ეს ეხება ბანკის სამუშაო-საოპერაციო სისტემის გამართულ მუშაობას. ქართულ ბანკებში ხშირია შემთხვევები, როცა პროგრამული უზრუნველყოფის გათიშვის მიზეზით ბანკში იქმნება დიდი რიგები, რასაც შედეგად მოჰყვება კლიენტების უკმაყოფილება და პრეტენზიები.

საქართველოს პოლიტიკური ვითარებიდან გამომდინარე, ჩვენი საბანკო სისტემისთვის სასიცოცხლო მნიშვნელობა ენიჭება ქვეყნის პოლიტიკური რისკის გათვალისწინებას. იგი გულისხმობს ნებისმიერი სახის მოსალოდნელ ზარალს, რომელიც შეიძლება ბანკმა მიიღოს კანონმდებლობის ცვლილების, ქვეყანაში დესტაბილიზაციის, პერმანენტული საპროტესტო აქციების, ომისა და სხვა მსგავსი პოლიტიკური მდგომარეობის რადიკალურ შეცვლასთან დაკავშირებული მოქმედების გამო. ამ მხრივ, საქართველო არცთუ ისე სახარბიელო მდგომარეობაშია.

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. რას ეწოდება რისკი?
2. განმარტეთ ინფლაციური და სავალუტო რისკები.
3. განმარტეთ ინვესტიციური და საპროცენტო რისკები.
4. რას ეწოდება სტრუქტურული რისკი?
5. რას ეწოდება საგადასახადო რისკი?
6. ჩამოთვალეთ რისკების ნეიტრალიზაციის მეთოდები.
7. განმარტეთ დივერსიფიკაცია როგორც რისკის ნეიტრალიზაციის ერთ-ერთი საშუალება.
8. ჩამოთვალეთ დივერსიფიკაციის მიმართულებები.
9. რას ეწოდება საკრედიტო რისკი?
10. აღწერეთ საკრედიტო რისკის მართვის ჰორიზონტალური და ვერტიკალური პროცესები.

## თავი XV. საერთაშორისო ინვესტიციების ბაზარი

### XV.1. საერთაშორისო ინვესტიციების არსი და პრინციპები

თანამედროვე ეტაპზე მსოფლიოში საერთაშორისო ინვესტიციებმა ფართო გავრცელება ჰპოვა. ისინი იძლევიან უფრო მაღალი შემოსავლის მიღების საშუალებას ეროვნულ ბაზრებთან შედარებით. გლობალიზაციის პირობებში, როდესაც ფართოვდება ეკონომიკური კავშირები, თავისუფალი ფულადი რესურსების მქონე ინვესტორი ცდილობს მის ხელსაყრელ პირობებში დაბანდებას. მას შეუძლია შექმნას ფასიანი ქაღალდებისაგან შემდგარი პორტფელი და განახორციელოს ვაჭრობა როგორც თავის ეროვნულ ბაზარზე, ასევე, სხვა ქვეყნების ეროვნულ ბაზრებზე, აგრეთვე, ევრობაზარზე.

ეროვნული ინვესტორების მიერ ამა თუ იმ ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების შეძენა სხვა ქვეყნის ბაზრებზე და ევრობაზარზე წარმოადგენს საერთაშორისო ინვესტიციას, რომლის განთავსების დროდ საჭიროა შემდეგი თავისებურებების გათვალისწინება:<sup>1</sup>

- ❖ ფსიქოლოგიური ბარიერები;
- ❖ ინფორმაციული სიძნელები;
- ❖ იურიდიული სირთულეები;
- ❖ დამატებითი ხარჯები;
- ❖ საერთაშორისო ინვესტირების რისკები;
- ❖ საერთაშორისო ინვესტირების უპირატესობები.

**ფსიქოლოგიური ბარიერები.** საერთაშორისო ინვესტიციებთან დაკავშირებული ფსიქოლოგიური ბარიერები, მეტწილად განპირობებულია სხვა ქვეყნის ეკონომიკის, პოლიტიკის და კულტურის, აგრეთვე ენის, ფინანსურ ბაზრებზე ვაჭრობის მეთოდების, ანგარიშგების წესის და ა. შ. თავისებურებების სუსტი ცოდნით. ინსტიტუციონალური ინვესტორები ხშირად თავიანთ საერთაშორისო ინვესტიციებს ახორციელებენ შესაბამისი ეროვნული ბაზრების ბროკერების მეშვეობით. მრავალი კერძო ინვესტორი ჯერ კიდევ დიდი სიფრთხილით ეკიდება საერთაშორისო ინვესტიციების განხორციელებას, რადგან მაღალ რისკებთანაა დაკავშირებული.

**ინფორმაციული სიძნელები.** უცხოურ ბაზრებზე და ემიტენტებზე ინფორმაციის მოპოვება ისეთი კონკრეტულობით და სიზუსტით, როგორც ეს შესაძლებელია ინვესტორის მიერ საკუთარ ქვეყანაში ინვესტირების განსახორციელებლად, მთელ რიგ შემთხვევაში შეუძლებელი ხდება. თუმცა, დღევანდელი ინფორმაციული ტექნოლოგიების განვითარება ბროკერების დიდ ნაწილს აძლევს საშუალებას მოიპოვონ განახლებული

<sup>1</sup> მესხია ი. საერთაშორისო ფინანსები. თბ., 2012, გვ. 404.

ინფორმაცია და, შესაბამისად, უფრო არგუმენტირებული და საიმედო გახადონ საერთაშორისო ბაზრებზე მიმოქცევადი უცხოური აქციების ფინანსური ანალიზის შედეგები. იაპონიაში და ევროპაში ბროკერები უზრუნველყოფენ აგრეთვე ინფორმაციის მოპოვებას კომპანიების მოსალოდნელ შემოსავლებზე და ინვესტორებს აძლევენ რჩევებს კომპიუტერული სისტემების საშუალებით. ასეთი ინფორმაციის დიდი ნაწილი ქვეყნდება ეროვნულ და ინგლისურ ენებზე. კომპიუტერულ ინფორმაციულ სისტემებში მოცემულია აგრეთვე მონაცემები მსოფლიო საბაზრო ფასების შესახებ. მათ განეკუთვნება ისეთი ცნობილი საერთაშორისო ინფორმაციული სისტემები, როგორცაა Renters, Bloomberg, Teierate, რომლებიც სისტემატურად ავრცელებენ ფინანსურ სიახლეებს და ფასებს ცალკეული ბაზრებისა და ფასიანი ქაღალდების მიხედვით.

**იურიდიული სირთულეები.** უცხოელი ინვესტორებისათვის სხვადასხვა ქვეყანაში კაპიტალის განთავსებისა და მისი რეპატრიაციისას შემოსავლის მიღებაში და დაბეგვრის სფეროში შეიძლება წარმოიშვას იურიდიული სირთულეები. ჩვეულებრივ ინვესტირებისას ამოიღება შემდეგი გადასახადები:

- ❖ ოპერაციებზე;
- ❖ კაპიტალის მატებაზე;
- ❖ კაპიტალზე შემოსავალზე (დივიდენდები აქციებზე, პროცენტები ობლიგაციებზე).

**ოპერაციებზე გადასახადი** შეიძლება იყოს გარიგების მოცულობის პროპორციული. მაგალითად, რუსეთში ოპერაციებზე ფასიანი ქაღალდებიდან გადასახადი ამოიღება კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების გარიგების მოცულობის 0.3%; ხოლო სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გარიგებაზე — 0.1%. შვეიცარიაში არსებობს ფედერალური მოსაკრებელი ფასიანი ქაღალდების ოპერაციების მოცულობიდან 0.09% სიდიდის. იმ ქვეყნებში, სადაც ბროკერები იღებენ საკომისიოს, ასეთი გადასახადი შეიძლება იყოს საკომისიოს მოცულობის პროპორციული. ზოგიერთ ქვეყანაში არსებობს ფიქსირებული გადასახადი გარიგებაზე. ჩვეულებრივ ოპერაციაზე გადასახადი სხვა გადასახადებთან შედარებით არაა დიდი.

**კაპიტალის მატება.** იგი გაიანგარიშება როგორც სხვაობა ფასიანი ქაღალდის გაყიდვის ფასსა და მისი შესყიდვის ფასს შორის, და იბეგრება გადასახადით, როგორც წესი, ინვესტორის ქვეყანაში იმისგან დამოუკიდებლად, სად განხორციელდა ინვესტიცია, ანუ შიგა და საერთაშორისო ინვესტიციები იბეგრება ერთნაირი მოცულობით.

**უცხოურ ინვესტიციებზე შემოსავალი** გადაიხდება ერთი ქვეყნის იურიდიული პირის მიერ სხვა ქვეყნის რეზიდენტზე. ხშირად ეს ინვესს კონფლიქტს ეროვნულ იურისდიქციაში, რამდენადაც ორივე ქვეყანას შეუძლია ამ შემოსავლის დაბეგვრა, რასაც საბოლოო ანგარიშში მივყევართ ორმაგ დაბეგვრამდე. ამის თავიდან აცილების მიზნით ხდება საერთაშორისო ხელშეკრულების გაფორმება, რომლის თანახმად ინვესტორი

ინვესტიციის ქვეყანაში მიიღებს შემოსავალს დაკავებული გადასახადის გამოკლებით, აგრეთვე, საგადასახადო კრედიტს. ინვესტორის ქვეყანაში გადასახადით იბეგრება უცხოური შემოსავლების საერთო მოცულობა, მაგრამ ამ გადასახადის მოცულობა მცირდება საგადასახადო კრედიტის მოცულობით, ე. ი. გადასახადის მოცულობით, რომელიც დაიქვითა ინვესტიციის ქვეყანაში. ობლიგაციის შემოსავლისათვის გადასახადის დაქვითვა მრავალ ქვეყანაში, აგრეთვე, ევრობაზარზე არ ხდება, მაგრამ აქციების მრავალ ბაზარზე იგი არ არსებობს.

**დამატებითი ხარჯები.** საერთაშორისო ინვესტიციები ჩვეულებრივ დაკავშირებულია შემდეგ დამატებით ხარჯებთან:

- ❖ უფრო მაღალი საკომისიოები შუამავლებს უცხოეთის ბაზრებზე;
- ❖ უფრო მაღალი გადასახდელი გარიგებათა გაფორმებაზე;
- ❖ უფრო მაღალი გადასახდელი საერთაშორისო პორტფელის მართვაზე.

საფონდო ბირჟების დილერებმა საკომისიო შეიძლება მიიღონ სხვადასხვა ფორმით — სახელშეკრულებო მოცულობით, ფიქსირებული დადგენილი შკალით ან კიდევ სხვაობის სახით ყიდვა-გაყიდვის ფასს შორის (Bid-Ask). აშშ-ში აქციებზე გარიგებისას საკომისიო დაბალია — ჩვეულებრივ, 0.18% მსხვილი გარიგების შემთხვევაში, ხოლო სხვა ქვეყნებში იგი უფრო მაღალია და შეიძლება შეადგენდეს 0.3-დან 1%-მდე. ობლიგაციებზე გარიგებისათვის საკომისიოს საშუალო სიდიდის განსაზღვრა რთულია, რამდენადაც იგი გაიანგარიშება ჩვეულებრივ სხვაობის სახით ყიდვა-გაყიდვის ფასს შორის, რომელიც დამოკიდებულია კონკრეტულ ობლიგაციაზე გარიგების მოცულობაზე და სხვა ფაქტორებზე.

საერთაშორისო ინვესტიციებთან დაკავშირებული გარიგებების გაფორმებაზე გადასახდელი მაღალია, რაც დაკავშირებულია აღრიცხვისა და ანგარიშების მრავალვალუტიან სისტემასთან და საანგარიშგებო სისტემის სტრუქტურის სირთულესთან. ზოგიერთ ქვეყანაში არსებობს შედარებით იაფი და ეფექტიანი ანაგრიშნორების ცენტრალიზებული სისტემა. მთლიანობაში, საერთაშორისო ინვესტიციებზე გარიგებათა გაფორმება შეიძლება შეადგენდეს აქტივების ღირებულების 0.1%-ს.

საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელის მართვაზე გადასახდელი უფრო მაღალია, ვიდრე ეროვნული პორტფელის მართვაზე, რაც განპირობებულია ისეთი ხარჯების გაწევის აუცილებლობით, როგორცაა საერთაშორისო მონაცემთა ბაზაზე ხელმოწერა, საერთაშორისო ბაზრის გამოკვლევა, კომუნიკაციების ღირებულების ზრდა (საერთაშორისო სატელეფონო კავშირი, კომპიუტერული ქსელი, მივლინებები უცხოეთში) და, აგრეთვე, სხვადასხვა ქვეყანაში სააღრიცხვო სისტემის არაერთგვაროვნობა.

საერთაშორისო ინვესტიციების მართვაში ასეთი ხარჯები დაახლოებით 0.1-დან 0.3%-მდეა. უფრო მაღალია ეროვნული ინვესტიციების პორტფელის მართვასთან დაკავშირებული ანალოგიური ხარჯები.

**საერთაშორისო ინვესტიციებთან დაკავშირებული რისკები დაკავშირებული რისკები.** საერთაშორისო ინვესტიციებთან დაკავშირებული რისკები მოიცავენ, ჯერ ერთი, ეროვნული ბაზრების რისკებს, რომელიც საერთოა ყველა ინვესტორისათვის — რეზიდენტებისა და არარეზიდენტებისათვის. ამასთან, განვითარებული ეკონომიკის ქვეყნების ინვესტორები საერთაშორისო ინვესტირებისას შეიძლება წააწყდნენ ისეთ რისკებს, რომელთა მსგავსი არ არსებობს მათ ეროვნულ ბაზრებზე. მეორე მხრივ, საერთაშორისო ინვესტიციების შემთხვევაში, არსებობს დამატებითი რისკები არარეზიდენტებისათვის, რომელიც დაკავშირებულია მათ საქმიანობაზე შესაძლო შეზღუდვის შემოღებასთან და შემოსავლებისა და მოგების რეპატრაციასთან.

ნებისმიერი საერთაშორისო ინვესტიციის მესამე თავისებურებას წარმოადგენს უცხოური ვალუტის კურსის დაცემის რისკი, რაც ინვესტორების შემოსავლიანობის შემცირებას იწვევს ვალუტაზე გადაანგარიშებით.

**საერთაშორისო ინვესტიციების უპირატესობები.** მიუხედავად ზემოაღნიშნული რისკებისა და სირთულეებისა თანამედროვე გლობალიზაციის პირობებში, საერთაშორისო ინვესტიციების მოცულობა ძალიან დიდია და მუდმივად იზრდება. ფაქტობრივად მსოფლიოს თითქმის ყველა მსხვილი კორპორაციების აქციები კოტირდება სხვადასხვა ქვეყნის ბირჟაზე. ტრანსეროვნული კორპორაციები, აგრეთვე, სახელმწიფოთა მთავრობები და ადგილობრივი ორგანოები ფულად სახსრებს სესხულობენ თავიანთი ფასიანი ქაღალდების განთავსებისთვის სხვა ქვეყნებში ან ევროზონაში. არსებობენ საერთაშორისო ფინანსური ჯგუფები, რომლებსაც გააჩნიათ მნიშვნელოვანი სახსრები და ინვესტირებას ახდენენ საერთაშორისო ბაზრის იმ სეგმენტებში, სადაც შეიძლება უფრო მაღალი შემოსავლისა და, შესაბამისად, მაღალი მოგების მიიღება.

საერთაშორისო ინვესტიციების ფართო გავრცელების განმპირობებელია მაღალი შემოსავლიანობა და დაბალი რისკი წმინდა ეროვნულ ინვესტიციებთან შედარებით. თითოეული ეროვნული ბაზრის ფასიანი ქაღალდებს გააჩნიათ ერთდროული ზრდის ტენდენცია ანდა მათი კურსის დაცემა, რამდენადაც მათზე ერთნაირად მოქმედებს ეროვნული ეკონომიკური და პოლიტიკური პირობები — ფულადი მასის მოცულობა და დინამიკა, საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება, ბიუჯეტის დეფიციტი, სახელმწიფოს ფულადი და საგადასახადო პოლიტიკა და სხვა. ამასთანავე, შესაძლო სიტუაციები, როდესაც ერთი კლასის ფასიანი ქაღალდების (მაგალითად, აქციების) ფასის დაცემისას ამა თუ იმ მიზეზის გამო, სახელმწიფო ატარებს ღონისძიებებს, რომელიც ხელს შეუწყობს

კაპიტალის გადადინებას სხვა სეგმენტში (მაგალითად, სახელმწიფო ფასიან ქალაქებში) იმ მიზნით, რომ შეიზღუდოს მათი გადინება ეროვნული ბაზრიდან.

მაღალი შემოსავლიანობის მიღებასთან ერთად საერთაშორისო ინვესტიციებმა შეიძლება უზრუნველყონ ბაზარზე მათი პორტფელის შედარებით დაბალი რისკიანობა, რაც დაკავშირებულია იმასთან, რომ სხვადასხვა ქვეყნების ეკონომიკა ვითარდება არათანაბრად და, თუ ზოგიერთი ქვეყნის ეროვნული საფონდო ბაზარი ეცემა, სხვები შეიძლება გაიზარდოს. ინვესტორმა, რომელიც გამოცდილია, შეიძლება ფასიანი ქალაქები შეიძინოს იმ ბაზარზე, რომელსაც იგი მიიჩნევს განვითარებულ ბაზრად და გვერდი აუქციოს იმ ბაზრებს, რომლებიც კრიზისისაკენაა ორიენტირებული. ინვესტორმა საერთაშორისო ინვესტიციების რისკი შეიძლება შეამციროს პორტფელის დივერსიფიკაციის გზით, რაც გულისხმობს სხვადასხვა ეროვნული ბაზრების ფასიანი ქალაქების შექმნას.

რა თქმა უნდა, ეკონომიკური კავშირების გაღრმავებისა და მსოფლიო ეკონომიკის ინტერნაციონალიზაციის შედეგად ეროვნული ბაზრების ურთიერთდამოკიდებულების ხარისხი იზრდება, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს ამა თუ იმ ზომით მათი ერთობლივი კრიზისი. მთლიანობაში მსოფლიო პორტფელის რისკი (ფასების ცვალებადობა), რომლის სტრუქტურა შეესაბამება ყველა ეროვნული ბაზრების ერობლიობის საბაზრო კაპიტალიზაციას, პრაქტიკულად უფრო ნაკლებია თითოეული ეროვნული ბაზრის რისკთან.

როგორც უკვე აღინიშნა, საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელის თავისებურებას წარმოადგენს სავალუტო რისკი. ქვეყნების (ვალუტების) მიხედვით კარგად დივერსიფიცირებულ პორტფელში ასეთი რისკი, როგორც პრაქტიკა გვიჩვენებს, შედარებით ნაკლებია ეროვნული ბაზრის რისკთან, რადგან ერთი ვალუტის დაცემა გულისხმობს მეორის გაძლიერებას. ინვესტორის ვალუტის დაცემა ნიშნავს უცხოური ვალუტის ზრდას და, ამრიგად, საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელის შემოსავლიანობის გადიდებას. გარდა ამისა, სავალუტო რისკი შეიძლება მნიშვნელოვნად იქნას შემცირებული მასზე მოქმედი არახელსაყრელი ფაქტორების თავიდან აცილების სპეციალური მეთოდების გამოყენებით (ჰეჯირების მეთოდი). ასევე, უნდა იქნას გათვალისწინებული, რომ საერთაშორისო ინვესტორმა მაღალრისკიანი შემოსავალი შეიძლება მიიღოს არა მხოლოდ სწრაფად მზარდი ეროვნული ეკონომიკიდან ანდა ცალკეული უცხო კომპანიებიდან, არამედ, უცხოური ვალუტის კურსის ცვლილების შედეგად.

**ინვესტიციების მიზანშეწონილობის კრიტერიუმი.** ფასიანი ქალაქების შერჩევაზე გადაწყვეტილების მიღებისას ინვესტორს უნდა გააჩნდეს შედარების გარკვეული კრიტერიუმი. თითოეულ აქტივს გააჩნია თავისი მიმდინარე საბაზრო ფასი, აგრეთვე, მოსალოდნელი მომავალი გადახდების (დივიდენდები) ნაკადი, რომელსაც აქვს თავისი

ინდივიდუალური ხანგრძლივობა (მაგალითად, ობლიგაციებისათვის ეს არის დაფარვის ვადა; ფიუჩერისათვის ეს არის კონტრაქტის შესრულების ვადა და ა. შ.).

**საერთაშორისო ინვესტიციების პრინციპები.** ინვესტიციის ნებისმიერი პორტფელი შედგება კონკრეტული ფასიანი ქაღალდებისაგან, რომელთაგან თითოეული შეიძლება განეკუთვნოს გარკვეულ ჯგუფს. მაგალითად, აშშ ობლიგაციების ბაზარზე ზოგიერთი შტატის მთავრობის ობლიგაცია ასევე წარმოადგენს სახელმწიფო და ადგილობრივი ორგანოების ხელისუფლების ობლიგაციების ჯგუფის ნაწილს, რომელიც მოიცავს სხვა შტატებისა და ფედერალური ხელისუფლების ობლიგაციებს. ამ ობლიგაციების ერთობლიობა წარმოადგენს აშშ ობლიგაციების საერთო ბაზრის ნაწილს, რომელშიც შედის აგრეთვე, კორპორაციების ობლიგაციები.

ამრიგად, ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერი ბაზარი შედგება მისი ცალკეული სეგმენტების (ფასიანი ქაღალდების სახელების და ჯგუფების) და თითოეულ სეგმენტში ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობისაგან. ბაზრის კლასიფიკაცია სეგმენტების მიხედვით ინვესტორებმა შეიძლება განახორციელონ სხვადასხვანაირად. ფასიანი ქაღალდების სახეების მიხედვით ბაზრის შედარებით განზოგადებული კლასიფიკაციისას გამოყოფენ აქციებს, რომლებშიც ინვესტიციები შეიძლება იყოს როგორც დამოუკიდებელი, ასევე, ძირითადი ფასიანი ქაღალდების — აქციებისა და ობლიგაციების პორტფელის ნაწილი. უფრო დეტალურ სეგმენტებად დაყოფისას გამოყოფენ აქციებს მრეწველობის დარგების სანარმოების მიხედვით, ბანკის აქციებს, ობლიგაციის, ფიუჩერების და ოფციონების ტიპებს.

საერთაშორისო ინვესტორმა, უპირველეს ყოვლისა, უნდა განსაზღვროს მისი პორტფელის სტრუქტურის ფორმირების პრინციპები. საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელის სტრუქტურის ფორმირება მთლიანად ან მისი ცალკეული სეგმენტების მიხედვით შესაძლებელია შემდეგი თანმიმდევრობით:

1. ქვეყნები (ვალუტები) → ფასიანი ქაღალდების სახეები → კონკრეტული ფასიანი ქაღალდები.
2. ფასიანი ქაღალდების სახეები → ქვეყნები (ვალუტები) → კონკრეტული ფასიანი ქაღალდები.
3. ფასიანი ქაღალდების სახეები → კონკრეტული ფასიანი ქაღალდები → ქვეყნები (ვალუტები).
4. კონკრეტული ფასიანი ქაღალდები → ქვეყნები (ვალუტები).

პირველ შემთხვევაში ინვესტორს გარკვეული მოსაზრებით შეუძლია შეარჩიოს, მაგალითად, აშშ და საფრანგეთი, შესაბამისად, ინვესტიციური აქტივები განსაზღვროს აშშ დოლარში და ევროში, შემდეგ შეარჩიოს ამერიკული აქციები და ფრანგული ობლი-

გაციები. ამის შემდეგ ინვესტორი ირჩევს კონკრეტული ამერიკული კომპანიის აქციებს და ფრანგულ ბაზარზე მიმოქცევადად ობლიგაციის კონკრეტულ გამოშვებას.

მეორე შემთხვევაში შეირჩევა ფასიანი ქაღალდების სახეები (მაგალითად, აქციები მთლიანად ეკონომიკის განსაზღვრული სექტორების სანარმოებისა და მოკლევადიანი სახელმწიფო ობლიგაციები). შემდეგ თითოეული სახეობისათვის შეირჩევა ქვეყნები (მაგალითად, აშშ აქციაში ინვესტირებისათვის და იაპონია მოკლევადიანი სახელმწიფო ობლიგაციაში ინვესტიციისათვის), რითაც განისაზღვრება ინვესტიციის პორტფელის სტრუქტურა და ბოლოს განისაზღვრება კონკრეტული ფასიანი ქაღალდები.

მესამე და მეოთხე შემთხვევა დამახასიათებელია საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელში აქციების სეგმენტის სტრუქტურის განსაზღვრისათვის. ამასთან, მესამე შემთხვევაში ფასიანი ქაღალდების სახის შერჩევა ნიშნავს ეკონომიკის სექტორის შერჩევას, რომლის შემდეგ თითოეულ სექტორში აირჩევა მთლიანად მსოფლიო ბაზარზე კონკრეტული კომპანიის აქციები, რაც განსაზღვრავს ინვესტირების ქვეყნების და ვალუტების ერთობლიობას.

ამრიგად, პირველ და მეორე შემთხვევაში ხდება შერჩევის პრინციპის რეალიზაცია — „ქვეყნები → (ვალუტები) კონკრეტული ფასიანი ქაღალდები“, რომელსაც უწოდებენ „ზევიდან ქვევით“ (Top-Down) პრინციპს. მესამე და მეოთხე შემთხვევაში ხდება შერჩევის პრინციპის → რეალიზაცია „კონკრეტული ფასიანი ქაღალდები ქვეყნები (ვალუტები)“, რომელსაც უწოდებენ „ქვევიდან ზემოთ“ (Bottom-Up) პრინციპს.

თითოეულ ეტაპზე სეგმენტების გარკვეული თანამიმდევრობის ნაკრებისა და კონკრეტული ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელში ფორმირება დამოკიდებულია კონკრეტული ინვესტორის მიზნებზე. ასეთი მიზნები შეიძლება იყოს:

- ❖ სწრაფვა ხარისხის ამაღლებისაკენ (შემოსავლიანობა და რისკი), რომელიც ახლოს იქნება საბაზრო პორტფელის ხარისხთან;
- ❖ სწრაფვა საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობაზე უფრო მაღალი შემოსავლიანობის მიღებისაკენ, რომელიც ნიშნავს მაღალ რისკზე დათანხმებას;
- ❖ სწრაფვა საბაზრო პორტფელის რისკზე დაბალი რისკის უზრუნველყოფისაკენ, რაც ნიშნავს უფრო მცირე შემოსავლიანობაზე დათანხმებას.

აღნიშნული მიზნები შეიძლება დასახულ იქნას როგორც მთლიანად საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელისათვის, ასევე, მისი ცალკეული სეგმენტისათვის.

ინვესტიციის საუკეთესო პორტფელად ითვლება საბაზრო პორტფელი, რომლის სტრუქტურა შეესაბამება შესაბამისი აქტივების საბაზრო კაპიტალიზაციას. მაგალითად, თუ ფასიანი ქაღალდების ზოგიერთ რეგიონულ ან ეროვნულ ბაზარზე მთელი საბაზრო ღირებულების 40% მოდის აქციებზე, 35% — კომპანიის ობლიგაციებზე და 25% —

სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე, მაშინ, საბაზრო პორტფელში მისი ღირებულების 40% დაბანდება აქციებში, 35% — კომპანიის ობლიგაციებში და 25% — სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში. ინვესტიციის საბაზრო პორტფელის თითოეული სეგმენტის სტრუქტურა უნდა შეესაბამებოდეს შესაბამისი ფასიანი ქაღალდების საბაზრო კაპიტალიზაციის სტრუქტურას. ასეთ მიდგომას ინვესტირებაში უწოდებენ **პასიურს**.

საერთაშორისო ინვესტირების მიზნების მიღწევისათვის საჭიროა შეირჩეს ისეთი კონკრეტული ქვეყანა, ფასიანი ქაღალდების სახეები და ცალკეული ფასიანი ქაღალდები, სადაც შესაძლებელია მაღალი შემოსავლიანობის უზრუნველყოფა დაბალი რისკის პირობებში.

ფასიანი ქაღალდების მომავალი ქცევების პროგნოზირებისათვის შეიძლება გამოყენებულ იქნას შემდეგი ინფორმაცია:

- ❖ რესტროსპექტულ პერიოდში ფასების ცვლილების მაჩვენებელი;
- ❖ თეორიები, აქტივების ფასებსა და მათზე მოქმედ ეკონომიკურ ფაქტორების შესახებ;
- ❖ წარსული პერიოდის სტატისტიკური მონაცემები ეკონომიკური ფაქტორებისა და აქტივების ფასების ცვლილების კორელაციის შესახებ;
- ❖ მონაცემები საფონდო და სავალუტო ბირჟებზე კონკრეტული სიტუაციებისა და შესაბამისი მიზეზ-შედეგობრივი კავშირების შესახებ;
- ❖ ექსპერტთა მოსაზრებები საფონდო და სავალუტო ბირჟებზე მომავალში მოსალოდნელი სიტუაციების შესახებ.

ასეთი მონაცემების საფუძველზე შეიძლება გაკეთდეს რაოდენობრივი და თვისებრივი დასკვნები სხვადასხვა ეროვნულ ბაზრებზე ფასების მოძრაობისა და ვალუტის კურსის ცვლილების შესახებ. მაგრამ, ნებისმიერ შემთხვევაში, საერთაშორისო ინვესტიციები დაკავშირებულია სხვადასხვა ეროვნულ ბაზრებზე ფასიანი ქაღალდების კურსის დაცემისა და ვალუტის კურსის დაცემის გარკვეულ რისკთან. ამიტომაც საერთაშორისო საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურის ფორმირებასთან ერთად ინვესტორმა უნდა განსაზღვროს მისი მიდგომის პრინციპი რისკის მართვასთან დაკავშირებით. ამასთან, დასაშვებია მოქმედების შემდეგი ვარიანტები:

- ❖ არ მიიღოს არანაირი ზომები ხელსაყრელი სიტუაციის ჩამოყალიბების მოლოდინით;
- ❖ მოახდინოს ინვესტიციების დივერსიფიკაცია ქვეყნების, აქტივების სახეების, ეკონომიკის დარგების და ფასიანი ქაღალდების მიხედვით;
- ❖ გაზარდოს ინვესტიციების წილი ურისკო აქტივებში (მაგალითად, სახელმწიფო ობლიგაციები);

- ❖ შეარჩიოს ნაკლებად რისკიანი აქტივები და ინვესტირების ვალუტები მათი ხარისხის პროგნოზის საფუძველზე;
- ❖ გაატაროს სპეციალური ღონისძიებები აქტივების ფასების ან ვალუტის კურსის არახელსაყრელი ცვლილებებისაგან თავდაცვის მიმართულებით.

საერთაშორისო ინვესტორმა თუ ოპერაციებს განახორციელებს დამოუკიდებლად ფასიან ქაღალდებთან ავტომატიზებული დაშვების სისტემით, ან გახდება საერთაშორისო ინვესტიციური ფონდების (International Investment funds) მონაწილე, რომელიც მოზიდულ საშუალებებს აბანდებს ფასიან ქაღალდებში უნდა განსაზღვროს იმოქმედებს თუ არა იგი საბირჟო და არასაბირჟო ბროკერების მეშვეობით.

ამრიგად, საერთაშორისო ინვესტიციებით საქმიანობისათვის საჭიროა შემდგომი გარემოებების გათვალისწინება: ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზრის, სავალუტო ბაზრის და მათში მონაწილეობის ხერხების ცოდნა, სხვადასხვა ეროვნულ ბაზრებზე და ევრობაზარზე მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდების მახასიათებლებისა და თავისებურებების დიაგნოსტიკა, ინვესტიციის ბაზრის მახასიათებელი მაჩვენებლების, მათი არსისა და გაანგარიშებების მეთოდების ცოდნა, ინვესტიციური და ფინანსური ბაზრების შესახებ საჯაროდ გამოქვეყნებული მონაცემების წაკითხვისა და ანალიზის უნარი, საერთაშორისო ბაზარზე აქტივების ფასებზე მოქმედი ფაქტორების და მათი ურთიერთკავშირის შესახებ ინფორმაციის ფლობა, საერთაშორისო ინვესტიციების რისკის შემცირების ინსტრუმენტებისა და მეთოდების ცოდნა, საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელის შემოსავლიანობის მაჩვენებლების გაანგარიშების ცოდნა და უნარი.

## **XV.2. ფინანსური (პორტფელური) ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზარი**

კაპიტალის საერთაშორისო ბრუნვა მრავალმხრივი პროცესია. მისი ერთ-ერთი შემადგენელი ნაწილია საერთაშორისო ინვესტიციები, რომელსაც განეკუთვნება კაპიტალის გრძელვადიანი დაბანდება მსოფლიო მეურნეობის სხვადასხვა დარგებში მოგების მიღების მიზნით. მაგრამ, საჭიროა იმის გათვალისწინება, რომ ნებისმიერი სახის ინვესტიციების განხორციელება უნდა იყოს ურთიერთხელსაყრელი, ე. ი. მან უნდა მოუტანოს მოგება, როგორც ინვესტიციის მიმღებს, ასევე, კორპორაციას, რომელმაც მოახდინა ინვესტირება.

ძირითადი პრობლემები, რომლის გადაწყვეტის წინაშე შეიძლება აღმოჩნდნენ ინვესტორები საერთაშორისო ინვესტირების პროცესში მდგომარეობს შემდეგში:

- ❖ აქტივების განაწილება (რომელი კლასის აქტივები ჩაირთოს პორტფელში და რა მოცულობით);

- ❖ აქტივების სხვადასხვა კლასების მოცულობების ცვლილების სიხშირე;
- ❖ ინვესტიციური პროგრამის კომპეტენტური ხელმძღვანელის შერჩევა.

სხვადასხვა პორტფელების შედარებით ეფექტიანობა დამოკიდებულია აქტივების განაწილების სტრუქტურაზე. მაგალითად, რომელიმე ქვეყნის აქციების სხვადასხვა ასორტიმენტიდან მიღებული შემოსავლის მნიშვნელოვანი ნაწილი ასახავდეს იქნება ამ ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საერთაშორისო პროცესებს. ოპერაციების სხვადასხვა ასორტიმენტი კი იძლევა ამ ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფიქსირებული შემოსავლების ზოგად სურათს. შედეგად, რისკი და მოგება პორტფელში, რომელიც ასახავს ქვეყნის 50% აქციას და ქვეყნის 50% ობლიგაციას, განსხვავებული იქნება რისკისა და მოგებისაგან, რომელიც დაკავშირებულია პორტფელთან, სადაც ქვეყნის აქციები და ობლიგაციები განაწილებულია პროპორციით 85:15.

ინვესტიციების ბაზრის გაფართოების პირობებში აქტივების გადანაწილების კუთხით გადანყვეტილების მიღება სულ უფრო რთულდება, რამდენადაც საჭირო ხდება შერჩევა არა მხოლოდ ადგილობრივ და უცხოურ აქტივებს შორის, არამედ, აგრეთვე, საზღვარგარეთულ ვალუტასთან დაკავშირებული რისკის გათვალისწინება. აქტივების გლობალური ბაზრები იძლევიან საშუალებას როგორც შემოსავლების ზრდის, ასევე, რისკის შემცირების, მაგრამ ამის მიღწევა გრძელვადიან პერიოდში შესაძლებელია მხოლოდ ბაზრებში ცვლილებების, ინვესტიციების ხარისხზე და აქტივების განთავსებაზე მუდმივი ყურადღების, ანალიზისა და შეფასებების გზით.

აქტივების განაწილების პრობლემა კიდევ უფრო რთულდება იმ შემთხვევაში, როდესაც ინვესტორების წინაშე ფართოვდება ჰორიზონტები და მათ ექმნებათ მრავალფეროვანი აქტივების გამოყენების შესაძლებლობა, განსაკუთრებით საზღვარგარეთ. ზოგიერთი ქვეყნის ინვესტორებს, მაგალითად, დიდი ბრიტანეთის და ნიდერლანდების კომპანიებს, საზღვარგარეთ დაბანდებული აქვთ თავიანთი ფონდების მნიშვნელოვანი ნაწილი. უკანასკნელ წლებში მრავალი ქვეყნის ინვესტორები თანდათანობით ზრდიან თავიანთ პორტფელებში საზღვარგარეთული ინვესტიციების მოცულობებს. კაპიტალის საერთაშორისო ბაზარზე დიდი ხანია დომინირებენ აშშ და იაპონია, და, ისინი დღესაც ინარჩუნებენ წამყვან ადგილს.

საერთაშორისო ინვესტირება მიზანშეწონილია იმ შემთხვევაში, როდესაც ინვესტიციური პორტფელი გრძელვადიან პერსპექტივაში იძლევა უფრო მაღალ შემოსავალს, ვიდრე ადგილობრივი აქტივების პორტფელი, იმავე სიდიდის რისკისას, ან იძლევა იმდენივე შემოსავალს, მაგრამ შემცირებული რისკის პირობებში. ადვილი შესამჩნევია, რომ აქტივების ყველაზე დაბალრისკიან კლასში შედის ნალდი ფული, რომელიც იძლევა არც ისე მნიშვნელოვან ერთობლივ შემოსავალს. თუმცა, ასევე, უმნიშვნელო რისკი შეიძლება უძრავ ქონებას, რაც მეტწილად დაკავშირებულია იმასთან, როგორ იცვლება

ფასი მასზე. ამ შემთხვევაში რეტროსპექტული შეფასების გამოყენება რისკის შესაფასებლად არაზუსტია, რადგან პერსექტივაში უძრავ ქონებაზე შეიძლება ფასებმა ძლიერი ცვლილება განიცადოს. შეიძლება ითქვას, რომ უძრავი ქონებაც სარისკო კლასში შემავალ აქტივს წარმოადგენს.

ამავე დროს, ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზარზე მიმოიქცევა სპეკულაციური კაპიტალი, რომელიც ახდენს როგორც მაღალი რისკის, ასევე, მაღალი შემოსავლების დემონსტრირებას. როგორც შემოსავლების, ასევე, რისკიანობის ხარისხის კუთხით, აქციები მეორე ადგილზე იმყოფება. ობლიგაცია კი იმყოფება აქციებსა და ნაღდ ფულს შორის როგორც რისკიანობის, ასევე, შემოსავლიანობის მხრივ.

დღევანდელი მაღალი კონკურენციის პირობებში საბაზრო პორტფელში ხდება როგორც დაბალრისკიანი, ისე მაღალრისკიანი აქტივების ჩართვა. ბაზარზე უნდა იქნას წარმოდგენილი ყველაფერი, რასაც შეუძლია შემოსავლის მოტანა: აქციები, ობლიგაციები, უძრავი ქონება, კერძო კაპიტალი და ა. შ. თუმცა, ნაკლებად სააღბათოა, რომ თანამედროვე ტურბულენტური საერთაშორისო ბაზრების პირობებში, ინვესტორმა მაღალი ალბათობით დააპროგნოზოს თითოეული ტიპის აქტივისაგან მოსალოდნელი შემოსავლის მოცულობა.

ზოგიერთი საერთაშორისო ინვესტორი შეიძლება წაანყდეს გარკვეულ შეზღუდვებს. მაგალითად, იაპონელ ინვესტორებს კანონის თანახმად უცხოურ აქციებში, აქტივების მხოლოდ არაუმეტეს 30 პროცენტის დაბანდების უფლება აქვთ, ხოლო მრავალმა ორგანიზაციამ თავისი აქტივების მინიმუმ 50% უნდა ჩადოს იაპონიის სახელმწიფო ობლიგაციებში. კანადის საპენსიო ფონდებს შეუძლიათ უცხოურ აქტივებში ჩადოს თავიანთი კაპიტალის არაუმეტეს 20%. სამხრეთ კორეის მთავრობა კი უცხოელებს ქვეყნის აქციონერულ კომპანიებში 23%-ის მოცულობით მონაწილეობის ნებას რთავს. გერმანიაში უცხოელებს უფლება აქვთ მხოლოდ 10 პროცენტის მოცულობის ინვესტიციები დააბანდონ.

საერთაშორისო ინვესტირებაში რისკების შემცირების მიზნით ფართო დაინერგა ინვესტიციური პორტფელის დივერსიფიკაციის პრაქტიკა, თუმცა, ინვესტორები მაინც აწყდებიან გარკვეულ საფრთხეებს. ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებამდე საჭიროა შეფასდეს რა ზემოქმედებას ახდენს ტექნიკური პრობლემები: სახელმწიფო რეგულირება, საგადასახადო წესები და გაანგარიშების პრაქტიკა. საჭიროა რისკების მართვის მოწესრიგება, რადგან შეცდომა შეიძლება ძალიან ძვირი დაჯდეს და მისი ფასი აღემატებოდეს ინვესტიციებიდან ნებისმიერ მოსალოდნელ ამონაგებს. საერთაშორისო ინვესტირების რისკები შეიძლება დაჯგუფდეს სამ კატეგორიად:

- 1. სექსუალური რისკი.**
- 2. სავალუტო რისკი.**

### 3. ფასიანი ქაღალდების რისკი.

საქვეყნო რისკი წარმოიქმნება აქტივების სხვა ქვეყანაში შენახვის დროს და დაკავშირებულია პოლიტიკურ, სამართლებრივ, ეკონომიკურ ცვლილებებთან და კონტროლის პრობლემებთან, აგრეთვე, კულტურულ-ენობრივ თავისებურებებთან და გეოგრაფიულ ადგილმდებარეობასთან. საქვეყნო რისკი შედარებით მცირეა აშშ-ში და ინგლისში, მაგრამ ძალიან მაღალია ზოგიერთ ქვეყანაში (მაგალითად, ალბანეთი). ინვესტორები, რომლებიც მხოლოდ ერთ ქვეყანაში ახდენენ აქტივების კონცენტრირებას მაღალი საქვეყნო რისკის ქვეშ ექცევიან. ამიტომაც საერთაშორისო ინვესტიციურ პორტფელში ინვესტორები ცდილობენ მრავალრიცხოვანი ქვეყნების წარმოდგენას, რითაც ამცირებენ რისკის ხარისხს.

მრავალი განუვითარებელი საერთაშორისო ბაზარი სათანადოდ არ რეგულირდება. მათ არ შეუძლიათ ისარგებლონ ისეთი დაცვითი მარეგულირებელი ორგანოებით როგორც აშშ, ინგლისის და იაპონიის ბაზრებს გააჩნიათ. განვითარებადი ქვეყნების მრავალი ფასიანი ქაღალდი ნაკლებად ლიკვიდური და მაღალრისკიანია, ვიდრე განვითარებული ქვეყნების. მრავალ ბაზარზე არსებობს სერიოზული ინფრასტრუქტურული რისკები, რომელიც დაკავშირებულია ინფორმაციულ-ტექნიკური ბაზის განუვითარებლობასთან, ბაზრის გაუმჭვირვალეობასთან, აგრეთვე, კონკურენციის დაბალ დონესთან.

საქვეყნო რისკი და ფასიანი ქაღალდების რისკი ხშირად ურთიერთდაკავშირებულია, განსაკუთრებით განვითარებად და ფორმირებად ბაზრებში. საქვეყნო რისკი და ფასიანი ქაღალდების რისკი ბიზნესისათვის შეიძლება იყოს მეტად მნიშვნელოვანი. იმისათვის, რომ ეფექტიანად იქნას გამოყენებული საერთაშორისო ინვესტიციური პორტფელის დივერსიფიკაციის უპირატესობები, საჭიროა სულ მცირე ათ ქვეყანაში მაინც განხორციელდეს ინვესტირება. თუმცა, ასეთი მიდგომა არ ამცირებს სავალუტო რისკს. ყველაზე უფრო გავრცელებული საქვეყნო რისკებია: პოლიტიკური, ეკონომიკური, კულტურულ-ენობრივი, სამართლებრივი, რეგულირებასთან დაკავშირებული და დროით სარტყელთან დაკავშირებული (იხ. ნახაზი 15).

თანამედროვე საერთაშორისო ბიზნესში ყველაზე უფრო გავრცელებული საბაზრო რისკებიდან აღსანიშნავია რისკები დაკავშირებული **საბაზრო ფასების ცვლილებასთან** (როდესაც ფასები გარიგების მომენტში განსხვავდება საბოლოო ანგარიშსწორების მომენტისათვის ფასებისაგან), **რისკები დაკავშირებული ბიზნესის ნაშრომასთან** (მომსახურების დაბალი დონე, მაღალი დანახარჯები ინფრასტრუქტურაზე და ა. შ.), **ოპერაციული რისკები** (პერსონალის შეცდომები, ორგანიზაციული ნაკლოვანებები, მოცდენები, თაღლითობა, სტიქიური მოვლენები, ტერორიზმის, ვალეზულებათა შეუსრულებლობა მესამე მხარის მიერ), **ფასიანი ქაღალდების მიწოდების რისკები** (ფასიანი ქაღალდების დაგვიანებით მიწოდება რეგისტრაციის გაჭიანურების, დაკარგვის ან სხვა

მიზეზების გამო), **ლიკვიდობის რისკები** (ანგარიშსწორების განუხორციელებლობა დადგენილ ვადაში) და სხვა.



**ნახაზი 15. საქვეყნო რისკის სახეები**

საერთაშორისო ინვესტიციების ბაზარზე განსხვავებულ როლს თამაშობს **საჰვალუტო რისკი**, რაც თავის გამოხატულებას პოულობს ვალუტების კურსის რყევაში. ეს უკანასკნელი გავლენას ახდენს საერთაშორისო ინვესტიციაზე, რამდენადაც საბოლოო ანგარიშში ინვესტორები მიღებულ შემოსავალს მოიხმარენ თავიანთ ეროვნულ ან საბაზო ვალუტაში. მაგალითად, საპენსიო ფონდი, რომლითაც სარგებლობს ან ისარგებლებს

პირი, მცხოვრები დიდ ბრიტანეთში, პასუხისმგებელია მათ წინაშე მხოლოდ ბრიტანულ ფონდში. ამ ფონდის ადმინისტრაცია, რომელსაც ინვესტიციების შედეგად შემოსავალი გააჩნია იენაში, ვალდებულია მიმართოს ტოკიოს ბაზარს და იაპონური იენა გადაცვალოს ბრიტანულ ფუნტში. გაცვლის კურსის ცვლილება გავლენას მოახდენს იმ თანხაზე ბრიტანულ ფუნტში, რომელიც შეიძლება გამოიშვებულ იქნას ინვესტიციის დახმარებით იაპონურ იენასი. ბრიტანული ფუნტის კურსის შემცირება იაპონურ იენასთან მიმართებაში გამოიწვევს იმას, რომ თითოეული გამოიშვებული იენა შეიძლება გადაცვილ იქნას უფრო მეტი რაოდენობის ბრიტანულ ფუნტზე, რის შედეგადაც ფუნტით შემოსავალი გაიზრდება. ბრიტანული ფუნტის კურსის გაზრდა კი უარყოფითად იმოქმედებს მოცემული ფონდის შემოსავალზე.

მრავალ შემთხვევაში ვალუტის კურსის ცვლილების შედეგების ნეიტრალიზება შესაძლებელია ჰეჯირების გამოყენებით, სახელდობრ სავალუტო ფორვარდული კონტრაქტების, ფიუჩერსების, ოპციონების ან სვოპების დახმარებით.

საქართველო მსოფლიოს ერთ-ერთ პატარა ქვეყანას წარმოადგენს. ამის მიუხედავად, იგი საერთაშორისო ინვესტიციური ბაზრის მონაწილეა. საქართველოში მრავალი ქვეყნის ინვესტიცია შემოდის. მისმა საერთო თანხამ 2018 წელს 1265236 ათასი აშშ დოლარი შეადგინა. ძნელია იმის თქმა, ამ თანხიდან რამდენი იყო პორტფელური (ფინანსური) ინვესტიცია, რადგან, საქართველოს სტატისტიკის დეპარტამენტი ამ ინფორმაციას არ ასაჯაროებს.

### **საკონტროლო კითხვები:**

1. რას წარმოადგენს საერთაშორისო ინვესტიცია?
2. როგორ წარმოგიდგენიათ საერთაშორისო ინვესტიციების ბაზარი?
3. რა სირთულეები ხვდება ერთი ქვეყნის ინვესტიციებს სხვა ქვეყნის ინვესტიციების ბაზარზე?
4. რა რისკები ემუქრება საერთაშორისო ინვესტიციებს?
5. ჩამოთვალეთ საერთაშორისო ინვესტიციების ბაზრის უპირატესობები?
6. როგორი თანმიმდევრობით ხდება საერთაშორისო ინვესტიციების პორტფელის ფორმირება?
7. ინვესტიციების როგორი საბაზრო პორტფელი ითვლება საუკეთესოდ?
8. რა პრობლემების წინაშე შეიძლება აღმოჩნდეს ინვესტორი ფინანსური ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზარზე?
9. როდის არის მიზანშეწონილი საერთაშორისო ინვესტირება?
10. ახსენით საქვეყნო რისკების სახეები საერთაშორისო ფინანსური ინვესტიციების ბაზარზე.