

პრივატიზაცია და კაპიტალიზაციის ზემოქმედება აქონომიკურ ზრდაზე

ივანე ჩხაიძე

საქართველოს საპატრიარქოს წმიდა
ანდრია პირველწოდებულის სახელობის
ქართული უნივერსიტეტის დოქტორანტი

პრივატიზაცია როგორც სახელმწიფო საკუთრების კერძო სექტორზე გადაცემის პროცესი კაპიტალიზაციის გამვითარებას ემსახურება და მისი ეფექტიანობა დამოკიდებულია სახელმწიფო პოლიტიკის მიზნებზე, ბაზრის გარემოსა და გასაყიდი კომპანიის მახასიათებლებსა და ზომებზე. საჯარო შეთავაზება საფონდო ბაზრის საშუალებით გამოყენებული უნდა იყოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გაფართოებისთვის, ლიკვიდურობისა და ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებისათვის. მაგრამ, იმ შემთხვევაში, როდესაც ფასიანი ქაღალდების ბაზრები არასათანადოა განვითარებული, რთული ხდება ინსტიტუციური ინვესტირების მოძიება.

განვითარებულ ქვეყნებში პრივატიზაცია ძირითადად ხორციელდება საფონდო ბაზარზე საჯარო აქციების/წილის შეთავაზებით. მაგალითად, 90-იან წლებში იტალიაში საფონდო ბაზარზე გატანილი საჯარო აქციები პრივატიზაციიდან მიღებული შემოსავლის დაახლოებით 90%-ს შეადგენდა. ანალოგიური იყო ბრიტანეთში, იტალიაში, საფრანგეთსა და გერმანიაში. მრავალ განვითარებულ ქვეყანაში, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება და გაფართოება არის პრივატიზაციის მიზანი ამიტომ, პრივატიზაციის გავლენა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებაზე საკმაოდ მნიშვნელოვანია.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებასა და პრივატიზაციას შორის კავშირი მჭიდროა. იმ ქვეყნებში, სადაც პრივატიზებული კომპანიების აქციები მასიურად არის გატანილი ბაზარზე, ვაჭრობის მოცულობა და ბაზრის კაპიტალიზაცია მთლიანი ში და პროდუქტის პროპორციულად სწრაფად იზრდება.¹

¹ Maria K. Boutchkova, William L. Megginson. Privatization and the Rise of

ისეთ ქვეყნებში, როგორც არის პორტუგალია, იაპონია, ბრიტანეთი, გერმანია, საფრანგეთი და იტალია, პრივატიზებული და ნახევრად პრივატიზებული კომპანიები ყველაზე ძვირადღირებულად ფასდება და მთლიანი საბაზრო კაპიტალიზაციის მნიშვნელოვანი წილს შეადგენს.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში დამტკიცებულია ისიც, რომ პრივატიზაცია ზრდის როგორც მონოპოლისტური, ასევე არამონოპოლისტური სექტორების მომგებიანობასა და ეფექტიანობას და ზრდის საბაზრო კაპიტალიზაციას მშპ-ს ადექვატურად.¹

პრივატიზაციისას აქციების გატანა ბაზარზე დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებაზე, ხოლო მეორეს მხრივ, კი პრივატიზაცია წარმოადგენს კაპიტალის ბაზრის განვითარების მექანიზმს და უზრუნველყოფს საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის ზრდას.

დასავლეთის ქვეყნებში პრივატიზაცია ემსახურება ისეთ მიზნებს, როგორც არის აქციების მფლობელთა რაოდენობის გაზრდა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ლიკვიდურობის ამაღლება. განვითარებული ქვეყნებისთვის, კარგად განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი კორპორაციებისთვის ინვესტიციების მოძიების საშუალებაა, რაც პოზიტიურად ზემოქმედებს თვით კაპიტალის ბაზრის განვითარებაზე. პრივატიზება ემსახურება ორივე მიზანს, როგორც ინვესტიციების მოზიდვას, ასევე კაპიტალის ბაზრების განვითარებას. ამიტომ მისი წილიც საკმაოდ მაღალია საფონდო ბაზრების საქმიანობაში.

დაბალგანვითარებულ ქვეყნებში, სადაც ფასიანი ქაღალდების მცირე ბაზრები არსებობს, პრივატიზაცია აღიქმება როგორც უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის საშუალება და შესაბამისად

Global Capital Markets. Financial Management (Fall 2000). P. 5; 12-13. <http://faculty-staff.ou.edu/M/William.L.Megginson-1/prvmktgrpFM-nv0.pdf>

¹ Eytan Sheshinski and Luis F. López-Calva. (2003). Privatization and its benefits: theory and evidence. CESifo economic studies : CESifo, a joint initiative of the University of Munich's Center for Economic Studies and the Ifo Institute. Oxford : Oxford Univ. Press, Vol. 49. 2003, 3, p. 429-459. <http://www.econbiz.de/Record/privatization-and-its-benefits-theory-and-evidence-sheshinski-eytan/10001827343>

სად ამ ქვეყანის საერთაშორისო ინტეგრირება. გარდა ამისა, ასეთ ბაზრებზე პრივატიზაცია ხდება ღია, კონკურენტუნარიანი პროცესი, სადაც კომპანიის აქციები საჯაროდ არის გამოტანილი საფონდო ბაზარზე და საჯარო შეთავაზებები ყველაზე გამჭვირვალეა.

პოსტკომუნისტური ქვეყნების ტრანსფორმაციული პროცესები დაემყარა სახელმწიფო საკუთრების **პრივატიზებას**, რომლის შემდგომი გაგრძელება ღირებულების კაპიტალიზაციის პროცესია. კაპიტალიზაციის ასეთი მექანიზმისათვის არ არის დამახასიათებელი ფულადი კაპიტალის დაგროვება და მისი გადაქცევა საწარმოო ფაქტორად სხვადასხვა ფინანსური ინსტიტუტის მეშვეობით.

ამასთან კაპიტალიზაციის პროცესი, რომელიც პრივატიზებას დაემყარა, განხორციელდა ზემოდან კონკრეტულ ვადებში და შეზღუდულ პირობებში, რის შედეგადაც კაპიტალი აღმოჩნდა არამიზნობრივი აგენტების ხელში. ამ პროცესის ერთ-ერთი თავისებურებაა ისიც, რომ გლობალიზაციის პროცესში უცხოეთის კაპიტალს საკუთარი ეროვნული საზღვრების მიღმა დაბანდების ტენდენცია ახასიათებს, თუმცა პრივატიზების პროცესში მისი მონაწილეობა საკმაოდ შეზღუდული აღმოჩნდა სხვადასხვა ფაქტორის გამო. შესაბამისად კაპიტალიზაცია განხორციელდა ძირითადად ადგილობრივი მოსახლეობის მიერ, რომლის დანაზოგების დონე საკმაოდ სუსტი იყო. ამან განაპირობა მისი შემდგომი ზრდის პროცესის შეფერხება წარმოების ფაქტორების განვითარებისათვის სათანადო სახსრების შეზღუდულობის გამო. ამდენად ჩამოყალიბდა მესაკუთრეთა ფენა, თუმცა იგი სრულებით არ იყო ეფექტიანი. პრივატიზებასთან ერთად სახელმწიფოს საინვესტიციო ფუნქცია სულ უფრო იზღუდებოდა, ხოლო არაეფექტიან მესაკუთრეს კი უჭირდა დამატებითი რესურსის მოძიება კაპიტალიზაციის გასაგრძელებლად. ეს პროცესი არ იყო სათანადოდ კომპენსირებული საფინანსო სექტორის მიერ, ხოლო დაგროვებისათვის აუცილებელი შეზღუდული რესურსების გამო არც აქციონერთა ფენა არ ყალიბდებოდა შესაბამისი ზომით. ამის შედეგად მრავალი პრივატიზებული საწარმო

განწირული აღმოჩნდა და დაიწყო მათი რესტრუქტურირაცია ან ლიკვიდაცია. მართალია ამ პროცესში სახელმწიფომ აიღო თავის თავზე დაფინანსების ვალდებულება ზოგიერთ მნიშვნელოვან სფეროში, მაგრამ ასეთი ადმინისტრაციული ხერხებით კაპიტალიზაციის პროცესი ვერ განხორციელდა. პირიქით, ხელი შეეწყო მკვდრადშობილი საწარმოების ხელოვნურად სიცოცხლის გახანგრძლივებას.¹

საქართველოში 90-იან წლებში პრივატიზების პროცესი, სხვა მიზნებთან ერთად, მიმართული იყო იმისკენ, რომ სახელმწიფოსაგან განთავისუფლებულიყო ის საწარმოები, რომელთა მართვაც არ შეიძლება ყოფილიყო ეფექტიანი თუ კი ისინი დარჩებოდნენ სახელმწიფო საკუთრებაში, რადგან მათი შემდგომი ფუნქციონირებისათვის აუცილებელი იყო დამატებითი კაპიტალდაბანდება, რომელიც ხელისუფლებას არ გააჩნდა და არც სესხის სახით შეიძლება აღებული ყოფილიყო.

საწყის ეტაპზე პრივატიზებას დაექვემდებარა მცირე და საშუალო საწარმოები, რომელთა განსახელმწიფოებრიობა შექმნიდა კონკურირებად ბაზარს და არ შეადგენდა ქვეყნის სტრატეგიულ დანიშნულებას. მრავალი საწარმო გაკოტრდა, რამდენმე მიზეზის გამო: მათ პროდუქციას არ ჰქონდა ბაზარი, საწარმოს ამუშავებისათვის არ არსებობდა საკმარისი კაპიტალდაბანდება, საწარმოების ხელმძღვანელობას არ გაჩნდა საბაზრო ეკონომიკის საკმარისი გამოცდილება, საბანკო კრედიტებზე საპროცენტო განაკვეთები იყო მაღალი ხელმიუწვდომელი ბიზნესისათვის და სხვ.

90-იანი წლების მეორე ნახევარში მასობრივ პრივატიზებაში ჩაერთო მთელი მოსახლეობა, რომელთაც გაუნაწილდათ ვაუჩერები საწარმოებში დასაბანდებლად. დაიწყო მსხვილი საწარმოების პრივატიზება სააქციო საზოგადოებებად გარდაქმნით, თუმცა ეს საწყის ეტაპზე ძირითადად განხორციელდა პოლიტიკური მიზნებისათვის (ძირითადად საერთაშორისო ფინანსური

1 V. Papava, M. Tokmazishvili. Necroeconomic Foundations and the Development of Business in Post-Revolution Georgia. The Caucasus & Globalization. Vol 1(4), 2007. p.85-94.

ორგანიზაციების, USAID და სხვა დონორი ორგანიზაციების კონსულტაციებით) და არა იმისათვის, რომ მოზიდული ყოფილიყო უცხოური ინვესტიციები. ამასთან როდესაც საკონტროლო პაკეტი იყიდებოდა, ბიუჯეტში შემოსული თანხები არ ხმარდებოდა თვით კომპანიებს ინვესტიციების სახით, შესაბამისად ეს საწარმოებიც აღმოჩნდნენ რთული ფინანსური პრობლემების წინაშე, ამასთან, ასეთი სახის კომპანიების მართვის გაუმჯობესება, კადრების ნაკლებობა და სხვ პრობლემები ვერ ქმნის შიდა ინვესტორთა დაინტერესებას, შესაბამისად გაძნელდა საფონდო ბირჟის ფორმირებაც. აუცილებელი ხდებოდა ასეთი კომპანიების კორპორაციული მართვის სტრუქტურის შეცვლა (ძირითადად ანგლოსაქსური მოდელიდან კონტინენტურ მოდელზე გადასვლა), რასაც მნიშვნელოვნად უნდა აემაღლებინა საწარმოების კაპიტალიზაციის დონე, აქციების ლიკვიდურობა და აქციონერთა უფლებების დაცვა.

პრივატიზაციის პროცესი წარიმართა ისე, რომ არ იყო გატარებული მნიშვნელოვანი სოციალური-ეკონომიკური და პოლიტიკური ცვლილებები, არ იყვნენ მომზადებულნი საბაზრო ეკონომიკის მოთხოვნების შესაბამისად მმართველი წრები. გასაყიდი ობიექტების ფასი იყო დაბალი და იგი გაანგარიშებული იყო საბალანსო ღირებულებით.

გაყიდული საწარმოების უმრავლესობას არ გააჩნდა შემოსავლები დივიდენდების გადასახდელად. ხოლო განაწილებული ვაუჩერების მფლობელთა წრე კი სულ უფრო მცირდებოდა, რამდენადაც ისინი მიყიდიდნენ მათ საწარმოს ხელმძღვანელებს. გაყიდული საწარმოების დიდი ნაწილი გაბანკროტდა და ნაწილ-ნაწილი გაიყიდა როგორც ჯარით. მათ არ გააჩნდა შესაბამისი ინტიტუციონალური ინფრასტრუქტურა.

მსხვილი საწარმოები, რომელთა პრივატიზებაც ხელისუფლება ცდილობდა, წააწყდა სირთულეებს, რომელიც აიძულებდა მათ გაეყიდათ ისინი შედარებით იაფად. ასეთ შემთხვევაში (დაბალი ფასების პირობებში) სარისკო ხდებოდა ასეთი საწარმოების სიცოცხლისუნარიანობა მომავალში, რადგან (თუ მხედველობაში არ მივიღებთ პოლიტიკურ გარემოებებს) ა/უცხოელი

მესაკუთრეებისათვის გარკვეული პერიოდის განმავლობაში ასეთი საწარმოების მიერ წარმოებული საქონლის იმპორტი თავინთი ქვეყნებიდან უფრო მომგებიანი შეიძლება აღმოჩენილიყო, ვიდრე მათ მიერ საქართველოში დაბანდებული ასეთი საწარმოებისაგან მიღებული ღირებულება იქნებოდა (ეს საწარმოები რეკონსტრუქციას საჭიროებდნენ, შესაბამისად საჭირო ხდებოდა დამატებითი კაპიტალდაბანდებები, რომელთა უკუგება მხოლოდ ხანგრძლივი პეიოდში შეიძლებოდა განხორციელებულიყო) ბ/. ისინი მოიპოვებდნენ მონოპოლიურ ბაზარს, რაც უარყოფით ზეგავლენას მოახდენდა სხვა პროდუქციის ბაზრებზეც გ/. მონოპოლიური ბაზარი და სხვა პროდუქციის ფასების ზრდა გამოიწვევდა იმპორტისკენ ორიენტაციას და სხვ. შესაბამისად, მიზანშეწონილი იყო ასეთი საწარმოები არ გაყიდულიყო დაბალ ფასებში, და მათი შემდგომი ფუნქციონირებისათვის ა./ სახელწმიფოს მიერ შემუშავებული ყოფილიყო სპეციალური პროგრამები, რომელიც უზრუნველყოფდა იმის დასაბუთებას, თუ რა მიმართულებით უნდა განვითარებულიყო ასეთი საწარმოები ეტაპობრივად; ბ/. უცხოური კომპანიებისათვის მთლიანად მართვის უფლების პრივატიზება გარკვეული პერიოდით გ/. უცხოური კომპანიებისათვის ნაწილობრივი მართვის უფლებით პრივატიზება დ/. სხვ შესაბამისად პრივატიზება დაქვემდებარებულიყო არა პოლიტიკურ გადაწყვეტილებას, არამედ კაპიტალიზაციის ეკონომიკურ პროგნოზირებას.

ეკონომიკურ ზრდაზე კაპიტალიზაციის პროცესის ზემოქმედებას ადასტურებს ყველა ეკონომიკური კვლევა. საბაზრო ეკონომიკაში ეკონომიკის ზრდას აქვს ორმაგი ზემოქმედება, კერძოდ, ა/. გაურკვევლობის ზრდასთან ერთად იზრდება ეკონომიკის იმ შინაგანი მამოძრავებელი ძალების მარეგულირებელი როლი, რომლებიც განსაზღვრავენ ეკონომიკურ წესრიგს და ბ/. გარემოს არასტაბილური ხასიათი, რომელიც ეკონომიკის რყევებში აისახება და პერიოდულად ფინანსურ კრიზისებს იწვევს, მოითხოვს წარმოების ყველა ფაქტორის - კაპიტალის, მიწის და შრომის უზარის - კაპიტალიზაციისა და ფინანსური ნაკადების ეფექტიანობის ამაღლებას.

ეკონომიკური სტაბილურობა ემყარება რესურსების კაპიტალიზაციის საფუძველზე ფინანსური კაპიტალის ფორმირების, განაწილების, გამოყენებისა და ეფექტიანობის ზრდას. მათზე მოქმედებს როგორც მიკრო, ასევე მაკროეკონომიკური ხასიათის ფაქტორები: საწარმოების ფინანსური მაჩვენებლები, ეკონომიკის სუბიექტების აღქმა და გაწეული რისკები, მართვის კულტურა, მონეტარული და ფისკალური რეგულირება და სხვ. ყველა ეს ფაქტორი მეწარმეების სტრატეგიული არჩევანის პირობაა და იგი ინვესტიციების მიმზიდველობას განსაზღვრავს. საერთოდ კი, ეკონომიკის სტაბილურობა და განვითარება წარმოებული ღირებულების ზრდაში აისახება, ხოლო კაპიტალიზაცია არის ამ მიზნის მიღწევის ინსტრუმენტი.

კაპიტალიზაციის მასშტაბების შესაბამისად ეკონომიკური ზრდა განსხვავებული ხასიათისაა: როდესაც რეალური კაპიტალიზაცია ზრდის საწარმოების აქტივებს და მის ღირებულებას, მაშინ ხორციელდება წონასწორული ზრდა და ფასები აწონასწორებენ ერთობლივ მოთხოვნა-მიწოდებას, მაგრამ როდესაც ღირებულების ზრდა ხდება ფიქციური კაპიტალის ზრდის ხარჯზე, მაშინ ეკონომიკის ზრდა არ ემყარება საწარმოების განვითარებას და საწარმოების კონკურენტუნარიანობა და ინვესტიციური მიმზიდველობა ილუზიური ხდება. ეს პროცესები ერთმანეთს ცვლიან. მათ დროებითი ხასიათი აქვთ და ეკონომიკური ზრდის ციკლურ ხასიათს გამოხატავენ. მთლიანობაში ამ პროცესების შეფასებით შესაძლებელია ეკონომიკის ზრდის ეფექტიანობის განსაზღვრა.

ამ პროცესებზე ზემოქმედებს როგორც ეკონომიკის შინაგანი პოტენციური შესაძლებლობები და რესურსული უზრუნველყოფა, ასევე მარკეტინგული წარმომავლობაც, რომელიც განსაზღვრულია არამატერიალური აქტივების - ბრენდი, იმიჯი, საქმიანი რეოპუტაცია, და სხვ - როლით და სოციალური ცნობადობით. მთლიანობაში ეს არის ეკონიკური ზრდისა და სტაბილურობის კომპლექსური საკითხი, რომელიც რესურსებისა და არამატერიალური აქტივების ერთობლიობით განსაზღვრავს ეკონომიკის პოტენციურ განვითარებას და კონკურენტუნარიან-

ობას. მათი რეალიზაცია კი ხდება საბაზრო ცნობადობის მტკიცებით საფონდო ბირჟებზე გარიგებების გზით.

ეს საკითხი განსაკუთრებით მტკივნეულია მცირე და საშუალო ბიზნესისათვის, რამდენადაც ისინი აწყდებიან საბაზრო ცნობადობის პრობლემას. მსხვილ ფირმებს აქვთ შესაძლებლობა რესურსების კონცენტრაციით იზრუნონ მარკეტინგულ კაპიტალიზაციაზე, ხოლო მცირე და საშუალო საწარმოებს კი შეზღუდული რესურსების გამო მარკეტინგული კაპიტალიზაცია შეუძლებელი ხდება. შესაბამისად მათი საბაზრო ცნობადობის გაზრდა მხოლოდ მსხვილ პარტნიორ საწარმოებთან ალიანსის გზით ხდება შესაძლებელი.

ხანგრძლივადიანი საკონტრაქტო ურთიერთობებით დაწყებული ვერტიკალური ინტეგრაციის ჩათვლით მსხვილ ბიზნესთან ალიანსი საშუალებას იძლევა განამტკიცონ მიწოდების ჯაჭვი და უზრუნველყონ საწარმოო პროცესის სტაბილურობა, რაც გაურკვევლობის თავიდან აცილების კარგი პირობაა. ეს კი ალიანსის საბაზრო ცნობადობას გაზრდის და მარკეტინგულ კაპიტალიზაციას უწყობს ხელს.

განვითარებულ ქვეყნებში საფონდო ბირჟებზე კაპიტალიზაციის პროცესს დიდი გაქანება მიეცა. ინვესტორები აბანდებენ კაპიტალს სრულად ახალ ბაზრებზე და დიდ შემოსავალსაც იღებენ რისკის ფასად. საფონდო ბირჟებიდან სარგებელს ამ ქვეყნების ეკონომიკაც ღებულობს. მართალია ზოგიერთი მკვლევარი ამტკიცებს, რომ საფინდო ბირჟის ზემოქმედება ეკონომიკის ზრდაზე დაახლოებით ისეთივეა, როგორც „კაზინოს“ ზემოქმედება ეკონომიკაზე, რადგან ეს ბაზრები ღირებულებას არ აწარმოებენ, და ის ვინც ფულს აბანდებს, მას უკანვე მიაქვს მისი დიდი ნაწილი,¹ მაგრამ მთლიანად ეს ბაზარი დიდ სტიმულს აძლევს ეკონომიკას როგორც ხანგრძლივ, ასევე ხანმოკლე პერიოდ-

1 "The Stock Market Casino". The WMail Newsletter Essays, Volume II - Issue #18: December 2001. <http://www.working-minds.com/WMessay18.htm>; Is Stock Market a Casino?2011; <http://www.safalniveshak.com/is-stock-market-a-casino/>; Gambling vs. Investing: Casinos and the Stock Market, <http://www.fivecentnickel.com/2008/02/25/gambling-vs-investing-casinos-and-the-stock-market/>

ში.¹უპირველეს ყოვლისა იგი კაპიტალს ქმნის ლიკვიდურს. მრავალ საინვესტიციო პროექტს სჭირდება ხანგრძლივი პერიოდი იმისათვის, რომ უკუგება მისცეს კაპიტალის მფლობელს, მაგრამ ინვესტორს არ სურს ხანგრძლივი პერიოდით თვალი ადევნოს იმას, თუ რაში დააბანდა მან კაპიტალი. აქციების ლიკვიდობა მის მფლობელს აძლევს საშუალებას სწრაფად მიიღოს შემოსავალი და გაყიდოს თუ კი შეეცდება თავისი პორტფელის შეცვლას. ამასთან, კომპანიებს კი მუდმივად ექნებათ წვდომა კაპიტალისადმი, მიუხედავად იმისა, რომ მისი მფლობელები სწრაფად იცვლებიან. ამდენად ხანგრძლივ პერიოდში კაპიტალის გადანაწილებით ხდება კომპანიების პერსპექტივების გაძლიერება და საფონდო ბირჟებზე კაპიტალის ლიკვიდობა კი ზრდის ასევე ინვესტირების შესაძლებლობებს. არსებობს განსხვავებული მოსაზრებაც ლიკვიდობის ეკონომიკურ ზრდის შესახებ ხანგრძლივ პერიოდში. ზოგიერთ მკვლევარს მიაჩნია, რომ იგი ინვესტორთა სიბეცის შედეგია და ინვესტორებს შეუძლიათ ადვილად გაყიდონ თავიანთი წილი და თავიდან აიცილონ კორპორაციულ კონტროლის აუცილებლობა, თუმცა როგორც ავტორები შენიშნავენ, ეს განსაკუთრებით ვლინდება განუვითარებელ ბაზრებზე, სადაც მაკროეკონომიკური გაურკვევლობა დიდია და სუსტია მარეგულირებელი ინსტიტუტების როლი.² საფონდო ბირჟების ასეთი სუსტი მხარეები კი კითხვის ქვეშ აყენებს ამ ინსტიტუტის როლს ეკონომიკის ზრდაში, თუმცა ამით არ შეიძლება მის ეკონომიკური ზრდაში მნიშვნელობის დაკნინებაც. საერთაშორისო სტატისტიკის მიხედვით, 2008-2012 წლებში ახალ ბაზრებზე კერძო ინვესტიციები შეადგენდა მთლიანი გლობალური ინვესტიციების 10-11 პროცენტს, ხოლო ამავე ბაზრებზე კი საინვესტიციო ფონდები გაიზარდა 13 პროცენტიდან 20 პროცენტამდე.³

1 Jecheche Petros, The effect of the stock exchange on economic growth: a case of the Zimbabwe stock exchange. Research in Business and Economics Journal. P.1.<http://www.aabri.com/manuscripts/111088.pdf>;

2 Charles Amo Yartey, The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different? IMF Working Paper, WP/08/32. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp0832.pdf>

3 <http://empea.org/research/data-and-statistics/1h-2014-em-pe-industry-statistics>

კაპიტალიზაციის ეკონომიკური ზრდაზე ზემოქმედებაზე რამდენიმე ძირითადი მაჩვენებლის მიხედვით შეიძლება ვიმსჯელოთ:

ა/. საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობის მთლიანი ღირებულების შეფარდებით მშპ-თან. რაც უფრო ადვილია ვაჭრობა და გამჭვირვალება იგი, მით უფრო მაღალია ლიკვიდურობაც და ნაკლებად რისკიანი ხდება კაპიტალდაბანდებებიც. თანაფარდობა ვაჭრობის მოცულობასა და მშპ-ს შორის მით უფრო მაღალია, რაც უფრო ლიკვიდურია ბაზარი. ბაზრები კი ლიკვიდურობის მიხედვით განსხვავებულია, შესაბამისად განსხვავებული მნიშვნელობა მიენიჭება ვაჭრობის თანაფარდობას მშპ-თან.

ბ/. ბაზრები ასევე განსხვავებულია საბაზრო კაპიტალიზაციის დონით. შესაბამისად ვაჭრობის მთლიანი ღირებულების შეფარდება ბაზრის კაპიტალიზაციასთან ასახავს ინვესტორთა სწრაფვას კაპიტალიზაციისკენ, რაც ადექვატურად აისახება ეკონომიკის სტიმულირებაში.

გ/. გასათვალისწინებელია სოციალურ-ეკონომიკური, ინსტიტუციონალური და პოლიტიკური ფაქტორების ზემოქმედება ეკონომიკის ზრდაზე, რაც, თავის მხრივ, ინვესტორთა აქტივობის აუცილებელი პირობაა.

ამ ფაქტორების გათვალისწინებით ემპირიულად შესაძლებელია ვივარაუდოთ, რომ ეკონომიკის ზრდა ემყარება ინვესტორთა აქტივობას, რომელიც განპირობებულია იმით, თუ რამდენად არის ბაზრები განვითარებული და კაპიტალის ვაჭრობა ლიკვიდური. ეს გარემოება ზრდის ბაზრის კაპიტალიზაციას და მას ხელს უწყობს მრავალი გარეგნული მაკროეკონომიკური და პოლიტიკური ხასიათის პირობები.

ზოგიერთი ავტორი განსაკუთრებულ ყურადღებას ბაზრის ლიკვიდურობას ანიჭებს.¹ სხვები კი საფონდო ბაზრების ეფექტიანობას.² საერთო მათ შორის არის ის, რომ ორივე მკვლევარი

1 Ross Levine. Stock Markets: A Spur to Economic Growth. Finance & Development / March 1996, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf>

2 Jecheche Petros, The effect of the stock exchange on economic growth: a case of the Zimbabwe stock exchange. Research in Business and Economics

ეკონომიკის ზრდის წინაპირობად მიიჩნევენ კაპიტალიზაციის აუცილებლობას. ეს შეხედულებები სხვა ნაშრომებშიც მკვეთრად არის გამოხატული. მაგალითად, ერთ-ერთ კვლევაში ეკონომიკის განვითარების აუცილებელ ფაქტორად ბაზრის სიდიდე მიაჩნიათ. რაც უფრო დიდია ეს ბაზარი, მით მეტია კაპიტალიზაცია და ეკონომიკაზე პასუხისმგებლობაც. ეს თეზისი მრავალი ქვეყნის მაგალითების განზოგადების საფუძველზეა დამტკიცებული. სხვა კვლევები ამტკიცებენ პოზიტიურ კავშირს ეკონომიკასა და საფონდო ბირჟის განვითარებას შორის.¹ არსებობს მოსაზრება, რომლის თანახმად, საფონდო ბაზარსა და ეკონომიკის ზრდას შორის პოზიტიური ეფექტი მით უფრო დიდია, რაც უფრო მეტი აქვს ქვეყანას მშპ მოსახლეობის ერთ სულზე, დაბალია ქვეყნის საკრედიტო რისკი და ინსტიტუციურად უფრო ლეგალიზებულია ეკონომიკა.²

არიან მკვლევარები, რომლებიც ასაბუთებენ, რომ საფონდო ბირჟის ზომა, რყევები და საერთაშორისო ინტეგრაციის დონე პირდაპირ კავშირში არ არის ეკონომიკის ზრდასთან და არ არის აუცილებელი ფინანსური ინდიკატორები გამოხატავდნენ კერძო დანაზოგების დონეს.³

ცნობილი მკვლევარი, ფრედერიკ მიშკინი ამტკიცებს, რომ ფინანსურ ლიბერალიზაციასთან ერთად ვითარდება ტრანსფორმენტულობა და ანგარიშგებიანობა, რაც ამცირებს საბაზრო და მორალურ რისკებს. ეს კი თავის მხრივ, ამცირებს სესხის მიღების

Journal. P.1.<http://www.aabri.com/manuscripts/111088.pdf>;

1 Hamid Mohtadi and Sumit Agarwal. Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries. <http://faculty.apec.umn.edu/mohta001/PA1-4-01.pdf>

Levine, Ross and Sara Zervos, 1998, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," American Economic Review, Vol. 88, pp. 536-558.

2 Durham, J. Benson, 2002, "The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Low Income Countries," Emerging Markets Review, Vol. 3 (3), pp. 211-232.

3 Ross Levine; Sara Zervos, Stock Markets, Banks, and Economic Growth. The American Economic Review, Vol. 88, No. 3. (Jun., 1998), pp. 537-55 <http://www.jstor.org/discover/10.2307/116848?uid=3738048&uid=2&uid=4&suid=21104617934823>

დანახარჯებს, ზრდის ლიკვიდურობას და საფონდო ბაზრის მოცულობას.¹

ერთ-ერთი გამოკვლევა ეხება განვითარებად ბაზრებზე ეკონომიკის ზრდის, ფინანსური ლიბერალიზაციისა და უცხოური ინვესტიციების პორტფელის ურთიერთდამოკიდებულებას, ამ კვლევის თანახმად ეს ფაქტორები არიან ყველაზე მნიშვნელოვანი საფონდო ბაზრის განვითარებაში.²

ჯ. სტიგლიცი აყენებს კითხვის ნიშნის ქვეშ საფონდო ბირჟის როლს ინფორმაციული ასიმეტრიის გაუმჯობესებაში და ამტკიცებს, რომ საფონდო ბირჟები იძლევა ინფორმაციას ფასების სწრაფი ცვლილებების გზით, ქმნის ე.წ. უშრომელი ღირებულების მითვისებას, რაც ამცირებს ინვესტორების სურვილს ძვირადღირებული კვლევების გზით მოიპოვონ სათანადო ინფორმაცია.³

ეს და კიდევ სხვა მრავალი კვლევა, რომელიც ამ საკითხებს ეძღვნება სხვადასხვა ასპექტით განიხილავენ ეკონომიკის ზრდას. მათი დასკვნები კაპიტალიზაციის პროცესში საფონდო ბირჟების განვითარების კორელაციური კავშირის შესახებ ეკონომიკის ზრდასთან არის ერთსახოვანი.

ამასთან კითხვა დგება, თუ რამდენად დამოუკიდებელი და უშუალოა კავშირი საფონდო ბაზრებსა და ეკონომიკის ზრდას შორის. საფონდო ბაზრები დაკავშირებულია თუ არა ბანკების განვითარებასთან და არის თუ არა მისი ფინანსური ფაქტორი, რომელიც ზემოქმედებს ეკონომიკაზე? ცხადია, რომ ქვეყნები, სადაც საბანკო სექტორს აქვს მაღალი წილი მშპ-ში, უფრო სწრაფად არიან განვითარებულნი, ვიდრე ისინი, სადაც საბანკო სექტორის წილი დაბალია ეკონომიკაში. კვლევები ადასტურებენ იმას, რომ ქვეყნები, სადაც კარგად არის განვითარებული საფონდო ბაზრები და საბანკო სექტორი, ვითარდებიან სწრაფად. ამ ქვეყნებში

1 Mishkin, Frederic, 2001, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries," NBER Working Paper No. 8087, (Cambridge: NBER).

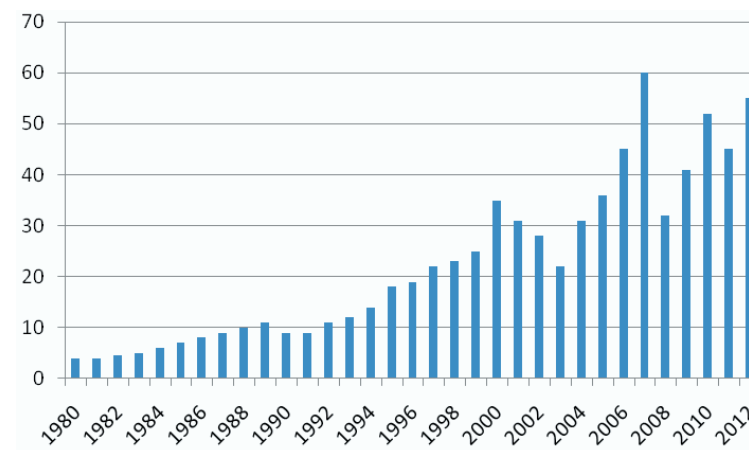
2 El-Wassal, A. Kamal, 2005, "Understanding the Growth in Emerging Stock Markets," Journal of Emerging Market Finance, Vol. 4 (3), pp. 227-261.

3 Stiglitz, J.E. 1985. "Credit Markets and the Control of Capital." Journal of Money, Credit and Banking.

კაპიტალის მაღალი ლიკვიდურობა ასოცირებულია სწრაფ პერსპექტიულ განვითარებასთან, ხოლო კარგად განვითარებული საბანკო სექტორი, მოუხედავად იმისა, რომ ქვეყანაში შეიძლება საფონდო ბაზარი არ იყოს განვითარებული, უზრუნველყოფს ეკონომიკის სწრაფ ზრდას. ამასთან, არსებობს იმის მტკიცება, რომ საფონდო ბაზარს და ბანკებს ერთმანეთისაგან დამოუკიდებლად შეუძლიათ ეკონომიკის ზრდის ხელშეწყობა, თუმცა მკვლევარები იმასაც ადასტურებენ, რომ მათი ასეთი დამოუკიდებელი ფუნქციების სრულად ახსნა შეუძლებელია.¹ ერთ-ერთი ახსნა კი შეიძლება ის იყოს, რომ ბანკები და საფონდო ბაზრები უზრუნველყოფენ კომპანიის ფინანსური შუამავლობის განსხვავებულ სერვისებს. საფონდო ბაზრები რისკიანია, მაგრამ ზრდის ლიკვიდურობას, ხოლო ბანკები კი ორიენტირებულნი არიან ხანგრძლივადიან პარტნიორობაზე, რამდენადაც მათ შეუძლიათ ინფორმაცია პქონდეთ კომპანიის მენეჯმენტის და პროექტების შესახებ და მუდმივად იქონიონ კონტროლი მათზე. საფონდო ბირჟების მსგავსად ბანკებსაც შეუძლიათ უზრუნველყონ დეპოზიტარების რისკების დივერსიფიკაცია და ლიკვიდურობა, ხოლო საფონდო ბირჟებს კი ბანკების მსგავსად შეუძლიათ კომპანიების შესახებ ინფორმაციის მოპოვებაც, რამდენადაც იგი აინტერესებთ ინვესტორებს. ყოველივე აქედან გამომდინარე, დგება საკითხი კაპიტალდაზღვრებების ეფექტიანობის შესახებ, რომელიც თავის გავლენას ახდენს ინვესტორის არჩევანზე - ბანკები თუ საფონდო ბირჟა. ამ საკითხზე უკვე საფონდო ბირჟებზე კაპიტალიზაციის პროცესი იძლევა პასუხს. 2012 წლის ბოლოს მსოფლიო საფონდო ბაზრის ზომა შეადგენდა 55 ტრილიონ დოლარს. განსაკუთრებით სწრაფად წარიმართა ეს პროცესი ამ საუკუნის დასაწყისში (იხ გრაფიკი 1).

¹ Ross Levine. Stock Markets: A Spur to Economic Growth. Finance & Development / March 1996, p. 9. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf>

მსოფლიო საფონდო ბაზრების კაპიტალიზაცია (1980-2012წ.წ.)
(ტრილიონი აშშ დოლარი)

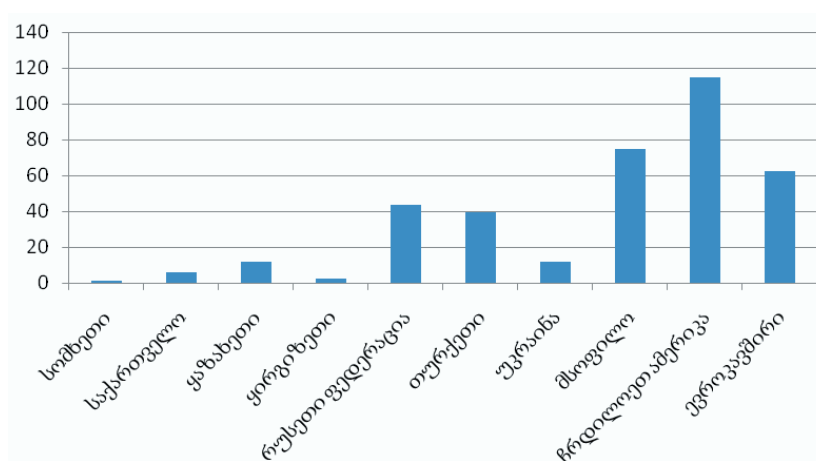


წყარო: AEIdeas. Freedom. Opportunity. Enterprise. <http://www.aei-ideas.org/2013/01/world-stock-market-capitalization-at-54-6-trillion/worldcap/>

საფონდო ბაზრები განსაკუთრებით განვითარებულია მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში, ხოლო ახალდადამოცნებულ ბაზრებზე კი მისი წილი მშპ-ში დაბალია. ლისტინგში გატარებული კომპანიების წილი მშპ-ში შეადგენს საქართველოში - 5.9 პროცენტს, მაშინ როდესაც ევროკავშირის ქვეყნებში საშუალოდ 62.5 პროცენტია, ჩრდილოეთ ამერიკის ქვეყნებში კი - 114.4 პროცენტი, ხოლო მსოფლიოში საშუალოდ კი - 74.8 პროცენტია. (იხ გრაფიკი 2)

გრაფიკი 2

ბაზრის კაპიტალიზაცია (წილი მშპ-ში)



წყარო: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS/countries?display=default>

ბაზრების კაპიტალიზაცია და ლიკვიდობა კაპიტალის აკუმულაციის აუცილებელი პირობაა, ინვესტიციების ზრდას უწყობს ხელს, მაგრამ კაპიტალიზაცია ხდება საბანკო სესხების გზითაც. სამეცნიერო ლიტერატურაში მტკიცდება ისიც, რომ ბაზრების ლიკვიდობა არის ერთდროულად საფონდო ბირჟებზე გარიგებების ზრდისა და სასახო კაპიტალის გაფართოების მიზეზიც და კორპორაციების სესხებისა და აქციების თანაფარდობა იზრდება საბაზრო ლიკვიდობასთან ერთად. საფონდო ბირჟები ავსებენ, მაგრამ არ ცვლიან საბანკო სესხებს.¹

ყოველივე ამის მერე იბადება კითხვა, თუ რა უნდა გააკეთოს ხელისუფლებამ იმისათვის, რომ განავითაროს საფონდო ბაზარი. ბუნებრივია, საფონდო ბირჟების სამქიანობაზე ზემოქმედებს მრავალი ინსტიტუციონალური ფაქტორი, მათ შორის ქვეყნის

1 Ross Levine. Stock Markets: A Spur to Economic Growth. Finance & Development / March 1996, p. 10. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf>

ფისკალური პოლიტიკა, ბიზნესის რეგულაციები და სხვ. ბაზრის ეფექტიანობა დამოკიდებულია იმაზე, თუ რამდენად დევილად შეუძლიათ გარიგებების დადება ბაზრის სუბიექტებს. ამ თვალსაზრისით, ბაზრის ლიბერალიზაცია ვაჭრობის გაფართოების და სხვა ბაზრებთან ინტეგრაციის აუცილებელი პირობაა. ადგილობრივ კორპორაციებს უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის საშუალება ეძლევათ. მართალია მსოფლიოში ყველაზე ლიბერალურ ბაზრებს აქვს გარიგებების მაღალი წილიც, მაგრამ განვითარებად ქვეყნებში ეს არ არის საკმარისი პირობა, რამდენადაც ინვესტორებს სჭირდებათ ხანგრძლივადიანი გარანტიები უსაფრთხოების შესახებ. ამის ერთ ერთი მაგალითია სამხრეთ კავკასიის ქვეყნები, რომლებმაც საკმაოდ დიდ წარმატებებს მიაღწიეს ბიზნესის გამარტივებაში და 2013 წელს საქართველომ მსოფლიოში დაიკავა მე-8 ადგილი, 189 ქვეყანას შორის, მაგრამ ადექვატურად არ განვითარდა საფონდო ბაზარი, რაც მისი კაპიტალიზაციის მაჩვენებლებიც ადასტურებს. აქ საკმაოდ დიდია სახელმწიფოს როლი, რამდენადაც მთელი რიგი რესურსები, მათ შორის მიწა, დღეს კაპიტალიზაციის გარეშეა დარჩენილი. უცხოურ კაპიტალის შეზღუდვამ და მიწების განაწილების არსებულმა პრაქტიკამ გამოწვია სოფლის მეურნეობის დარგის ჩამორჩენაც.

ქვეყნები, სადაც განვითარებულია საფონდო ბაზრები, ეკონომიკის ინვესტირებას უფრო სწრაფად ვითარდება, მეორეს მხრივ კი ეკონომიკის ზრდაც უწყობს ხელს ამ ბაზრის განვითარებას, ხოლო სახელმწიფოს ლიბერალური პოლიტიკა და ადექვატური ინსტიტუტები კი აფართოებს და ლიკვიდურს ხდის ბაზრების მთელ სეგმენტს.

1 Doing Business 2014. Economy profile: Georgia. p. 189. <http://doing-business.org/reports/global-reports/~media/giawb/doing%20business/documents/profiles/country/GEO.pdf>; <http://doingbusiness.org/rankings>

PRIVATIZATION AND THE IMPACT
OF CAPITALIZATION ON ECONOMIC GROWTH

Ivane Chkhaidze

The St. Andrews the First-Called Georgian University

Resume

The paper presents the relationship between the processes of privatization and capitalization, proves that even though at the initial stage the privatization in the post-communist countries has contributed to the formation of capitalization, it does not become a driving force for economic growth. The paper also presents the obstacles to privatization and proves that market capitalization is a factor to stimulate economic growth and determines its effectiveness.

ინვესტიციების ოპტიმალური
გამოყენებისა და თანაფარდობის
თავისებურებანი, დადებითი და
უარყოფითი შედეგები

დაფინანსებულია შოთა რუსთაველის
ეროვნული სამეცნიერო ფონდის მიერ,
“ახალგაზრდა მეცნიერთათვის პრეზიდენტის
სამეცნიერო გრანტით” N 52/18-2013/2014

ნათია შენგელია

სოციალურ მეცნიერებათა დოქტორი ეკონომიკაში,
სტუ ასისტენტ-პროფესორი, სსუ ასოცირებული პროფესორი

გლობალიზაციის პირობებში ინვესტიციები მნიშვნელოვან როლს თამაშობს ქვეყნის ეკონომიკური განვითარებისა და ზრდის სტიმულირებაში. განვითარებად ქვეყნებში დღეს დიდი მნიშვნელობა ენიჭება განსაკუთრებით უცხოური ინვესტიციების მოზიდვას, მათ წარმართვას სწორი მიმართულებით, ქვეყნისთვის სასურველ და შესაბამის პრიორიტეტულ დარგში, მათ ადგილობრივ ინვესტიციებთან მიზანშეწონილ თანაფარდობას, რომლებმაც თავის მხრივ თავიდანვე უნდა გამორიცხონ ქვეყნის ეკონომიკური უსაფრთხოების რაიმე რისკის წინაშე დაყენება.

რეციპიენტ ქვეყანაში უცხოური ინვესტიციის დადებითი გავლენა შეიძლება მდგომარეობდეს შემდეგში: ა) უცხოური ინვესტიციები, უწინარეს ყოვლისა, გავლენას ახდენს ტექნოლოგიაზე. თანამედროვე ტექნოლოგიის საშუალებით შესაძლებელია შემცირდეს დანახარჯები პროდუქციის წარმოების ნებისმიერ დონეზე. უცხოური ინვესტიციები არის ახალი ტექნოლოგიების, ტრანსფერისა და დანერგვის ეფექტიანი საშუალება. მას მოაქვს მოწინავე ცოდნა პროდუქციის გადამუშავების მეთოდების, პროდუქციის შეფუთვისა და დიზაინის, საკომუნიკაციო ტექნოლოგიებისა და ასევე ბაზრის განვითარების შესახებ. ბ) უცხოური ინვესტიციები პოზიტიურ გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდა-