



ლარის შემოსავლიანობის მრუდი – ფინანსური ბაზრის მნიშვნელოვანი ატრიბუტი

შესავალი

ლამარა ქოქიაური

ეკონომიკის დოქტორი, პროფესორი
E-mail: lqoqiauri@yahoo.com

ფინანსური ბაზრები და ინსტიტუტები, როგორც ეკონომიკური კატეგორიები, მეცნიერებისა და პრაქტიკოსების დიდ დაინტერესებას იწვევენ. ამასთან ერთად, ვერც ერთი მსხვილი საწარმო საბაზრო ეკონომიკის პირობებში გვერდს ვერ აუვლის მათ საქმიანობას და უკიდურეს შემთხვევაში იგნორირებას ვერ გაუკეთებს ფინანსურ ბაზრებზე მიმდინარე პროცესებსა და ოპერაციებს. სწორედ ამით აიხსნება ის გარემოება, რომ ფინანსურმა მენეჯერმა როგორც მინიმუმი, უნდა იცოდეს ფინანსური ბაზრების და ინსტიტუტების ორგანიზაციისა და ფუნქციონირების პრინციპები.

დღესფინანსური მენეჯმენტის ამოცანა მრეწმასხურის ფინანსური ნაკადების მართვას, ამ ნაკადების ინიცირებას, მონაწილე ყველა მხარის ინტერესების საბოლოო მიზნის დაკმაყოფილებასა და ორგანიზაციას (ე.ი. განხორციელებას, ფაქტურ რეალიზაციას) ანუ ოფერტის* გახმოვანებას.

ფინანსური ნაკადების ინიციაცია ხდება ფინანსური დონორების და რეციპიენტების მიერ; პირველებს შესაძლებლობა აქვთ წარმოადგინონ ფინანსური რესურსები, მეორეებმა იციან, როგორ განკარგონ იგი, ე.ი. აქვთ ნაკადების პორტფელი. ამ უკანასკნელში სახსრების ინვესტირებით მოზიდული სახსრების დაბრუნების და პორტფელის მესაკუთრეებისათვის დივიდენდების გაცემის შესაძლებლობა ეძლევათ. აღნიშნული გარემოება კარგად აქვს მოცემული ჯ. მაღირას: **ფინანსური ნაკადების ფუნქციონირება ხორციელდება ორგანიზაციულ-ინსტრუმენტალური ტრეადის დახმარებით (ბაზრები, ინსტიტუტები, ინსტრუმენტები)** (Madura J., 2003). ბაზრებზე ხდება ინვესტირების და დაფინანსების მოთხოვნის აკუმულირებას, ძიებასა და ანგარიშსწორებას კონკრეტულ რეციპიენტებთან და დონორებთან ერთად. ამასთან, ბაზრის გახსნილობა დიდი ან მცირე ხარისხით ხელს უწყობს ფულადი ნაკადების ოპტიმიზაციას. ფინანსური დონორებისა და რეციპიენტების მოძიებასა და მოყვანას ფინანსურ ბაზრებზე პროფესიულად მომუშავე ორგანიზაციები, ფინანსური ინსტიტუტები ახორციელებენ. ინვესტიციური და ფინანსური ხასიათის წინადადებების (მიწოდების) პრაქტიკული რეალიზაცია, ე.ი. ფინანსური სახსრების სან-

აცვლო და ურთიერთსასარგებლო გადაღინების ორგანიზაცია მათი მომწოდებლიდან (დონორის) მომხმარებლამდე (რეციფიენტი), ხორციელდება საბაზრო ინსტრუმენტების მეშვეობით. ამ დროს შესაძლებელია შედარებით უფრო ეფექტიანად დაკმაყოფილდეს ოპერაციის კონკრეტულ მონაწილეთა მიზნები.

შრომაში გარკვეული ზომით შევსებით ზემოთ აღნიშნული ტრეადის სამივე მდგენელს ცალკე. როგორც მსოფლიო გამოცდილება გვიჩვენებს, რეალური საბაზრო ეკონომიკა წარმოდგენილია ფინანსური ბაზრებისა და მისი ინსტრუმენტების გარეშე. ამ თეზისზე, არსებითად აგებულია კიდევ ფინანსების ნეოკლასიკური თეორია. ამის გარდა, მისი დასტური ყოველგვარი მტკიცებულებების გარეშე შეიძლება ვიპოვოთ მაკრო და მიკროეკონომიკურ კვლევებში. კერძოდ, 1973 წელს ამერიკელმა მეცნიერმა ე. შოუმ (E.Shaw) და რ.მაკკინონმა (R.Mckinnon) ერთიმეორისაგან დამოუკიდებლად შეიმუშავეს ფინანსური გაფართოების (Financia deepening) და ფინანსური შევიწროების (Financial repression) მაკროეკონომიკური კონცეფციები. **ფინანსური გაფართოების კონცეფცია ნიშნავს, რომ ფინანსური ბაზრებისა და ინსტიტუტების ჩამოყალიბება და განვითარება არის ეკონომიკური განვითარების აუცილებელი პირობა.** ამასთან, ფინანსური აქტივების აკუმულირება უნდა ხდებოდეს უფრო მაღალი ტემპებით არაფინანსური აქტივების აკუმულირებასთან შედარებით. ფინანსურიზეწოლა ნიშნავს სისტემატურ კონტროლს (სახელმწიფოს ან ოლიგოპოლიის მხრიდან)*ფინანსურ ბაზრებზე, რომელიც ძირითადად ხორციელდება საპროცენტო განაკვეთის რეგულირებისა და კონტროლის გზით. იმ შემთხვევაში, როცა საბაზრო ეკონომიკა ჩამოყალიბების სტადიაზეა, ხშირად ხდება ფინანსურ ზეწოლას, რაც აიხსნება ფინანსური ინსტიტუტების, ბაზრების, აქტივებისა და ფინანსური ნაკადების ორგანიზაციაში მათ როლსა და ვალდებულებებზე, ინვესტიციების და ფინანსების ხერხებსა და ობიექტებზე. ამ შემთხვევაში ჭარბობს დაბანდუ-



ბები არაფინანსურ აქტივებში (ოქრო, უძრავი ქონება). სახსრები უმოქმედოა, საწარმოები განიცდიან ფინანსური წყაროების ნაკლებობას და ა.შ. ნორმალური შემოსულობანი ეკონომიკის განვითარებაში არსებითად გართულებულია. ოდნოდ ეკონომიკის ინსტიტუციონალური განვითარებასა და სრულყოფის მეშვეობით ფინანსური ზეწოლა იცვლება ფინანსური გაფართოებით.

მსხვილი სამეურნეო სუბიექტების სტრატეგიული დაფინანსების სისტემაში, განსაკუთრებით სისტემაწარმოქმნელები მსოფლიო, ეროვნული თუ რეგიონალური მასშტაბის ეკონომიკის იმ სუბიექტებისათვის, კაპიტალის ბაზრებს უდავოდ უკავიათ დომინირებული ადგილი. განვიხილოთ ფინანსური ბაზრების არსი და სახეები და მასში კაპიტალის ბაზრების ადგილი.

კომპანიათა უმეტესობის საქმიანობა, განსაკუთრებით მსხვილი კომპანიების, მჭიდროდაა დაკავშირებული სხვადასხვა ფინანსურ ბაზრებთან. ყოველი მათგანი წარმოადგენს ფინანსური აქტივებით და ინსტრუმენტებით ვაჭრობის ორგანიზაციულ ან არაფორმალურ სისტემას. ამ ბაზრებზე ხორციელდება გაცვლა ფულით ან მისი ეკვივალენტებით, კრედიტების გაცემა, კაპიტალის მობილიზაცია და ა.შ. ე.ი. რეალიზდება ორი ტიპური ფინანსური პროცედურის – მობილიზაციისა და ინვესტირების – სხვადასხვა კომბინაციები. აქ გადამწყვეტ როლს ასრულებენ ფინანსური ინსტიტუტები, რომლებიც ფულადი სახსრების ნაკადებს მესაკუთრებიდან სესხის ამღებებისაკენ წარმართავენ. როგორც ნებისმიერი ბაზრის, ფინანსური ბაზრისამოცანაა მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის ფინანსურ რესურსებზე უშუალო კონტაქტების დამყარება.

ამრიგად, ქვეყნისა და წარმოებრივი სუბიექტების ფინანსური მართვის სისტემაში განხორციელებული ფინანსური რესურსების აკუმულაციის და განთავსების პროცესი, უშუალოდ უკავშირდება ფინანსური ბაზრებისა და საფინანსო ინსტიტუტების ფუნქციონირებას (ქოქიაური ლ., 2013).

თუ საფინანსო ინსტიტუტების ამოცანაა მესაკუთრებიდან მსესხებლებისკენ ფულადი სახსრების ყველაზე უფრო ეფექტიანად გადანაცვლების უზრუნველყოფა, ფინანსური ბაზრის ფუნქციაა ფინანსური რესურსების მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის ფინანსური აქტივებითა და ვალდებულებებით ვაჭრობის ორგანიზება. ამ ამოცანის გადაჭრას საქართველოში ართულებს მთელი რიგი ობიექტური და სუბიექტური მიზეზები, რადგან აუცილებელია ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ნაირგვარი, ზოგჯერ

დიამეტრალურად საპირისპირო ინტერესების, ფინანსურ ვალდებულებათა შესრულების მნიშვნელოვანი რისკების და ა.შ. გათვალისწინება.

ამრიგად, ჩემი შრომის მიზანია ფინანსური ბაზრების განვითარების მსოფლიო ტენდენციების ფონზე საქართველოში მათი განვითარების ძირეული პრობლემების წამოწევა წინა პლანზე. საქართველოში ფინანსური ბაზრების არსებული მდგომარეობის გაანალიზება და რაც მთავარია, მათი შემდგომი განვითარების ძირითადი მიმართულებების ჩამოყალიბება.

ცალკე გამოყვავით საკითხი ქართული ეროვნული ფულადი ერთეულის ქართულ ფინანსურ ბაზარზე ლარის შემოსავლიანობის მრუდის არსის, დანერგვის აუცილებლობის შესახებ. იგი შემუშავდა ჩეხეთის ცენტრალური ბანკის ექსპერტების დახმარებით, EBRD-სთან ერთობლივი პროექტის ფარგლებში.

შრომის მიზანმა განაპირობა სტატიაში შემდეგი ძირითადი ამოცანების დაყენება და გადაწყვეტა:

- ფინანსური მენჯმენტის როლი, ფინანსური ბაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციები;
- გლობალიზაცია და ფინანსური ბაზარი;
- ფასიანი ქაღალდების გამოშვების სირთულეები საქართველოში;
- ფინანსური ბაზრის მნიშვნელოვანი ატრიბუტის - შემოსავლიანობის მრუდის არსი;
- შემოსავლიანობის მრუდის ფორმის განმსაზღვრელი ფაქტორები;

ფინანსური ბაზრების განვითარების თანამედროვე ტენდენციები. უკანასკნელი ათწლეულების განმავლობაში ფინანსურმა ბაზრებმა მრავალი ცვლილება განიცადა. ტექნოლოგიური პროგრესი კომპიუტერულ და სატელეკომუნიკაციო ტექნოლოგიებში და საბანკო და სავაჭრო სფეროების გლობალიზაცია განაპირობებს სახელმწიფო ორგანოების გავლენის შემცირების ეკონომიკურ პროცესებზე და ამან გააქტიურა კონკურენცია მთელს მსოფლიოში. ამის შედეგია უფრო ეფექტიანი, მსოფლიო კავშირების მქონე ბაზარი. მაგრამ ბაზარი, გაცილებით უფრო რთული გახდა, ვიდრე იგი იყო რამდენიმე წლის წინ. მნიშვნელოვანი პოზიტიური მთელი რიგი ცვლილებების მიუხედავად, წამყვანი ფინანსური ინსტიტუტები ბევრ ქვეყანაში ახალ სიძნელეებს აწყდებიან.

ჯერ კიდევ ოცი წლის წინ ერთ-ერთ კონფერენციაზე აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემისმმართველი ალან გრინსპენი ამტკიცებდა, რომ თანამედროვე ფინანსური ბაზრები აყენებენ



ეროვნულ ეკონომიკის დარტყმებს ახალი და მოულოდნელი მხრიდან, თანაც ძალზე სწრაფად, ზოგჯერ კი წამიერად. მისი აზრით, ყველა ქვეყნის ცენტრალურმა ბანკმა უნდა შეიმუშავოს მსოფლიო საფინანსო სისტემის ფუნქციონირების ფინანსური რისკების შეფასებისა და შეზღუდვის ახალი ხერხები. კაპიტალის დიდი ოდენობა სწრაფად გადაადგილდება მთელს მსოფლიოში საპროცენტო განაკვეთების და ვალუტის გასაცვლელი კურსების ცვლილებების საპასუხოდ და ამ მოძრაობას შეუძლია ზიანი მიაყენოს ძლიერი სახელმწიფოების ეროვნულ ფინანსურ ინსტიტუტებს და ეკონომიკას (Greenspan A., 2001).

გლობალიზაცია და ბაზარი. ბაზრების გლობალიზაციის ზრდასთან ერთად წარმოიშვა ცალკეული ქვეყნების მარეგულირებელი ორგანოების დიდი კოორპორაციის აუცილებლობა საერთაშორისო დონეზე. ფაქტორებს, რომლებიც ართულებს მათი მოქმედების კოორდინაციას, მიეკუთვნება შემდეგი: 1) ეროვნულ საბანკო სისტემის და ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განსხვავებული სტრუქტურები; 2) ევროპაში განვითარებული ტენდენცია, რომ შეიქმნას ფინანსური მომსახურების გაწევის კონგლომერატები; 3) ზოგიერთი ქვეყნის შემოფოტება იმის გამო, რომ დაკარგავს თავის დამოუკიდებელ ეროვნულ ფულად პოლიტიკას. მიუხედავად ამისა, სხვადასხვა ქვეყანების ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირების მარეგულირებელი ორგანოების ძალისხმევა გაერთიანებისაკენ სულ უფრო თვალნათელი ხდება.

უკანასკნელი წლების მნიშვნელოვანი ტენდენციაა წარმოებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სულ უფრო სწრაფი ზრდა. წარმოებული ფასიანი ქაღალდი, როგორც ცნობილია, ეს არის ფინანსური ინსტრუმენტი, რომლის ღირებულება რაღაც „საბაზრო“ აქტივის ფასის წარმოებულია. ამგვარი ფასიანი ქაღალდები შეიძლება გამოყენებულ იქნას, როგორც რისკის შესამცირებლად, ასევე სპეკულაციური თამაშების ჩასატარებლად. წარმოებული ფასიანი ქაღალდების გამოყენების რისკის შესამცირებელი კარგი მაგალითია ის ფაქტი, რომ იაპონიიდან იმპორტიორის წმინდა მოგება აშშ-ში ეცემა, როგორც კი დოლარის კურსი იენასთან მიმართებაში მცირდება. ოღონდ ფირმა – იმპორტიორს შეუძლია შეამციროს თავისი რისკი, თუ კი შეიძენს წარმოებულ ფასიან ქაღალდებს, მათი ფასები გაიზრდება იენის კურსის ზრდის შესაბამისად. ასეთ ქმედებას ეწოდება ჰეჯირებას ოპერაციები (hedging) და მისი მიზანია ფირმის შემოსავლების რისკისადმი დამოკიდებულების შემცირება. მეორეს მხრივ, წარმოებული ინსტრუმენტებით სპეკულაცია შეიძლება

დიდი მომგების მომტანი იყოს, მაგრამ იგი ასევე მკვეთრად ამადლებს დაბანდების რისკს. მაგ. კომპანია Procter & Gamble-მ დაკარგა 150 მლნ დოლარი წარმოებულ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებზე, ხოლო კომპანია Orange Country (კალიფორნია), მისი ხაზინადრის მიერ ასეთი ქაღალდების სპეკულაციური ოპერაციების ჩატარების შედეგად გაკოტრდა კიდეც.

წარმოებული ფასიანი ქაღალდების გამოყენების მასშტაბები და მასთან დაკავშირებულ გარიგებები სიროულეებს უქმნიან მარეგულირებელ ორგანოებს, ისე ექსპერტთა ჯგუფებს და კონგრესის წევრებს. ისევ მოვიშველიებთ ფედერალური სარეზერვო სისტემის თავმჯდომარე ალან გრინსპენის სიტყვებს, რომელიც აღნიშნავდა, რომ “თეორიულად წარმოებულმა ფასიანმა ქაღალდებმა საშუალება უნდა მისცენ კომპანიებს უკეთ მართონ რისკები, ოღონდ ეს უნდა განახორციელონ შეუმჩნეველად, რათა სიახლეებმა მათ ბაზრებზე გადააჭარბოს მსოფლიო საფინანსო სისტემის შიგა მდგრადობას” (Greenspan A., 2001).

მეორე მნიშვნელოვანი ტენდენციაა გულისხმობს კორპორაციების საკუთრების სტრუქტურის ცვლილებას (ownership structure- აქციონეროთა შემადგენლობა), რომელთა აქციებითაც ვაჭრობენ ფინანსურ ბაზრებზე. კერძო აქციონერების მფლობელობაში არსებული აქციების მფლობელი ინვეტსორების ოდენობა იზრდება, კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების პროცენტი ეცემა. როგორ შეიძლება ერთდროულად ადგილი ჰქონდეს ამ ორ მოვლენას? პასუხი აქციებზე ინსტიტუციონალური და პირადი საკუთრების ურთიერთწინააღმდეგობაში უნდა ვეძებოთ. დღეისათვის მთელი საოჯახო მეურნეობის (households) თითქმის 50%-ზე მეტს ბევრ განვითარებულ ქვეყანაში ახორციელებენ აქციებში ინვესტირებით. 1990 წელს ეს მაჩვენებელი 22% იყო. დღეისათვის აქციების 60% ეკუთვნის საპენსიო ფონდებს, თანაზიარ ფონდებს და სადაზღვევო კომპანიებს. ასე, რომ სულ უფრო და უფრო მეტი ცალკეული ადამიანები ახდენენ ინვესტირებას ბაზრებზე. მაგრამ ისინი ახორციელებენ ამას ირიბად, საპენსიო პროგრამებში მონაწილეობით (pension plans) და თანაზიარ ფონდებში (mutual funds) დაბანდებით. ნებისმიერ შემთხვევაში აქციების ბაზრის ეფექტიანობა დღეს დიდ გავლენას ახდენს მოქალაქეთა კეთილდღეობაზე, ვიდრე ამას აქამდე ჰქონდა ადგილი.

აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ დღეისათვის აქციებს უშუალოდ ფლობენ ზემოთ აღნიშნულ ფონდებში და კომპანიებში მომუშავე ინსტიტუციონალური პორტფელური მენეჯერე-



ბი (portfolio managers). ასევე აღსანიშნავია ისიც, რომ თუ კი ფონდი ფლობს მოცემული კომპანიის აქციების დიდ პაკეტს, იგი შეიძლება წააწყდეს ამ აქციებზე ფასების მნიშვნელოვან დაცემას თავიანთი აქციების გაყიდვის მცდელობისას, რითაც ცხადია, თავად, დაინტერესებული არ არიან. ასე, რომ გარკვეული მოსაზრებით, მსხვილი ინსტიტუციონალური ინვესტორები „ყინავენ“ თავიანთ პორტფელებში ამ აქციების პაკეტებს. ამ მოვლენამ მიიღო სახელწოდება „აქციების შეზრდა“ (relationship investing), როცა ასეთი ფონდების მენეჯერები იძულებულნი ხდებიან იმოქმედონ გრძელვადიანი სტრატეგიული ინვესტორების (strategic stockholders) რანგში იმ კომპანიების აქციებში, რომელთაც ისინი მართავენ. კერძო პასიური აქციონერებისაგან განსხვავებით, პორტფელურ მენეჯერებს შეუძლიათ აქტიური ზეგავლენა მოახდინონ ცუდად მომუშავე კომპანიის ხელმძღვანელობაზე და აიძულონ იგი იმოქმედოს მესაკუთრების ინტერესებიდან გამომდინარე.

ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების მნიშვნელოვანი რგოლი – ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და მისი გამართული ფუნქციონირება. ისეთი განვითარებადი ქვეყნები, როგორიც საქართველოა, განიცდიან საკუთარი სახსრების არარსებობას, საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვის ერთ-ერთ საუკეთესო საშუალება კი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამუშავებაა. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების აუცილებელი წინაპირობა კი ორგანიზებული საფონდო ბაზრის და მისი ინფრასტრუქტურის (საფონდო ბირჟა, ცენტრალური დეპოზიტარი) მდგრადი ფუნქციონირებაა. განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ჩამოყალიბების პროცესში სახელმწიფოს დიდი როლი ეკისრება. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი გლობალური ეკონომიკის აუცილებელი და მნიშვნელოვანი ელემენტია, რომლის გარეშეც შეუძლებელია საბაზრო ეკონომიკის ნორმალური ფუნქციონირება.

საქართველოს საფონდო ბირჟა არსებობის 15-წლიან გამოცდილებას ითვლის. მიუხედავად ამისა, ამ სფეროში პრობლემები ჯერ კიდევ ბევრია და სადაო არაა ის ფაქტი, რომ დღეს საქართველოს საფონდო ბაზარი გამოირჩევა ძალიან დაბალი აქტივობით. 2011 წელს საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგების მოცულობამ 2.5 მილიონი ლარი შეადგინა, 2012 წელს კი – 8.9 მილიონი ლარი. საქართველოს საფონდო ბირჟა (სსბ) არის ერთადერთი ორგანიზებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში, რომელიც ჩამოყალიბდა USAID-ის დახმარებით და მოქმედებს ამერიკე-

ლი ექსპერტების დახმარებით შემუშავებულ საკანონმდებლო ჩარჩოებში. იგი სთავაზობს ეფექტურ საინვესტიციო მექანიზმს როგორც ადგილობრივ, ასევე უცხოელ ინვესტორებს. სსბ-ის ელექტრონული სავაჭრო სისტემა ბროკერებს ათასობით სხვადასხვა აქციით ვაჭრობის შესაძლებლობას აძლევს სამუშაო ადგილებიდან, რომლებიც განლაგებულია როგორც სსბ-ის სავაჭრო დარბაზში, ასევე – დისტანციური წვდომის დახმარებით – საბროკერო კომპანიათა ოფისებში.

2014 წლის 1 აპრილის მდგომარეობით, 129 კომპანიის ფასიანი ქაღალდია დაშვებული სსბ-ის სავაჭრო სისტემაში, რომელთა სრულმა საბაზრო კაპიტალიზაციამ მიაღწია 1.14 მილიარდ ლოლარს, ხოლო დღიურმა ბრუნვამ 3 255,42 ლარს (პიტიურიშვილი დ., თევდორაშვილი ნ., 2015).

მიუხედავად გარკვეული პოზიტიური ძვრებისა, კვლავ რჩება ფუნდამენტური პრობლემები, რომლებიც მას ხელს უშლიან ეფექტიან ფუნქციონირებაში. პრივატიზაციის პროცესში ბირჟის როლი პრაქტიკულად 0-ზეა დაყვანილი, ხოლო ინვესტორებს არ აქვთ გაცნობიერებული საფონდო ბირჟის როლი მათი ბიზნესის განვითარებაში.

საქართველოში ბიზნესის დაფინანსების გავრცელებული ფორმები საკმაოდ დიდ რისკებთანაა დაკავშირებული. საუბარია ისეთ მექანიზმებზე, როგორიცაა საბანკო კრედიტი, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, ადგილობრივი საბანკო ჯგუფების პირდაპირი ინვესტიციები კაპიტალში და IPO უცხო ქვეყნის ბირჟებზე. საქართველოს საფონდო ბირჟის ხელმძღვანელის, გ. ლოლაძის შეფასებით, დღეს საქართველოში საზოგადოება იყოფა მცირერიცხოვან მსხვილ მესაკუთრეებად და მრავალრიცხოვან დაქირავებულ ე.წ. „პროლეტარებად“. როდესაც მთელი ბიზნესი მცირერიცხოვანი მესაკუთრეების ხელშია და არ ხდება მესაკუთრეების დივერსიფიცირება, ანატაგონიზმზე დაფუძნებულ საზოგადოებას ვიღებთ. ამ შემთხვევაში, საქმე გვაქვს არაინკლუზიურ განვითარებასთან, როდესაც მოსახლეობის ფართო მასებისთვის მცირერიცხოვანი დიდი კომპანიების საკუთრების სიკეთეები მათთვის ხელმისაწვდომი არ არის. სოციალური უსამართლობის შეგრძნება ამ დროს მნიშვნელოვანი პრობლემაა” (ლოლაძე გ., 2015).

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ერთ-ერთი მთავარი მიზეზი ინსტიტუტისადმი მოსახლეობის სკეპტიკური დამოკიდებულება და ამ სფეროში გაუთვითცნობიერებაა. სპეციალისტთა შეფასებით, საჭიროა სახელმწიფომ შეიმუშავოს სტრატეგიული გეგმა



და ისეთი კანონმდებლობა, რომელიც გათვლილი იქნება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების გრძელვადიან პერსპექტივებზე.

სახელმწიფომ ხელი უნდა შეუწყოს ინვესტიციების დაბანდებას კორპორაციულ ფასიან ქაღალდებში, რაც შემდგომში ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების საფუძველი იქნება. საქართველოს განვითარებული ფინანსური ბაზარი ართულებს უხორციელებს პორტფელური ინვესტიციების მოზიდვას. საფონდო ბირჟის ინდექსები წარმოადგენს სახელმწიფოთა ეკონომიკური მდგომარეობის განმსაზღვრელ ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ინდიკატორებს. როდესაც საფონდო ინდექსები ეცემა, ეს ქვეყნის ეკონომიკის უარყოფით ტენდენციებზე მიგვანიშნებს. ეკონომიკაში საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვის ერთ-ერთი ძირითადი საშუალება ფასიანი ქაღალდების მექანიზმის ამუშავება და ამ ბაზრის განვითარებაა. საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება ეკონომიკის განვითარების ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს პირობას წარმოადგენს, ეს ბაზარი ხელს უწყობს ფინანსური რესურსების აკუმულირებას და მათ ჩართვას ეკონომიკის განვითარების პროცესში.

ფინანსური ბაზრის მდგომარეობა დღეს საქართველოში. საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვის ერთ-ერთი საშუალებაა ფასიანი ქაღალდების მექანიზმის ამუშავება. ამ ბაზრებზე შეიძლება აქციებით, ობლიგაციებით, ვალუტებით, დერივატივებითა და საბანკო კრედიტებით ვაჭრობა. ანალიტიკოსების განმარტებით, ნებისმიერ საზომით, 2007-2015 წლები მძიმე იყო საქართველოს კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების ბაზრისთვის. კერძოდ, გასათვალისწინებელია 2007-2008 წლების სამი მოვლენა, რომლებმაც ხელი შეუშალეს ამ ბაზრის მშენებლობის პროცესში უკვე მომწიფებული შესაძლებლობის რეალიზებას. ეს მოვლენებია: გლობალური ფინანსური კრიზისი, ავგისტოს ომი და “მესამე მოვლენად” განიხილება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის რადიკალური ცვლილებების პაკეტი. მიუხედავად იმისა, რომ იმ პერიოდში აღნიშნული ცვლილებები “ლიბერალიზაციის” კონტექსტში გატარდა, მის მიღებას მოჰყვა ვაჭრობის გამჭვირვალობის დრამატული შემცირება. ამდენად, გარკვეულწილად, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არასახარბიელო მდგომარეობა “თვითგამოწვეულიც” არის. 2007 წლის ცვლილებების შედეგად მოიხსნა მოთხოვნა საფონდო ბირჟაზე დაშვებული ფასიანი ქაღალდების ყველა გარიგების საფონდო ბირჟის მეშვეობით ვაჭრობის შესახებ.

პრობლემა მდგომარეობდა არა იმდენად ცვლილებების მოტივაციაში, რამდენადაც მის ხარვეზიან განხორციელებაში.

ცვლილებებს შედეგად არ მოყოლია ბროკერებზე დაკისრებული გარიგების საუკეთესო პირობით შესრულების ვალდებულება და არც საფონდო ბირჟას მიენიჭა უფლებამოსილება მოეთხოვა წევრებისგან გარიგებების მხოლოდ “საფონდო ბირჟაზე” განხორციელება. შედეგად ვაჭრობამ, როგორც სპეციალისტები აფასებენ, დრამატულად გადაინაცვლა საფონდო ბირჟიდან არასაბირჟო ბაზრისკენ და თავად ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორებთან. 2014 წლის ბოლოს მდგომარეობით, სავაჭრო გარიგებების მოცულობის 1.82%-ია საბირჟო, 84.77% - არასაბირჟო და 13.41% ტარდება ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორებთან (ვარდიაშვილი მ., 2016).

2007 წლის ცვლილებებმა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონში, ასევე, მნიშვნელოვნად შეამცირა იმ სააქციო საზოგადოებების რაოდენობა, რომელთაც მოეთხოვებოდათ ანგარიშგების წარდგენა საჯაროდ.

“ანგარიშვალდებული საწარმოს” განმარტების მდგენელი – “ნებისმიერი ემიტენტი, რომელსაც ყავს 100-ზე მეტი აქციონერი”, – ამოღებულ იქნა განმარტებიდან. აღნიშნულმა მნიშვნელოვნად შეასუსტა ინვესტორთა დაცვის ასპექტები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონში. ტესტი ემსახურება ძალთა იმ დისბალანსის განეიტრალებას, რომელიც არსებობს მესაკუთრეთა დივერსიფიცირებულ და ფართო პოპულაციასა და მმართველ გუნდს (მენეჯმენტს) შორის. შედეგად, მივირეთ ის, რომ საქართველოს სააქციო საზოგადოებათა გამჭვირვალობა განიცდის არა პროგრესს, არამედ რეგრესს: აქედან გამომდინარე, ეკონომისტების აზრით, მთავრობა აუცილებლად უნდა დაინტერესდეს საფინანსო ბაზარზე მიმდინარე მოვლენებით, მათ შორის, საფონდო ბირჟის საკითხით, სასწრაფოდ გატარდეს შესაბამისი საკანონმდებლო ცვლილებები. წინააღმდეგ შემთხვევაში მხოლოდ ლარის შემოსავლიანობის მრუდის შემოღება ბაზარს, ეროვნული ვალუტის კურსის სტაბილურობას, ინვესტიციების მოზიდვას ხელს ვერ შეუწყობს.

ფასიანი ქაღალდი საქართველოში.

ქართულმა კომპანიებმა ფასიანი ქაღალდების გამოშვება დაიწყეს. ამ მიმართულებით, ძირითადად, „საქართველოსბანკის“ ლობირების ქვეშ მყოფი კომპანიები აქტიურობენ, – „დეველოპერული კომპანია მ2“, „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“. ბირჟაზე ამ კომპანიების ობლიგაციების განთავსება ასევე “საქართველოს ბანკის” შვილობილმა კომპანიამ “გალტ & თაგარტმა” უზრუნველყო. ობლიგაციები გამოუშვა “ფინკა ბანკმაც”. ანალ-



იტყვიან ადინიშნავენ, რომ ინვესტიციების მოსაზიდად ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება ძალიან მნიშვნელოვანია. ამ პროცესს კი ეროვნული ბანკის კიდევ ერთი ფუნქცია შეეწირება. ფასიანი ქაღალდების რეგულირების ფუნქციის საქართველოს ეროვნული ბანკიდან დამოუკიდებელ კომისიაში გადატანა იგეგმება.

კომპანიებმა, 2015 წელს ძირითადად, 20-20 მილიონი ლარის ობლიგაციების ემისია განახორციელეს. 6 მილიონ ლარს დასჯერდა „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“. თითოეული ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება შეადგენს 1 000 ლარს და ვადა 2 წელია. კუპონის ოდენობა განისაზღვრება შემდეგნაირად – ეროვნული ბანკის რეფინანსირების განაკვეთს დამატებული 7.5%-იანი მარჟა. შესაბამისად, ობლიგაციის ეფექტური ღირებულება, დღეის მდგომარეობით, შეადგენს წლიურ 15%-ს. „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერმა“ ობლიგაციების გამოშვებამდე, ბაზარზე ნდობის მოსაპოვებლად სარეიტინგო კომპანია Fitch-სგან რეიტინგი – BB- მიიღო (თოქმაჯიშვილი მ., 2016).

აღსანიშნავია, რომ 2015 წლის მარტში Fitch-ის წარმომადგენლებმა ჩაატარეს შეხვედრა საქართველოს 15 წამყვან დიდ კერძო კომპანიასთან. ამ შეხვედრების შემდეგამდგომელი აღწერით Fitch-მა მიმზიდველი შეთავაზებები გაუკეთა კომპანიებს მომსახურების ღირებულებასთან დაკავშირებით. ცხადია, Fitch-ის მიერ ობლიგაციებისთვის რეიტინგების მინიჭება ზრდის ამ სისტემის სანდოობას. ასე რომ, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გააქტიურება დაიწყო, თუმცა ნელი ტემპებით. კომპანიები ძალიან ფრთხილად ეკიდებიან ამ საკითხს, ვინაიდან საკმაოდ დიდი რისკია, რომ გამოუშვან ობლიგაციები და ისინი არალიკვიდურნი გახდნენ. ანუ ფაქტობრივად მასზე მოთხოვნა არ აღმოჩნდეს. ამასთანავე, ეს ყველაფერი დამოკიდებულია იმაზე რამდენად ენდობა ინვესტორი, იყიდოს ფასიანი ქაღალდები” (თოქმაჯიშვილი მ., 2016).

უნდა აღინიშნოს, რომ კომპანიების მიმართ ნდობა უკვე გამოიხატა ობლიგაციების წარმატებით განთავსებაში. იგი აღნიშნავს, რომ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ჩანასახის ეტაპზეა და 2016 წელი ამ მიმართულებით, ბევრად უფრო აქტიური უნდა იყოს. მითუმეტეს, რომ უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთები შემცირდა და სწორი რეგულაციების შემთხვევაში ობლიგაციები უფრო მიმზიდველი ხდება. ვიმედოვნებთ, რომ ბაზარი სწრაფად განვითარდება და კომპანიები მიეჩვენებიან ინვესტიციები ამ გზითაც მოიზიდონ და მხოლოდ კომერციულ ბანკებს არ მიაჩერდნენ.

„ასეთი რამ რომ არ კეთდებოდა, იმიტომ იყო საფინანსო ბაზარი მკვდარი ჩვენ საპენსიო რეფორმის განხორციელებას ვგეგმავთ, თუ ბაზარი იქნება მკვდარი, სად უნდა დავაბანდოთ ეს ფული? იმიტომ ბოლო პერიოდში დაიწყო რაღაც მოძრაობები. ყველა დიდმა ორგანიზაციამ ინვესტიციები, ბანკის გარდა, ფასიანი ქაღალდების ემისიითაც უნდა მოიზიდოს. დღეს ბაზარი მზად არის შეიძინოს ნებისმიერი ლიკვიდური კომპანიის ობლიგაცია. ერთია, რომ სახაზინო ვალდებულებების შესყიდვის დონე უნდა იყოს დაბალი. ამასთანავე, ეროვნული ბანკიდან უნდა გამოვიდეს ფინანსური ვალდებულებების რეგულაცია და ეს პროცესი, იმედია, მალე დასრულდება“ (ჯგერენია ე., 2016).

ბოლო პერიოდში ცნობილი გახდა, რომ ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი ლარში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას იწყებს. 50 მილიონი ლარის ღირებულების ორწლიანი ობლიგაცია თანაბრად იქნა განაწილებული ორ წამყვან ადგილობრივ ფინანსურ ინსტიტუტს შორის, ესენია: „ბიჯი კაპიტალი“, „საქართველოს ბანკის“ შვილობილი საბროკერო კომპანია და „თიბისი ბანკი“, რომლებიც იმოქმედებენ, როგორც წამყვანი მენეჯერები და ტრანზაქციის გარანტორები. ბონდების გამოშვებასთან დაკავშირებით აზრთა სხვადასხვაობა გამოიწვია იმან, რომ 50 მილიონი ლარის ბონდები მხოლოდ ორმა ბანკმა გადაინაწილა. როგორც EBRD-ის წარმომადგენლები განმარტავენ, ეს მათთვის არც ისე დიდი თანხაა, რადგან ინსტიტუტს მილიარდის ოდენობის ბონდების გამოშვების პრაქტიკაც ჰქონია. იმიტომ, ამ თანხის მხოლოდ ორ ბანკზე გადაინაწილება საერთაშორისო ფინანსურ ინსტიტუტში მიზანშეწონილად მიიჩნიეს. ვახტანგ სვანაძის აზრით.

ამ მოვლენას საფონდო ბაზართან საერთოდ არანაირი კავშირი არ გააჩნია, მიუხედავად იმისა, რომ პრესაში ეს მოვლენა ისე გაშუქდა, თითქოს იგი ხელს შეუწყობდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. ჯერ ერთი, ამ ობლიგაციების გამოშვების პირობები აცდენილია საბაზრო პრინციპებს და მეორეც, სამწუხაროა, რომ ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკმა საქართველოში არ აირჩია ობლიგაციების გამოშვების და განთავსების ისეთი ცივილიზებული ფორმა, რომელითაც ორიოდვე თვის წინ, თუნდაც, მეზობელ სომხეთში განათავსა ისინი ადგილობრივი საფონდო ბირჟის მეშვეობით, რითიც ნამდვილად მოხდა ადგილობრივი საფონდო ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა.



ვინ განაგებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს საქართველოში?

ფასიანი ქაღალდების რეგულირების ფუნქციის საქართველოს ეროვნული ბანკიდან დამოუკიდებელ კომისიაში გადატანის საკითხი აქტიურად განიხილება და ეს პროცესი სავარაუდოდ 2016 წელს უნდა დასრულდეს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებაზე პასუხისმგებელი უწყება ბოლო 15 წლის მანძილზე რამდენიმეჯერ შეიცვალა. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონით, რომელიც პირველადი ფორმით 1998 წელს მიიღეს, ჩამოყალიბდა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია (NSCG). 2007 წლის ივლისში საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის ფუნქციები გადატანილ იქნა საქართველოს ეროვნული ბანკში, როგორც ფინანსური სისტემის რეგულირების კონსოლიდაციის ნაწილი. 2008 წლის მარტში საბანკო ზედამხედველობის ფუნქციის გარდა, ყველა სხვა ფუნქცია გადაეცა ახლად დაფუძნებულ ფინანსური ზედამხედველობის სააგენტოს. 2009 წლის ოქტომბერში ფინანსური ზედამხედველობის ფუნქციები გადაეცა ისევ საქართველოს ეროვნულ ბანკს. 2015 წელს ფინანსური ზედამხედველობა ისევ ჩამოერთვა ეროვნულ ბანკს და შეიქმნა ფინანსური ზედამხედველობის სააგენტო. საკონსტიტუციო სასამართლოს დადგენილების საფუძველზე ახლადშექმნილი სააგენტოს საქმიანობა დროებით გაჩერებულია. ამჯერად ფინანსური ზედამხედველობას ისევ ეროვნული ბანკი ახორციელებს.

ამასთანავე, აღსანიშნავია ის, რომ საქართველოს ეროვნული ბანკი, როგორც საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი, არ არის ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) წევრი. რაც უფრო მნიშვნელოვანია, საქართველო არ არის კონსულტაციების, თანამშრომლობის და ინფორმაციის გაცემის მრავალმხრივი ურთიერთგაგების მემორანდუმის (MMOU) ხელმოწერი მხარე. ანალიტიკოსების აზრით, ორივე აღნიშნულ ფაქტს, მინიმუმ კაპიტალის ბაზრის განვითარების თვალსაზრისით, მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა აქვს საქართველოსთვის.

გარდა ამისა, ევროკავშირი-საქართველოს ასოცირების შეთანხმების ფარგლებში ნაკისრი ვალდებულებებიდან გამომდინარე, უნდა მოხდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის მიახლოება ევროკავშირის მიდგომებთან. ეს პროცესი გულისხმობს 22 დირექტივისა და რეგულაციას.

საზგაისმელია, რომ საქართველოს არ გააჩნია სპეციალური კანონები იპოთეკით უზრუნ-

ველყოფილი ობლიგაციების ან სექიურითიზაციის შესახებ. სპეციალისტები ამ სამართლებრივი ხარვეზის სასწრაფოდ აღმოფხვრაზე საუბრობენ.

მთელი რიგი ქვეყნები სწორედ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებით ახდენენ თავიანთი კაპიტალის მოზიდვას და მიხელოვნებულ ტოქმაზიშვილს ამის საილუსტრაციოდ აშშ შეგვიძლია დავასახელოთ.

„ამერიკის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ძალიან განვითარებულია და საკმაოდ დიდი კონკურენტიც არის კომერციული ბანკების ინვესტიციის მოზიდვის თვალსაზრისით. ჩვენს ქვეყანაში 90-იანმა წლებმა გარკვეული პროვოცირება მოახდინა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, მაგრამ მაშინ საზოგადოება და კომპანიები ამისთვის მზად არ აღმოჩნდნენ“. (თოქმაჯიშვილი., 2016)

საყურადღებოა, რომ ამერიკის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოდგენილია მრავალფეროვანი ფინანსური ინსტრუმენტებით, რომლებიც ემიტირებულია, როგორც კერძო სექტორის, ასევე ფედერალური, შტატისა და ადგილობრივი მთავრობის მიერ. ფედერალური მთავრობის მიერ ემიტირებულ სახაზინო ფასიან ქაღალდებს დომინანტური როლი უჭირავთ აშშ-ის ბაზარზე. კერძოდ, 2012-2014 წლებში აშშ-ის ობლიგაციების ბაზრის მთლიანი სავაჭრო ბრუნვის ნახევარზე მეტი სახაზინო ფასიან ქაღალდებს უჭირავს, მათი საშუალებით მობილიზებული თანხები კი მიიმართება ფედერალური ბიუჯეტის დასაფინანსებლად.

რა არის შემოსავლიანობის მრუდი.

საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა ლარის შემოსავლიანობის მრუდის გამოქვეყნება დაიწყო. შემოსავლიანობის მრუდი ფინანსური ბაზრის ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი ატრიბუტია. რას ნიშნავს ლარის შემოსავლიანობის მრუდი? ეროვნულ ბანკში განმარტავენ, რომ იგი შემუშავდა საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ, ჩეხეთის ცენტრალური ბანკის ექსპერტების დახმარებით, EBRD-თან ერთობლივი პროექტის ფარგლებში.

ის გვაჩვენებს ურისკო საპროცენტო განაკვეთებს ყველა ვადიანობის ინსტრუმენტისთვის. ფინანსური ბაზრის მონაწილეებს შეუძლიათ ის გამოიყენონ როგორც ინდიკატორული მაჩვენებელი ლარის ფასიანი ქაღალდების ფასის განსაზღვრისა და პროგნოზირებისთვის პირველად თუ მეორად ბაზარზე. „ლარის შემოსავლიანობის მრუდი საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარებისა და მისი მიმზიდველობის ზრდისთვის მნიშვნელოვანი წინგადადგმული ნაბიჯია“, – აცხადებენ ეროვნულ ბანკში.



პროფესორ მიხეილ თოქმაზიშვილის მოსაზრებით, ფორმები, რომლებიც გადაცვლიან სახაზინო ვალდებულებებსა და ობლიგაციებს შექცელებათ მათი შემოსავლები უკეთესად გათვალონ. “ეს არის ინტეგრირებული მეთოდი, რომლის მეშვეობითაც ითვლება, თუ რა შემოსავალი მიიღოს ლარმა გათვლილი ინფლაციისა და საპროცენტო განაკვეთზე. აქედან გამომდინარე კლიენტი უფრო ზუსტ პროგნოზს აკეთებს, ვიდრე მხოლოდ და მხოლოდ სახაზინო ვალდებულებების საპროცენტო განაკვეთია”. (თოქმაზიშვილი მ. 2016)

დავიწყოთ იქიდან, რომ **სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვის უფლება მხოლოდ ბანკებს აქვთ**. ამჟამად, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ერთადერთი რეგულატორი ეროვნული ბანკია, რითაც ფაქტიურად შეწყდა სახელმწიფოებრივი მუშაობა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებაზე. ბანკების შუამავლობის გარეშე ობლიგაციებსა და სახაზინო ვალდებულებებს ვერავის იყიდის. ამასთანავე, ისევ ჩანასახის მდგომარეობაშია საფონდო ბირჟა და მისი ჯანსაღი განვითარების პერსპექტივა არსებული კანონმდებლობით ასევე კითხვის ნიშნის ქვეშ დგას.

საპროცენტო განაკვეთების დროებითი სტრუქტურა. საპროცენტო განაკვეთების დროებითი სტრუქტურა ახასიათებს დამოკიდებულებას მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის (ჩვეულებრივ ერთი ან რამდენიმე ემიტენტი, რომელთაც ერთმანეთთან ახლომდგომი საკრედიტო რეიტინგები აქვთ). ეს სტრუქტურა მნიშვნელოვანია ფინანსური ანალიტიკოსებისა და მენეჯერებისათვის, მათი საშუალებით უნდა გადაწყვიტონ, მოიზიდონ თუ არა ფინანსური სახსრები მოკლევადიანი ან გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით; საპროცენტო განაკვეთების დროებითი სტრუქტურა ეხმარება აგრეთვე ინვესტორებს ინვესტირების ობიექტების სწორად შერჩევაში, კერძოდ, მათ უნდა აირჩიონ ინვესტირება სად მოახდინონ, მოკლევადიან თუ გრძელვადიან ობლიგაციებში. ერთსა და მეორე შემთხვევაში საჭიროა გვახსოვდეს: 1) თუ რა ურთიერთდამოკიდებულებაშია გრძელვადიანი და მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთები და 2) რომელი ფაქტორები განსაზღვრავენ ამ დამოკიდებულებას.

ინფორმაცია სხვადასხვა ვადიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთების შესახებ ქვეყნდება სხვადასხვა გამოცემების მიერ „ისეთების, როგორიცაა: „Wall Street Journal“ და „Federal Reserve Bulletin“ ასევე რიგ web-საიტე-

ბზე, ისეთები, როგორიცაა Bloomberg, Yahoo და CNN Financial. ამ წყაროებიდან მიღებული მონაცემების საფუძველზე ჩვენ შეგვიძლია ავაგოთ განაკვეთების დროებითი სტრუქტურა დროის მოცემულ მომენტში. ამ მონაცემების გრაფიკი მოცემულია ნახ. 1. ამ გრაფიკს ქვია შემოსავლიანობის გრაფიკი (yield curve) შესაბამისი თარიღისათვის*.

გარკვეული დროის შემდეგ შემოსავლიანობის მრუდი იცვლის თავის მდგომარეობას და ასევე დახრილობასაც. მაგალითად, 2000 წლის მარტში საპროცენტო განაკვეთები მთლიანობაში მაღალი იყო, მაგრამ განაკვეთები მოკლევადიან ობლიგაციებზე იყო მაღალი გრძელვადიან ობლიგაციებთან შედარებით და შემოსავლიანობის მრუდი დახრილი იყო ქვევით. 2010 წლის აგვისტოში განაკვეთების დონეები დაეცა, მაგრამ რამდენადაც მოკლევადიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები დაეცა გაცილებით სწრაფად გრძელვადიან ობლიგაციებთან შედარებით, შემოსავლიანობის მრუდი მზარდი აღმოჩნდა. ექვსთვიის შემდეგ, 2009 წლის თებერვალში შემოსავლიანობის მრუდზე აღმოჩნდა ბორცვი, განაკვეთები საშუალო ვადებთან მიმართებაში აღმოჩნდა მაღალი მოკლევადიან და გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებთან შედარებით.

გარკვეული დროის შემდეგ შემოსავლიანობის მრუდი იცვლის თავის მდგომარეობას და ასევე დახრილობასაც. მაგალითად, 2000 წლის მარტში საპროცენტო განაკვეთები მთლიანობაში მაღალი იყო, მაგრამ განაკვეთები მოკლევადიან ობლიგაციებზე იყო მაღალი გრძელვადიან ობლიგაციებთან შედარებით და შემოსავლიანობის მრუდი დახრილი იყო ქვევით. 2010 წლის აგვისტოში განაკვეთების დონეები დაეცა, მაგრამ რამდენადაც მოკლევადიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები დაეცა გაცილებით სწრაფად გრძელვადიან ობლიგაციებთან შედარებით, შემოსავლიანობის მრუდი მზარდი აღმოჩნდა. ექვსთვიის შემდეგ, 2009 წლის თებერვალში შემოსავლიანობის მრუდზე აღმოჩნდა ბორცვი, განაკვეთები საშუალო ვადებთან მიმართებაში აღმოჩნდა მაღალი მოკლევადიან და გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებთან შედარებით.

რიგი გამონაკლისების მიუხედავად, უმეტეს შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთები გრძელვადიან ობლიგაციებზე მაღალია მოკლევადიანებთან შედარებით, ხოლო შემოსავლიანობის მრუდი მაინც რჩება მზარდი. ამ მიზეზით შემოსავლიანობის **მზარდ მრუდს** უწოდებენ ნორმალურ მრუდს (normal yield curve), ხოლო ქვემოთ დაშვებულ მრუდს, მიმოქცევადს, ანუ „არა ნორმალურს“, (inverted, abnormal yield curve), ასე რომ



ნახ. 1-ზე შემოსავლიანობის მრუდი 2009 წლისათვის არის მიმოქცევადი, ხოლო 2000 წლისათვის – ნორმალური.

რა განსაზღვრავს შემოსავლიანობის მრუდის ფორმას? როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, პრემია დაფარვამდე ვადისათვის, დადებითი უნდა იყოს. ამ შემთხვევაში სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციების ყველა დანარჩენი თვისება დაფარვამდე ერთნაირი რომ იყოს, გრძელვადიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობა გაცილებით მაღალი იქნებოდა მოკლევადიან ობლიგაციებთან შედარებით, თუმცა ობლიგაციის შემოსავლიანობა ასევე დამოკიდებულია ინფლაციის სავარაუდო დონეზე, გადაუხდელობისა და ლიკვიდობის რისკზე. ყველა ეს ფაქტორი შეიძლება ვარირებდეს დაფარვის ვადის შესაბამისად და მასზე დამოკიდებულებით.

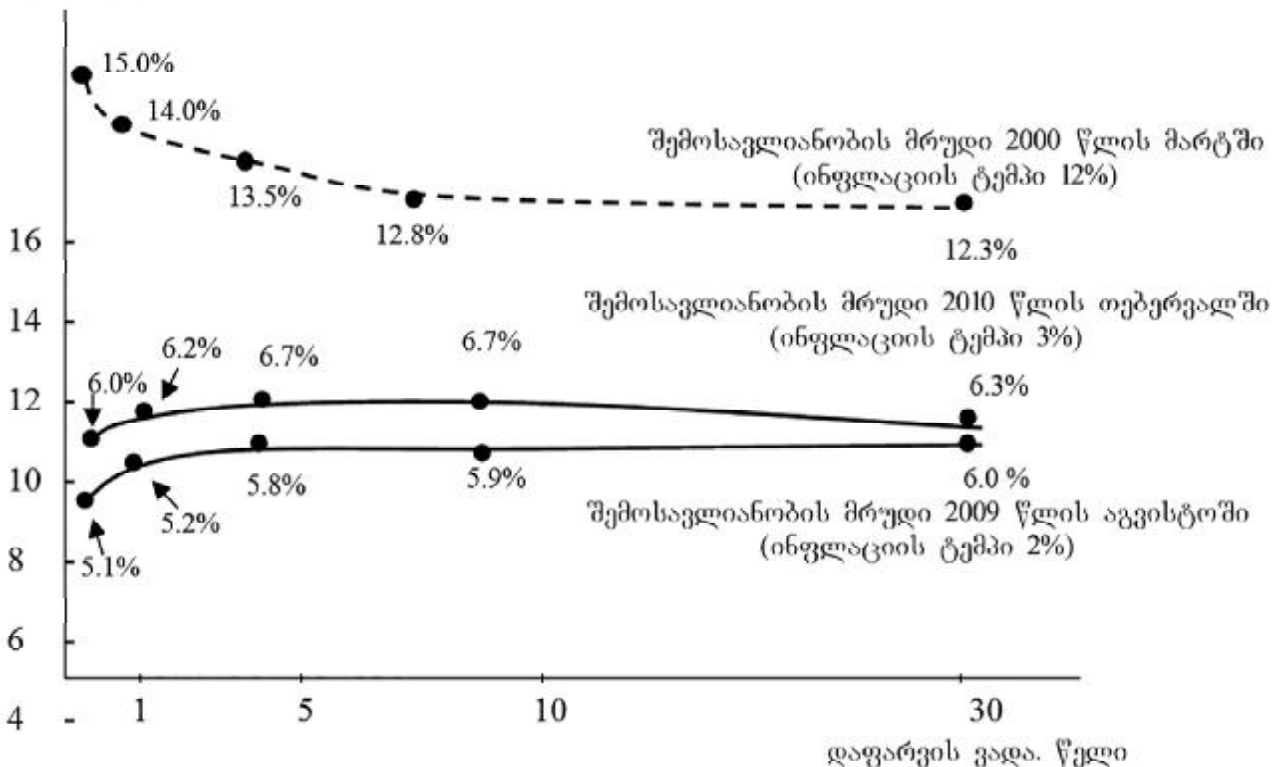
ინფლაციის სავარაუდო დონეს განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს შემოსავლიანობის მრუდთან მიმართებით, მაგალითისთვის განვიხილოთ აშშ-ის სახაზინო ობლიგაციები, რამდენადაც სახაზინო ფასიანი ქაღალდები თავის-

უფალია გადაუხდელობისა და ლიკვიდობის რისკებისაგან, მათი შემოსავლიანობა შეიძლება გაითვალისწინოთ შემდეგი ტოლობით:

$$K = K^* + IP + MRP$$

თუ რეალური ურისკო შემოსავლიანობა K^* იცვლება დროსთან მიმართებაში ეკონომიკური და დემოგრაფიული ფაქტორების გავლენით. ამ ცვლილებებს უფრო მეტად შემთხვევითი ხასიათი აქვთ, ვიდრე პროგნოზირებადი და განჭვრეტადი. ამიტომ დროსალოდნელია, რომ K^* დარჩება საშუალოდ უცვლელი. ამ დროს პრემია ინფლაციისათვის IP არსებითად ირყევა, თანაც მეტნაკლებად განჭვრეტას დაქვემდებარებული ოდენობით. გავისხენოთ, რომ პრემია ინფლაციისათვის – ეს არის ინფლაციის საშუალო მოსალოდნელი ტემპი ობლიგაციის ვადისპირობებში. ასე რომ, თუ კი ბაზრის აგენტები ვარაუდობენ ინფლაციის ზრდას მომავალში, პრემია მით მეტი იქნება, რაც უფრო გრძელვადიანია ობლიგაცია. ანალოგიურად, თუ კი მომავალში ივარაუდება ინფლაციის ტემპების შემცირება, გრძელვადიან ობლიგაციებს ექნებათ ნაკლები ინფლაციური პრემია მოკლევად-

შემოსავლიანობა %



ნახ. 1. აშშ-ს სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობის მრუდები სამი განსხვავებული თარიღისათვის



დიან ობლიგაციებთან შედარებით. პრემია ვადისათვის დაფარვამდე ვადის დასრულებამდე იზრდება ამ ვადის ზრდასთან ერთად, მოსალოდნელია ინფლაციისაგან დამოუკიდებლად.

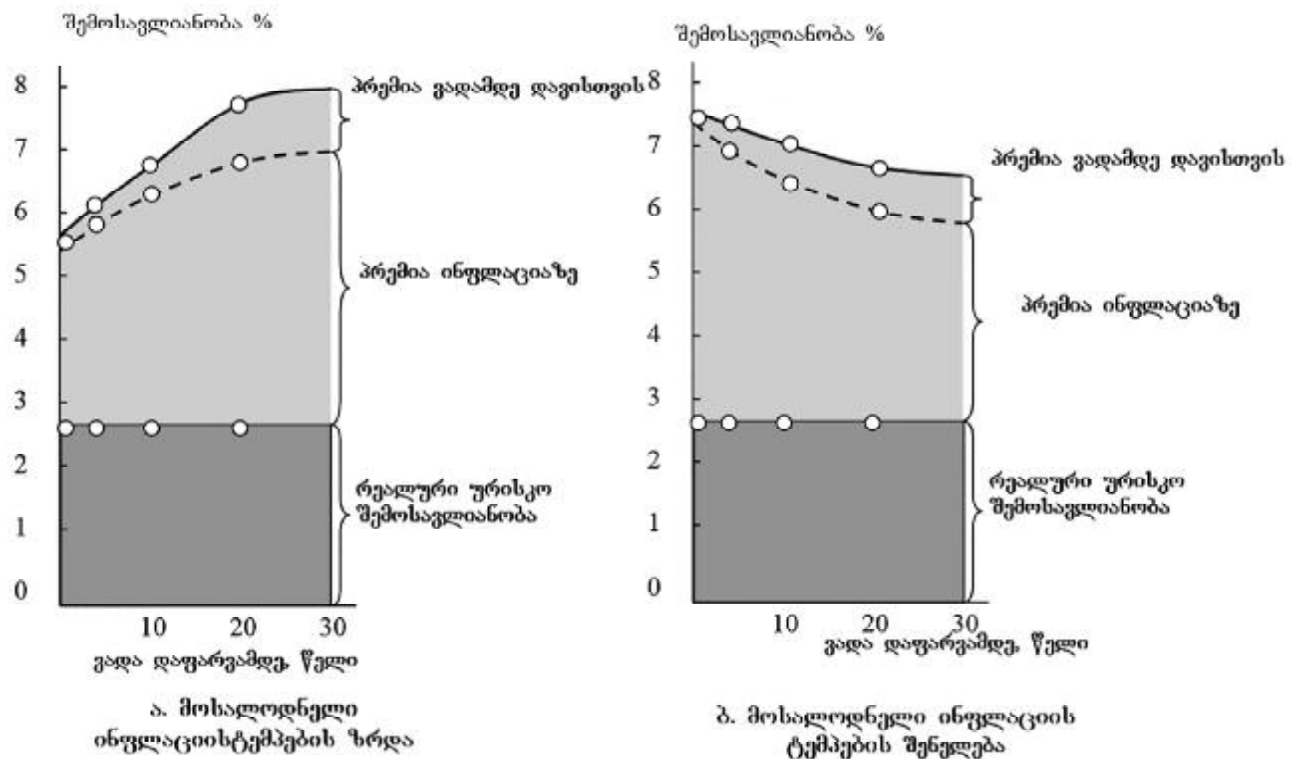
ნახ. 2. ა-ზე ნაჩვენებია შემოსავლიანობის მრუდი მოსალოდნელი ინფლაციის დონის შემთხვევაში. ამ დროს გრძელვადიან ობლიგაციებს აქვთ მაღალი შემოსავლიანობა ორი მიზეზის გამო: 1) მომავალში მოსალოდნელია ინფლაციის უფრო მაღალი დონე ვიდრე უახლოეს პერიოდში და 2) არსებობს მზარდი პრემია დაფარვამდე ვადისათვის. ნახ. 2. ბ წარმოადგენს შემოსავლიანობის მრუდი ინფლაციის ტემპების მოსალოდნელი მკვეთრი კლების მოლოდინის ამ შემთხვევაში შემოსავლიანობის მრუდი. შეიძლება აღმოჩნდეს კრებადი. შემოსავლიანობის კრებადი მრუდები ხშირად ეკონომიკური სირთულეების მაუწყებელია, რამდენადაც დაცემის პერიოდები ხშირად დროში ემთხვევა ინფლაციის შემცირებას.

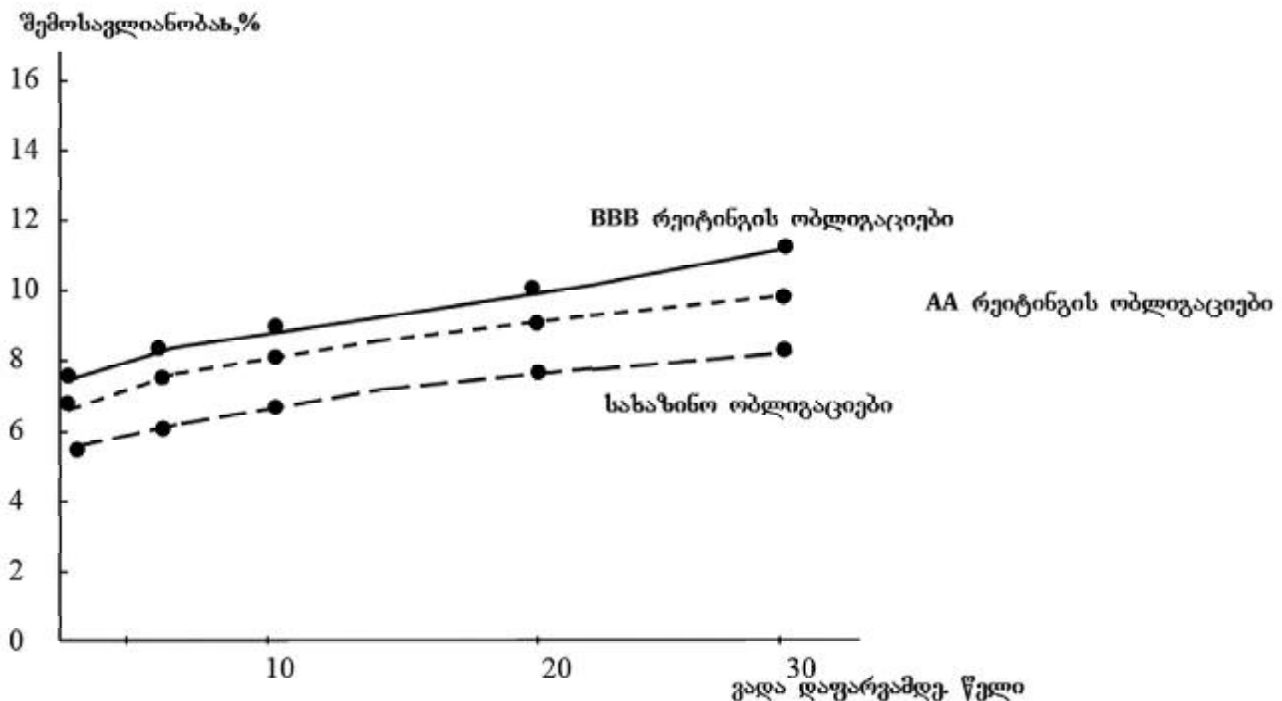
ახლა განვიხილოთ შემოსავლიანობის მრუდი კორპორაციული ობლიგაციებისათვის. გავიხსენოთ, რომ მათი შემოსავლიანობა მოიცავს პრემიას გადაუხდელობის რისკისათვის (DRP) და პრემიას ლიკვიდობისათვის (LP). შესაბამისად, შემოსავალი კორპორაციული ობლიგაციებიდან, რომელთა დაფარვის ვადა დადგება t წლის შემდეგ, შეიძლება გამოვხატოთ შემდეგი ტოლობით:

$$K_c = K^* + IP + MRP + DRP + LP$$

კორპორაციული ობლიგაციების გადაუხდელობისა და ლიკვიდობის რისკებზე გავლენას ახდენს ვადა მის დაფარვამდე. მაგალითად, კოკაკოლას ფირმის მოკლევადიან სავალო ვალდებულებებზე გადაუხდელობის რისკი ძალზე დაბალია, რამდენადაც პრაქტიკულად გამორიცხულია ეს კომპანია გაკოტრდეს რამდენიმე უახლოეს წელიწადში*, თუმცა ამ კომპანიას აქვს ობლიგაციები დაფარვის ვადით 100 წელი და ამ ობლიგაციების მიხედვით არგადახდის რისკი გაცილებით მაღალია, მის მოკლევადიან სავალო ვალდებულებებთან შედარებით. იგი დამოკიდებულია მოსახლეობის მიერ მსგავსიტიპის უაღკოპოლო სასმელის გამოყენებისა და ეს კი ამ ასი წლის მანძილზე ძლიერ შეიძლება შეიცვალოს.

უფრო გრძელვადიანი კორპორაციული ობლიგაციები უმეტეს შემთხვევაში ასევე ნაკლებლიკვიდურები არიან მოკლევადიან ობლიგაციებთან შედარებით, ამრიგად, ლიკვიდობაზე პრემია ასევე იზრდება მათი დაფარვამდე ვადის ზრდასთან ერთად. ამ მოვლენის ძირითადი მიზეზია ის, რომ ზემოთ განხილული მიზეზების გამო მოკლევადიანი სკალით ვალდებულებები ნაკლებად რისკიანები არიან გადაუხდელობასთან და საპროცენტო განაკვეთთან მიმართებაში. ამიტომ ინვესტორს შეუძლია მათი შეძენა ემიტენტის კრედიტუნარიანობის გულდასმითი შესწავლა-





ნახ. 3. კორპორაციული და სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობის მრუდები

შემოწმების გარეშე, რაც შეიძლება საჭირო იყოს გრძელვადიანი სასესხო ვალდებულებებთან მიმართებაში. შესაბამისად გრძელვადიანი კორპორაციული ობლიგაციები უფრო ხშირად გამოიყენება მხოლოდ მსხვილ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებთან მიმართებაში (განსაკუთრებით ბანკებთან და საპენსიო ფონდებთან მიმართებაში). ცალკეული კერძო ინვესტორები ხშირად იძენენ მოკლევადიან ობლიგაციებს. საბოლოო ჯამში ისინი უფრო ლიკვიდური არიან. ესე იგი საჭიროებენ ნაკლებ პრემიას, ლიკვიდურობასა და იმავე კომპანიის გრძელვადიან სავალ ვალდებულებებთან შედარებით.

მე-3 და მე-2. ნახაზებზე წარმოდგენილი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მრუდებთან ერთად წარმოდგენილია ორი პიპოთეზური კორპორაციული ობლიგაციის შემოსავლიანობის მრუდები: ეს არის AA მაღალ-ისაკრედიტორეიტინგის კომპანიის, რაც გამოხატავს ვადის დაუფარაობის რისკის მინიმალურ დონეს და BBB უფრო დაბალი რეიტინგის კომპანიის, რომელიც უფრო მაღალ რისკს გულისხმობს. ამ შემთხვევაში ჩვენ ვგულისხმობთ, რომ ინფლაციის ტემპების მკვეთრი დაცემა მოსალოდნელი არ არის და ამიტომ სახაზინო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მრუდს ზრდის ტენდენცია ახასიათებს.

ცხადია, რომ გადაუხდელობისა და ლიკვიდობის დამატებითი რისკის გამო კორპორაციული ობლიგაციები ყოველთვის მაღალი შემო-

სავლიანობით ხასიათდება, იგივე დაფარვის ვადის მქონე სახაზინო ობლიგაციებთან შედარებით, ხოლო BBB რეიტინგის მქონე ობლიგაციები ასევე მაღალ შემოსავლიანია AA რეიტინგის მქონე ობლიგაციებთან შედარებით და ბოლოს შემოსავლებს შორის სხვაობა სახაზინო და კორპორაციულ ობლიგაციების მიხედვით მით უფრო მეტია, რაც უფრო დიდია მათი დაფარვის ვადა. ეს ხდება იმიტომ, რომ გრძელვადიანი კორპორაციული ობლიგაციები გადაუხდელობისა და ლიკვიდობის დიდი რისკის მატარებლებია, მოკლევადიან ობლიგაციებთან შედარებით, ამასთან ამ ორივე რისკთან დაკავშირებული პრემია ნულოვანია სახაზინო ობლიგაციებისათვის, მათ შორის გრძელვადიანებისთვისაც.

შემოსავლიანობის მრუდის გამოყენება მომავალი საპროცენტო განაკვეთების შეფასებისათვის.* ზემოთ ჩვენ ვნახეთ, რომ შემოსავლიანობის მრუდის ფორმა მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია ორ ფაქტორზე: 1) ინფლაციის სამომავლო ცვლილების ვარაუდებზე და 2) დაფარვის სხვადასხვა ვადების მქონე ფასიანი ქაღალდების შეფარდებით რისკიანობის დონეზე. ჩვენ ასევე დავინახეთ როგორ აიგოს შემოსავლიანობის მრუდი ინფლაციისა და დაფარვის ვადის რისკების გათვალისწინებით. პრაქტიკაში ეს პროცესიზოგჯერ შებრუნებით მოქმედებს. ინვესტორები დაპანალიტიკოსები თავდაპირველად აგებენ შემოსავლიანობის მრუდებს და ამის შემდეგ იყენებენ



აქედან მიღებულ ინფორმაციას ბაზრის მოლოდინის შესაფასებლად ინფლაციისა და რისკების მომავალ ტემპებთან მიმართებაში.

შემოსავლიანობის მრუდის გამოყენების ეს პროცესი საპროცენტო განაკვეთების სავარაუდო მომავალი შეფასებებისათვის პირდაპირია თუ კი: 1) ჩვენ ყურადღების კონცენტრირებას მოვახდენთ სახაზინო ფასიან ქაღალდებზე; 2) ჩვენ ვგულისხმობთ, რომ ყველა სახაზინო ფასიანი ქაღალდი ერთი და იმავე რისკის მატარებელია, ანუ პრემია დაფარვამდე ვადისათვის არ არსებობს.

აღვნიშნავთ, რომ აკადემიური წრის ბევრი წარმომადგენელი და განსაკუთრებით პრაქტიკოსი ტრეიდერები (traders) ამტკიცებენ, რომ მეორე ვარაუდი სრულადაა გააზრებული მინიმუმ გარკვეული მიახლოებით. სინამდვილეში, მათი არგუმენტების მიხედვით ობლიგაციების ბაზარზე ჭარბობენ მსხვილი პროფესიონალური დილერები, რომლებიც ყოველდღე დიდი რაოდენობით შეიძენენ და ყიდიან სხვადასხვა დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციებს. ბაზარზე მათი დომინირებული მდგომარეობის გამო ობლიგაციების შემოსავლიანობის განაკვეთები მნიშვნელოვანწილად განისაზღვრება სწორედ ასეთი ინვესტორების მიერ. მაგრამ ისინი ზრუნავენ მხოლოდ თავიანთი მოკლევადიანი დაბანდების შემოსავლიანობაზე და ნაკლებ ინტერესს ამჟღავნებენ ობლიგაციების გრძელვადიანი რისკების მიმართ. ამ შეხედულებებისთანახმად, მსხვილი ტრეიდერისათვის სულ ერთია - შეიძინოს 30 წლიანი ობლიგაციები სამი თვის შემდეგ ხელახლაგაყიდვის სამთვიან თამასუქი, თუ იყიდოს სამთვიანი თამასუქი მის დაფარვამდე შენახვის მიზნით. შესაბამისად, ამ შეხედულების მომხრეების აზრით **შემოსავლიანობის მრუდის ფორმა განისაზღვრება მხოლოდ საბაზრო მოლოდინებით** მომალეა საპროცენტო განაკვეთებთან მიმართებაში. შეხედულებათა ამ სისტემას ეკონომისტები უწოდებენ საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურების წმინდა მოლოდინის თეორიას.

წმინდა მოლოდინის თეორია (pare expectations theory) რომელსაც ხშირად უბრალოდ მოლოდინის თეორიად მოიხსენიებენ (expectations theory), გულისხმობს რომ ინვესტორები ობლიგაციის საბაზრო ფასსა და საპროცენტო განაკვეთს განსაზღვრავენ მკაცრად ამ უკანასკნელების მომავალი ცვლილებების მოლოდინების საფუძველზე.* ეს რომ ასე იყოს, დაფარვამდე ვადისათვის რისკის პრემია (MRP) იქნებოდა ნულოვანი, ხოლო გრძელვადიანი ობლი-

გაცივების საპროცენტო განაკვეთები მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მიმდინარე მოსალოდნელი საშუალო შეწონილი მნიშვნელობის ტოლი იქნებოდა მომავალში. მაგალითად, თუ ერთ წლამდე დაფარვის ვადის მქონე სახაზინო თამასუქების შემოსავლიანობა არის 7%, მაშინ იგულისხმება რომ ერთი წლის შემდეგ ეს თამასუქები მოიტანენ 7,5% შემოსავალს. ინვესტორების მოლოდინი ორწლამდე დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციებისათვის ეს მაჩვენებელი 7,25%-ის ტოლი იქნება.

$$K_{2cp} = \frac{7\% + 7,5\%}{2} = 7,25\%$$

გასაშუალების ამ პრინციპის ლოგიკისგასაგებად, წარმოვიდგინოთ, რა მოხდება თუ ორწლიანი დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციის შემოსავლიანობა **განსხვავებული** იქნება ერთწლიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობის საშუალო მნიშვნელობისაგან ორი მომდევნო წლისათვის. მაგალითად, დავუშვათ, რომ ორწლიანმა ობლიგაციებმა მოიტანეს მხოლოდ 7% შემოსავალი და არა, ადრეგათვლილი 7,25%-ის ნაცვლად. ამ შემთხვევაში ბაზრის მონაწილეებს შეეძლოთ მიეღოთ ვაჭრობის ასეთი სტრატეგია: მიეღოთ არბიტრაჟული მოგების (arbitrage) მიღება, საკუთარი სახსრების დაბანდების გარეშე და თავისთავზე ყოველგვარი რისკის აღების გარეშე. კერძოდ:

1. ორი წლით ფულადი სახსრების 7%-ით სესხად აღება.

2. ერთწლიან თამასუქებში სესხად აღებულის სახსრების ორჯერ თანამიმდევრულად ინვესტირება.

ამ შემთხვევაში თამასუქებში ინვესტირებული სახსრების საშუალო წლიური შემოსავლიანობა ტოლი იქნება 7,25%-ს, მაშინ როცა ნასესხები სახსრები არბიტრაჟორებს (arbitrageurs) მხოლოდ 7% უდირს. სხვაობა ამ სიდიდეებს შორის არის ე.წ. „ნაჩუქარი“, მოგება”.

ამდენად, ობლიგაციური ბაზრის მონაწილენი მასიურად სესხულობენ ფულს (წარადგენენ მოთხოვნას კაპიტალზე) ორწლიანი კრედიტის სახით და ამ ფულს დებენ (ახდენენ კაპიტალის მიწოდებას) ერთწლიან ობლიგაციებში. ჩნობილია, რომ კაპიტალზე მოთხოვნის გადიდება ზრდის საპროცენტო განაკვეთებს, მაშინ როცა კაპიტალის მიწოდების გადიდება ამცირებს მათ. გამოდის რომ ტრეიდერების მსგავსი მოქმედებები გამოიწვევს ორწლიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობის გადიდებას, მაგრამ შეამცირებენ ერთწლიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობას (ნახ. 4).

საბოლოო შედეგით შეიძლება მიღწეული იქნას საბაზრო წონასწორობა, რომლის დრო-



საც ორწლიანი აქციების განაკვეთები იქნებოდა ერთწლიან ობლიგაციებზე მომავალ შემოთავაზებული განაკვეთების საშუალო შეწონილი სიდიდე.

აღსანიშნავია, რომ ზემოთმოტანილი მსჯელობა გამართლებულია იმ შემთხვევაში, თუ პრემია ობლიგაციების დაფარვამდე ვადისათვის ნულის ტოლია, თუმცა რეალურად ბაზარზე ადგილი აქვს დაფარვამდე ვადის ათვისდადებით პრემიას MRP-ს და ამიტომაც აუცილებელია გათვალისწინებული იქნას მისი მნიშვნელობაც.

დავუშვათ, რომ ერთი და ორიწლის დაფარვის ვადის მქონე ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა არის 7% და 7,25%, ამასთან გაერთიანებისწინათ პრემია დაფარვამდე ვადისათვის 0,1%-ის ტოლია. იგი გულისხმობს, ინვესტორების მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობა ორწლიანი ობლიგაციებისათვის (7,25%) 0,1%-ით მეტია, ვიდრე შემოსავლიანობა ერთწლიანი ობლიგაციებისათვის (7,25%-0,1% = 7,15). ამ შემთხვევაში ჩვენ შეგვიძლია გამოვიყენოთ შემდეგი ორსაფეხურიანი პროცედურა ერთი წლის შემდეგ ერთწლიანი ფასიანი ქაღალდებისათვის მოსალოდნელი Kსაპროცენტო განაკვეთის განსაზღვრისათვის.

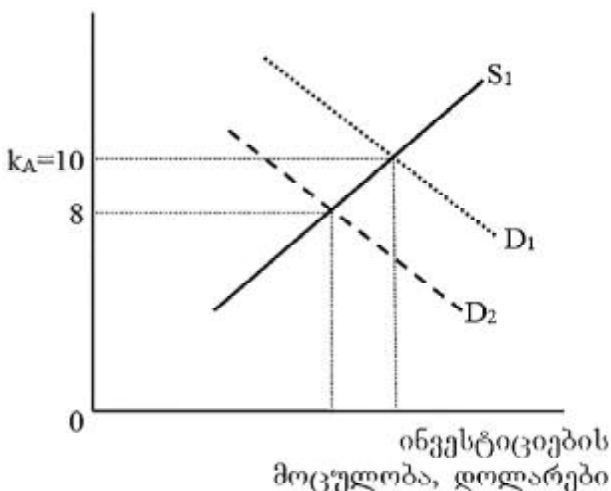
პირველი:

ორწლიანი ობლიგაციის შემოსავლიანობას
– MRP ორწლიანი ობლიგაციისათვის
= 7,25% – 0,1% = 7,15%

მეორე:

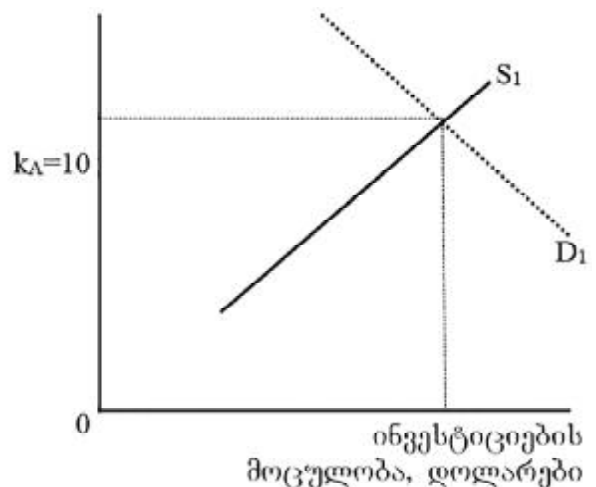
ბაზარი A: დაბალი რისკის მქონე ფასიანი ქაღალდები

განაკვეთები შემოსავლიანობის k, %



ბაზარი A: მაღალი რისკის მქონე ფასიანი ქაღალდები

განაკვეთები შემოსავლიანობის k, %



ნახ. 4. საპროცენტო განაკვეთები, როგორც კაპიტალზე მოწოდებისა და მოთხოვნის ფუნქციები



სათანადო კომპენსაციის გარეშე, ექსპროპრიაციის რისკი, პოლიტიკური არასტაბილურობის რისკებთან, ასევე გაითვალისწინება საერთო ქვეყნისმიერი რისკები.

უცხოური ინვესტიციების განხორციელების დროს, საჭიროა განსაკუთრებული ყურადღება მიექცეს უცხოური ფასიანი ქაღალდების დენომინაციაზე (denominated) დაქვემდებარებას, დოლარისაგან განსხვავებულ ვალუტაში, რაც განაპირობებს საკურსო (კურსისმიერი) რისკის წარმოქმნას (exchange rate risk) ამასთან მხედველობაში მისაღებია ის გარემოება, რომ უცხოური ინვესტიციების რეალური დოლარული შემოსავლიანობა დამოკიდებული იქნება; უცხოური ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობაზე ადგილობრივ ვალუტაში ასევე იმაზეც, როგორ შეიცვლება ფასიანი ქაღალდების გაცვლითი კურსები მათი არსებობის ვადაში და ასევე ინფლაციის ტემპებთან მიმართებაში სხვადასხვა ქვეყნებში ადგილობრივ ვალუტაში.

საპროცენტო განაკვეთების დონეზე მოქმედი სხვა ფაქტორები. ინფლაციური მოლოდინების გარდა არსებობს სხვა ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ არა მარტო საპროცენტო განაკვეთის დონეზე, არამედ შემოსავლიანობის მრუდის ფორმაზეც. ასეთ ოთხ შედარებით ფაქტორებს განეკუთვნება: 1) ფედერალური სარეზერვო სისტემის პოლიტიკა (Federal Reserve, Fed), – აშშ-ს ცენტრალური ბანკი; 2) ფედერალური ბიუჯეტის დეფიციტი (deficit) ანდა სიჭარბე, პროფიციტი (proficit); და 3) საგარეო ფაქტორები საგარეო სავაჭრო ბალანსის (foreign trade balance) და საპროცენტო განაკვეთებისწათვლით სხვა ქვეყნებში.

საპროცენტო განაკვეთები და გადაწყვეტილებები ბიზნესში. ცალკე ხაზგასმით უნდა აღინიშნოს რა გავლენას ახდენს საპროცენტო განაკვეთები ბიზნესისა და კერძო მეანაბრე-ინვესტორების მიერ ინვესტირების შესახებ მიღებულ გადაწყვეტილებაზე. შემოსავლიანობის მრუდი 2000 წლის თებერვალში, რომელიც ნახ. 1-ზეა გამოსახული, გვიჩვენებს აშშ-ს ხელისუფლებას როგორი საპროცენტო განაკვეთით შეეძლო ფულადი სახსრების სესხად აღება ამ თვეში ერთი წლის, ხუთი, ათი და ა.შ. ვადით. ცხადია, მსესხებელი ფირმები იძულებულნი იყვნენ გადაეხადათ კრედიტის სარგებლობაზე უფრო მეტი.

ახლა დავუშვათ, რომ თქვენს კომპანიას უნდა მოეზიდა სავალო დაფინანსება 2000 წლის თებერვალში ახალი ქარხნის ასაშენებლად 1 მლნ \$-ის ოდენობით. ეს ქარხანა იმუშავებს 30 წელს. თუკი თქვენ 2000 წელს აიღებთ მოკლე-

ვადიან სესხს. ვთქვათ – 1 წლით, (% განაკვეთით), მაშინ თქვენი ვალისათვის საპროცენტო გადასახდელი იქნება 60 ათასი \$, წელიწადში. მეორეს მხრივ, თუ კი თქვენ ისარგებლებთ გრძელვადიანი (30 წელი) კრედიტით, პროცენტები, რომელიც თქვენ უნდა გადაიხადოთ, იქნება 6,3% ანუ 63 ათასი \$. შესაბამისად ერთი შეხედვით შეიძლება მოგვეჩვენოს. თქვენ უნდა ისარგებლოთ მოკლევადიანი სესხით.

თუმცა ასეთი გადაწყვეტილება დიდი შეცდომა იქნებოდა სინამდვილეში, თუ თქვენ სარგებლობთ მოკლევადიანი სესხით, მაშინ მოგიწევთ ახალი სესხის აღება ყოველ წელს, და კრედიტორები ყოველი მათგანისათვის მოითხოვენ საფასურს, და ეს აისახება საპროცენტო განაკვეთის სიდიდეზე, რომელიც ყალიბდება ყოველ წელს შესაბამის ბაზარზე. კერძოდ საპროცენტო განაკვეთები შეიძლება გაიზარდოს და სავსებით შესაძლებელია იძულებული გახდებით წლიურად გადაიხადოთ 14% ანუ 140 ათასი \$ წელიწადში. ასეთი საპროცენტო განაკვეთები მნიშვნელოვნად შეამცირებს თქვენ მოგებას და შეიძლება საერთო მოგების გარეშეც დარჩეთ. თქვენი ქარხნის დაბალი რენტაბელობა, თავის მხრივ გაზრდის თქვენი დავალიანების რისკს, რაც ასევე აიძულებს ინვესტორებს გაზარდონ თქვენი ობლიგაციების რისკისმიერი პრემია. ეს თქვენ გაიძულებთ გადაიხადოთ უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთი, რაც საბოლოოდ გამოიწვევს იმას, რომ თქვენი კრედიტორები რიგ მომენტში უარს იტყვიან თქვენი სესხების რეფინანსირებაზე და მოითხოვენ მათ დაფარვას, ეს არახელსაყრელ გარემოებაში შეიძლება თქვენი სრული გაკოტრებით დასრულდეს.

მეორე მხრივ, თუ კი თავდაპირველად თქვენ გამოიყენეთ გრძელვადიანი დაფინანსება 2000 წლიდან, მაშინ თქვენი საპროცენტო ხარჯები უცვლელი იქნება, წელიწადში 63 ათასი \$ და საპროცენტო განაკვეთების ზრდა ეკონომიკაში თქვენ არ შეგეხებათ. თქვენ შეიძლება შესაძლებლობა მოგცეთ შეიძინოთ თქვენი ზოგიერთი გაკოტრებული კონკურენციის ქონება თქვენთვის ხელსაყრელ ფასში. გაკოტრების შემთხვევები დიდია საპროცენტო განაკვეთების ზრდისას ძირითადად იმიტომ, რომ ბევრი ფირმა სარგებლობს ბევრი მოკლევადიანი ვალდებულებებით.

მაგრამ ნიშნავს თუ არა ყოველივე ზემოთქმული, რომ ფირმები ყოველთვის თავს უნდა არიდებდეს მოკლევადიან სავალ ვალდებულებებს. ცხადია არა თუ კი ინფლაციის დონე ბოლო რამდენიმე წლის განმავლობაში უნდა დაეცეს, შემცირდება საპროცენტო განაკვეთები. თუ კი თქვენ ფული ისესხეთ გრძელვადიანი პერიოდით 6,3% ან წელიწადში, 2000 წლის



თებერვალში, თქვენი კომპანია დაზარალებდა, თუ კი იგი ყოველწლიურად გადაიხდის შესაბამის საპროცენტო განაკვეთის საფასურს, მაშინ როცა თქვენი კონკურენტები (რომელთაც 2000 წლისათვის აიღეს მოკლევადიანი სესხი დაბალი პროცენტით) კრედიტებზე გადაიხდიან გაცილებით ნაკლებს, ვთქვათ 3 ანდა 4%-ს.

საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება ასევე ახდენს გავლენას მეანობაზე. ასე მაგალითად, თუ კი თქვენ გაქვთ ინვესტიციები საპენსიო გეგმაში 401(k). შეიძლება თქვენ სურვილი გაგიჩნდეთ ფული ჩადოთ ობლიგაციების თანაბარ ფონდში. თქვენ შეგიძლიათ აირჩიოთ ფონდი რომლის ობლიგაციების დაფარვის საშუალო ვადა არის 25 წელი, ან ფული დააბანდოთ მოკლევადიან ფულის ბაზარზე რამდენიმე თვით. როგორ გავლენას მოახდენს თქვენი არჩევანი თქვენს შემოსავლებზე ანუ როგორი იქნება თქვენი საპენსიო შემოსავალი? პირველ რიგში ეს შეეხება თქვენს ყოველწლიურ საპროცენტო შემოსავალს. მაგალითად, თუ კი შემოსავლიანობის მრუდი იზრდება, რაც ჩვეულებრივ ასეც ხდება, თქვენ მიიღებთ მეტ საპროცენტო შემოსავალს გრძელვადიანი ობლიგაციების მქონე ფონდიდან, თუმცა, თუ თქვენ აირჩიეთ ასეთი ფონდი და საპროცენტო განაკვეთები გაიზარდა, მაშინ ფონდის ობლიგაციების საბაზრო ღირებულება დაეცემა. მაგ.: თუ თქვენ ფონდში დააბანდეთ 100 ათასი \$, დაფარვის საშუალო ვადით 25 წელი, და ობლიგაციების შემოსავლიანობა ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთით 6%-ია, ხოლო საპროცენტო განაკვეთები ამ დროს გაიზარდა 10%-მდე. მაშინ თქვენი ფონდის საბაზრო ღირებულება შემცირდება 100 ლარიდან 64 ათას დოლარამდე. მეორეს მხრივ, თუ კი საპროცენტო განაკვეთები შემცირდება, თქვენი ობლიგაციების ფასიც გაიზრდება. ნებისმიერ შემთხვევაში თქვენ მიერ არჩეულ დაფარვის ვადებს დიდი მნიშვნელობა აქვს თქვენი დაბანდებისათვის და ე.ი. თქვენი შემოსავლებისათვის.

დასკვნები

დღეისათვის საქართველოში ფინანსური ბაზარი ჯერ კიდევ განვითარების სტადიაშია. არა და, ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებაში მნიშვნელოვანი როლი ენიჭება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიან ფუნქციონირებას. განვითარებადი ქვეყნები განიცდიან საკუთარი სახსრების არაარსებობას, საინვესტიციო კაპიტალის მიზიდვის ერთ - ერთ საუკეთესო საშუალებას კი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამუშავება წარმოადგენს.

საქართველოში მიუხედავად გარკვეული პოზიციური ძვრებისა, კიდევ რჩება ფუნდამენტური

პრობლემები, რომლებიც ხელს უშლიან ეფექტიან ფუნქციონირებაში. ჯერ ერთი, ბიზნესისათვის ფინანსური რესურსების მოზიდვის ძირითად წყაროს კომერციული ბანკებიდან აღებული სესხები წარმოადგენს, ხოლო სააქციო კაპიტალით დაფინანსების წყარო შედარებით გამოუყენებელია. მეორეც, როგორც ქართველი ეკონომისტები აღნიშნავენ, თუ უარს ვამბობთ ცენტრალიზებულ მართვაზე და გვინდა ქვეყანა ვმართოთ საბაზრო ეკონომიკის პრინციპებით, მთავარია ისეთი მაკროგარემოს შექმნა, სადაც ეკონომიკა თვითმართვად, თვითრეგულირებად რეჟიმში იმუშავებს. საბაზრო ეკონომიკის ერთ - ერთი საყრდენია კორპორაციული მართვა, ანუ როცა საწარმო იმართება არა ერთპიროვნულად და რაღაც ბრძანებებით, არამედ ბაზარი კარნახობს როგორც მოთხოვნა - მიწოდებას, ისე მართვაში მისაღებ გადაწყვეტილებას. მაშინ, როცა ქვეყანაში სააქციო საზოგადოებები არსებობს, აქციის საბაზრო ფასი ყველაზე უფრო მიუკერძოებელი მაჩვენებელია. აქციის ღირებულება ბაზარზე არის ბევრი ნიუანსის კრებოთი მაჩვენებელი, კერძოდ: რამდენად ლიკვიდურია ეს აქცია, რამდენად საინტერესოა ინვესტორისთვის, რამდენად იწვევს მისი ფასი მაღლა ან დაბლა. მენეჯერისთვის საუკეთესო დამხმარეა განსაზღვრული აქციის საბაზრო ფასი. მენეჯერს დიდიხვევით შეუძლია ლისტინგს ჩახედოს და ნახოს, რა ხდება საფონდო ბირჟაზე მისი კომპანიის და კონკურენტების მიმართ, აქციების ფასი იმატებს თუ იკლებს; სად არის საჭირო რაღაც ნაკლის ძიება ან მენეჯმენტში რაიმეს შეცვლა.

გარდა ამისა, ნებისმიერ პატიოსან ინვესტორს უნდა სურდეს, რომ მოსახლეობაში გაფანტული იყოს აქციათა თუნდაც მცირე პროცენტი, იმდენი მაინც, რაც მას ხელს არ შეუშლის საწარმოს მართვაში. თანამესაკუთრები მისი ღობიც არიან და მაკონტროლებლებიც. ყველაზე მეტად სწორედ თანამესაკუთრეთა მხრიდან კონტროლი აიძულებს ინვესტორს, რომ გამჭვირვალედ იმუშაოს. დასავლეთის ქვეყნებში ბიუჯეტის ფორმირებას ამიტომაც არ სჭირდება გადამხდელთა თუ გადასახადების ამკრეფთა დატერორება და მათ მიმართ ძალიან მკაცრი ღონისძიებების გატარება. ჩვენთან კი, რატომღაც, დამკვიდრდა უცნაური ტენდენცია, რომ თუ სერიოზულ ინვესტორს აქციათა ასივე პროცენტს არ შევთავაზებთ, ისე იგი ხელს არ მოკიდებს არც ერთ საწარმოს.

ასეთი მიდგომით თამაშგარე მდგომარეობაში ვამყოფებთ მოსახლეობას, თითოეულ იმ ოჯახს, რომელსაც აქვს საშუალება, ვთქვათ, 1000 ლარი დააბანდოს რომელიმე მომგებიან საქმეში. როდესაც საინვესტიციო ბაზარზე არის მილიონიანი



შეთავაზება ამა თუ იმ საწარმოს სახით, არც ერთი სერიოზული ინვესტორი ამხელა ინვესტიციას არ განახორციელებს, თუ არ ხედავს, რომ საწარმო გაცილებით მეტი ან ახლავს ღირს, ან მომავალში ეღირება. უმჯობესია ჩვენს მოსახლეობასაც მივცეთ საშუალება, რომ რაღაც თანხა დახარჯოს და ისარგებლოს იმ მოგებით, რაც მომავალში მოყვება ამ ინვესტირებას.

საქართველოში ფინანსური და ფასიანი ქაღალდების ბაზრების გააქტიურებისა და ეფექტიანი ფუნქციონირებისათვის მიზანშეწონილად მიმაჩნია ამ ბაზრების მარეგულირებელი კანონმდებლობის ძირეული ცვლილება და ამასთან თვით ბაზრების რეგულაცია. ამისათვის გადაუდებლად საჭიროა: 1. საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მრავალწლიანი პერიოდის ღრმა ანალიზი მისი არსებობის ყოველ ეტაპზე, განსაკუთრებით კი იმ ეტაპებზე როცა იცვლებოდა რეგულატორი; 2. საერთაშორისო პრაქტიკის, უცხოური ბაზრების განვითარების ტენდენციების და რეგულაციების ძირითადი პრინციპების ანალიზი (შესაძლებლობის ფარგლებში); 3. აღნიშნული ანალიზების საფუძველზე, ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის განვითარების გრძელვადიანი სტრატეგიის (კონცეფციის) შექმნა, რომლის შესაბამისადაც უნდა მოხდეს ბაზრის მოდელის და საკანონმდებლო ბაზის არქიტექტურის ჩამოყალიბება.

სწორებაზრის ღრმა და ყოვლისმომცველი ანალიზით ხდება გაწეული სამუშაოს ან გაფილტვი გზის შეფასება, საფონდო ბაზრის განვითარებისათვის საჭირო რეზერვების გამოვლენა, წარუმატებლობის მიზეზების დადგენა, რაც საბოლოოდ ხდება იმ ცვლილებების და ორიენტირების განსაზღვრის და სავარაუდო საპროგნოზო მაჩვენებლების დადგენის საფუძველი. რა თქმა უნდა რთულია პროგნოზების გაკეთება, რადგან არავინ არ იცის (ინიცირებული კანონპროექტის ავტორების ჩათვლით) ამ ცვლილებების შერე როგორ განვითარდება საფონდო ბაზარი, რადგან ეს ბევრ ფაქტორებზეა დამოკიდებული, მაგრამ ვინაიდან ყველა ეკონომიკურ - ანალიტიკურ კვლევაში არის გარკვეულწილად დიდი რაოდენობის დათქმა, მაინც იგი მოგვცემდა საშუალებას შეგვეშუშავა ე.წ. „საგზაო რუკა“ იმ ორიენტირებით, რომელიც შექმნიდა საფუძველს შეგვეფასებინა ჩატარებული სამუშაოების ეფექტურობა და წარმატებულობა.

როგორც აღვნიშნეთ, მიუხედავად გარკვეული პოზიტიური ძვრებისა, კვლავ რჩება ფუნდამენტური სხვა პრობლემები, რომლებიც ხელს უშლიან ეფექტურ ფუნქციონირებაში. პრივატიზაციის პროცესში ბირჟის როლი შეზღუდულია,

ინვესტორებს არ აქვთ გაცნობიერებული საფონდო ბირჟის როლი მათი ბიზნესის განვითარებაში. ასევე არ არსებობს საერთაშორისო სტანდარტების მატერიალურ - ტექნიკური ბაზა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის უმოქმედობის ერთ - ერთი მთავარი მიზეზი ინსტიტუტისადმი მოსახლეობის ნეგატიური დამოკიდებულება და ამ სფეროში გაუთვითცნობიერებაა. საჭიროა სახელმწიფომ შეიმუშაოს სტრატეგიული გეგმა და ისეთი კანონები, რომლებიც გათვლილი იქნება ფინანსური ინსტრუმენტების გრძელვადიან პერსპექტივებზე. სახელმწიფომ ხელი უნდა შეუწყოს ინვესტიციების დაბანდებას კორპორაციულ ფასიან ქაღალდებში, რაც შემდგომში ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების საფუძველი იქნება.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებას უნდა ახორციელებდეს ორგანო, რომელიც შეიმუშავებს ბაზრის ეფექტური ფუნქციონირებისათვის აუცილებელ წესებს, უზრუნველყოფს საზოგადოების ინფორმირებას, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი კანონმდებლობის მომზადებასა და ბაზრის ფინანსური მდგომარეობის კონტროლს. ძირითად პრობლემას საქართველოს განვითარებელი ფინანსური ბაზარი წარმოადგენს, რაც ართულებს უცხოური ინვესტიციების მოზიდვას.

ფასიანი ქაღალდების განვითარების მიზნით საჭიროა განისაზღვროს, თუ რომელ მოდელს მივანიჭებთ უპირატესობას - საბანკო მოდელს (გერმანულს), რომელიც გულისხმობს საბანკო და საკრედიტო დაწესებულებების მონაწილეობას, თუ არასაბანკო მოდელს (ამერიკულს), რომელიც უპირატესობას საინვესტიციო ბანკებსა და საბროკერო ფირმებს ანიჭებს. ამ მოდელში მნიშვნელოვანია ის ფაქტი, რომ მინიმუმამდე არის დაყვანილი ბანკების მონაწილეობა ფასიანი ქაღალდების ემიტირებასა და კონტროლის სფეროში. ასევე არსებობს შერეული მოდელი, რომელშიც ბანკებთან ერთად არასაბანკო საინვესტიციო ინსტიტუტებიც მონაწილეობენ.

შენიშვნები:

* (გვ.1) ოფერტა (ლათ. offero) – წინადადება დადებულ იქნას ხელშეკრულება, რომელიც მოიცავს მის ყველა არსებით პირობას.

* (გვ.2) უნდა აღინიშნოს, რომ ოლიგოპოლია წარმოადგენს ბაზრის სტრუქტურის ტიპს, რომელიც ხასიათდება შემდეგი ნიშნებით: ა) ფირმების მცირე რიცხვი და მყიდველების დიდი რიცხვი; ბ) პროდუქტების ერთგვაროვნება ან დალიფერენციულობა; გ) ბაზარზე შესვლის დიდი სირთულე; ცნობილი ინგლისელი მოაზროვნე



თომას მორმა (1478-1535), პირველმა შემოიღო ეს ტერმინი და განსაზღვრავდა ოლიგოპოლიის, როგორც „მცირეთა ბაზარს“, იგი გულისხმობდა, რომ ფირმა – გამყიდველებს შეუძლიათ უკარნახონ მყიდველებს თავიანთი ფასისმიერი პოლიტიკა. რიგი ეკონომისტებისა იზიარებს იმ მოსაზრებას, რომ ოლიგოპოლია განასახიერებს „მცირეთა კონკურენციას“.

* (გვ.15) ნახ.1-ზე წარმოდგენილია ხაზინის ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მრუდები, თუმცა ასევე შეიძლება აიგოს მრუდები კორპორაციების ფასიანი ქაღალდებისათვის. თუ ამ მრუდებს გადმოვიტანდით 1. ნახაზზე, აღმოჩნდებოდა, რომ მათი შემოსავლიანობის მრუდები გაცილებით მაღლა იქნებოდნენ, რამდენადაც კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა მოიცავს არგადახდის რისკზე დადებით პრემიას. ამასთან რაც უფრო რისკიანია კორპორაციების ობლიგაციები (მით უფრო დაბალი მათი რეიტინგი), მით უფრო მოხრილი მათი შემოსავლიანობის მრუდი. რედაქტორის შენიშვნა.

* (გვ.19) ეს ნიშნავს შემდეგს: საპროცენტო განაკვეთები არ არის ფუძემოკიდებული დაფარვის იმ კუთხით, რომ გრძელვადიან ობლიგაციები მოკლევადიანებთან შედარებით აქ არ განიხილება უფრო მაღალი რისკის მატარებლად.

* (გვ.21) ავლნიშნავთ, რომ მსგავსი მსჯელობები კომპანიის კორპორაციული ობლიგაციების რისკიანობისა და გაკოტრების შესახებ ინვესტორებისათვის ცნობილი ხდება თვითონ კომპანიებისა და მათი აუდიტორების მონაცემების საფუძველზე. ეს მონაცემები კი შეიძლება არასარწმუნო აღმოჩნდეს, რასაც ადასტურებს

კორპორაცია Enton-ის კრახის ფაქტი. (რედაქტორის შენიშვნა).

* (გვ.22) მოცემული განყოფილება ტექნიკური ხასიათის მატარებელია და შეიძლება გავზარდოთ წიგნის მასალების პირველსავე გაცნობიდან (რედაქტორის შენიშვნა).

* (გვ. 22) სინამდვილეში ობლიგაციის საშუალო შემოსავლიანობის გათვლისას ხშირად გამოიყენება არა საშუალო არითმეტიკულის არამედ საშუალო გეომეტრიულის ფორმულა. ოცემულ მაგალითში შედეგი შედარებით ნაკლები აღმოჩნდებოდა:

$$K_{\text{top}} = \sqrt{(1 + 0,07)x(1 + 0,075)} - 1 = 7,249\%$$

ტექსტში წარმოდგენილი გათვლა სწორია მაშინ, თუ ინვესტორის ერთდერთი შემოსავალი იქნება ობლიგაციის კუპონური შემოსავალი (coupon rate) ეს არის, შემოსავალი, რომელსაც ინვესტორი ობლიგაციებიდან პროცენტების სახით მიიღებს, და იგი არ ეცდება მიიღოს შემოსავალი ობლიგაციების ყიდვა-გაყიდვიდან, მანამ, სანამ ეს ობლიგაციები მის პორტფელშია.

ობლიგაციებში 1000\$-ის დაბანდებისას პირველ წელს მიღებული იქნება 70\$-ის პროცენტები, (კუპონური შემოსავალი 7,5%) ხოლო მეორე წელს 75\$-ს (7,5%), საშუალოდ მიღებული შემოსავალი 7,25%-ის ტოლია იქნება.

* (გვ. 22) ეს შესაძლებელია მხოლოდ მაშინ, თუ კრედიტორები ორწლიანი სახაზინო სესხის დაუბრუნებლობის ძალიან დაბალ რისკის ოდენობაში იქნებიან დარწმუნებულები. შენიშვნა ჩვენი მსჯელობისათვის არ არის არსებითი ხასიათის: მსხვილი მსესხებელთათვის მოკლე ვადაში სახსრების მოზიდვისას გადაუხდელობის.



გამოყენებული ლიტერატურა

- Greenspan A.**, 2001., *Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City (Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium).*
- ვეგენიძე ნ.**, 2014. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში - <http://www.radiotavisupleba.ge/content/article/25390387.html>
- ვარადაშვილი მ.**, 2016. ფასიანი ქაღალდების ბაზარს ფასი ედება. www.BFM.ge „ბანკები და ფინანსები,” №438, დეკემბერი. გვ 7;
- ვარადაშვილი მ.**, 2016. გამრუდებული ფინანსური ბაზარი და ეროვნული ბაზრის ახალი მრუდი. www.BFM.ge „ბანკები და ფინანსები,” №433, ნოემბერი. გვ. 5;
- თოქაშაშვილი მ.**, 2016. გამრუდებული ფინანსური ბაზარი და ეროვნული ბაზრის ახალი მრუდი. www.BFM.ge №433გვ. 5;
- Kohn, M.**, (1993). *Money, Banking, and Financial Markets* (Fort Worth, TX: The Druden Press.
- Kidwell, David S. et al.**, (1993). *Financial Institutions, Markets, and Money* (Fort Worth, TX: The Druden Press.
- ლოლაძე გ.**, 2015. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში - პრობლემები, გამოწვევები და პერსპექტივები - <http://georgia2020blog.org/2015/12/02>
- Madura.j.** (2003). *International Financial Management*. 7 th ed. Thomson. p 17.
- პიტიურიშვილი ლ., თევდორაშვილი ნ.**, 2015 “საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მისი განვითარების ტენდენციები” http://loi.ge/media/pdf/eko-2015-1-1_410anBB.pdf
- სვანაძე ბ.**, 2014. პრობლემები საქართველოში ფინანსური ბაზრის განვითარებაში; http://sazogadoeba.ge/?post_id=1493;
- ურუმაშვილი ე.**, აქოიტაქი ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონში შესატან ცვლილებებზე - <http://forbes.ge/blog/11/vis-interest-emsaxureba-aJiotaJi-fasiani-qaRaldebis-Sesaxe-b-kanonSi-Sesatan-cvilebebzemar, 07, 2014>
- isher, Irving**, August 1986, „Appreciation and Interest,” *Publications of the American Economic Association*, 23 – 29 and 91 – 92.
- Fabozzi, Frank J.**, (1992). *Bond markets: Analysis and Strategies* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice – Hill.
- ქოქიაური ლ.**, (2013). ფინანსური ბაზარი. ფასიანი ქაღალდების ფუნდამენტალური და ტექნიკური ანალიზი. თბ: სტუ;
- ღანიაშვილი მ.**, 2014 რა უშლის ხელს ფინანსური ბაზრის განვითარებას საქართველოში 25 აპრილი 2014 - http://sazogadoeba.ge/?post_id=1493
- ჩიკვაძე დ.**, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის დღევანდელი დღე საქართველოში - 2007 <http://www.aaf.ge/index.php?menu=1&jurn=0&rubr=0&mas=1040>
- ჯგერენაია ე.**, 2016. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების პერსპექტივები; <http://legalclinic.iliauni.edu.ge/index.php/en/12>

YIELD CURVE OF GEORGIAN LARI - FINANCIAL MARKET'S IMPORTANT ATTRIBUTE

LAMARA QOQIAURI

Doctor of Economic Science, Professor

Director of “Fund of Financial-Investment Policy and Strategy” (FFIPS)

E-mail: lqoqiauri@yahoo.com

Summary

For activation and effective functioning of financial and securities markets in Georgia, I consider it to be purposeful to provide fundamental change of regulatory legislation of these markets and at the same time, regulation of the markets themselves. For this following is of extreme importance: 1. Deep analysis of multi-year period if development of securities market in Georgia at every stage of its existence, especially on the stages, when regulator is changed; 2. Analyzing main principles of international practice, and trends and regulations of development of foreign markets (within possible bounds); 3. Creating long-term strategy (concept) of development of capital market in the country on the basis of the said analysis, according to which formation of the architecture of the market model and legislative base shall take place.

Key Words: *Yield Curve, Securities, Financial Flows, Capital Markets, Globalization, Economical Development, Bond Markets*