

03560 ჩხანიძე



# საქართველოს კავშირბაღიწასობა

საქართველოს საპატრიარქოს წმიდა ანდრია  
პირველწოდებულის სახელობის ქართული უნივერსიტეტი

ივანე ჩხაიძე

# საქართველოს კაპიტალიზაცია

თბილისი  
2015

**ივანე ჩხაიძე:**

**„საქართველოს კაპიტალიზაცია“**

გამომცემლობა „ივერიონი“, თბ., 2015, გვ. 160.

ნაშრომში განხილულია ტრანსფორმაციის პერიოდში საქართველოში ეკონომიკური ზრდისათვის კაპიტალიზაციის მნიშვნელობა და მისი განხორციელების შესაძლებლობები და გზები. ნაჩვენებია თუ როგორ მოხდა ეკონომიკის ყოვლისმომცველი დეკაპიტალიზაცია. კაპიტალიზაციის ზრდის პრობლემების დასაძლევად შემოთავაზებულია სრულიად ორიგინალური კაპიტალიზაციის განხორციელებისა და საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის მექანიზმი, რომლის განხორციელება ქვეყანას შეუძლია საკუთარი ძალებით. ნაჩვენებია ვაუჩრული პრივატიზების უნივერსალური ხასიათი და პერსპექტივა წარმოების ფაქტორების (შრომის, კაპიტალის, მიწის) დაბალი კაპიტალიზაციისა და აქედან გამომდინარე საინვესტიციო შიშშილის დაძლევის საქმეში. განსაკუთრებით უძრავი კაპიტალისა და მიწის (ფართო გაგებით მთელი ბუნებრივი რესურსების) საბაზრო ურთიერთობებში ჩართვის პროცესის დაჩქარებისა და დასრულების შესაძლებლობები. დასაბუთებულია არსებულ სინამდვილესთან უკეთ მისადაგებული საქართველოს ეკონომიკის მართვისა და განვითარების სტრატეგიის საჭიროება და მოცემულია ავტორისეული რეკომენდაციები მის განსახორციელებლად. აგრეთვე, ნაჩვენებია იმ უდიდესი ისტორიული შანსის სწორად გამოყენების აუცილებლობა, რომელიც მემკვიდრეობით მიღებული უზარმაზარი სიმდიდრის, ე.წ. სახელმწიფო საკუთრების სახით არსებობს, რათა მოახდინოს გარდევნა საქართველოს მოსახლეობის ეკონომიკურ მდგომარეობაში მათი გამდიდრების მიმართულებით. ამისათვის აუცილებელია საკუთრებითი ურთიერთობის გარდაქმნის დასრულება, კაპიტალის რეალური ბაზრის შექმნა და ბუნებრივი რესურსების ამ ბაზარში ჩართვა.

ნიგნი განკუთვნილია საქართველოში ეკონომიკური გარდაქმნებისა და ეკონომიკური პოლიტიკის ისტორიული, თეორიული და პრაქტიკული საკითხებით დაინტერესებული პროფესიული, სამეცნიერო, აკადემიური, სახელმწიფო, საზოგადოებრივი და პოლიტიკური წრეებისათვის. აგრეთვე, სტუდენტებისა და მკითხველთა ფართო საზოგადოებისათვის.

**რედაქტორი:**

**რეცენზენტები:**

**მიხეილ ჯიბუტი**

**ელგუჯა მექვაბიშვილი**

**ვახტანგ სართანია**

**იოსებ არჩვაძე**

# სარჩევი

შესავალი -----	5
<b>თავი 1. კაპიტალიზაცია: პრაქტიკა და თეორია -----</b>	<b>7</b>
1.1. კაპიტალიზაცია და მისი მექანიზმი საქართველოში -----	7
1.1.1. კაპიტალიზაციის ფორმები -----	7
1.1.2. კაპიტალიზაციის მექანიზმები -----	18
1.2. კაპიტალიზაციის შესახებ ეკონომიკური შეხედულებების ძირითადი მიმართულებები -----	32
<b>თავი 2. კაპიტალიზაციის პრობლემები</b>	
<b>ტრანსფორმაციის პერიოდში -----</b>	<b>48</b>
2.1. კაპიტალიზაციის ზემოქმედება ეკონომიკურ ზრდაზე -----	48
2.2. პრივატიზება - კაპიტალიზაციის პირობა -----	57
2.2.1. პრივატიზება და კაპიტალიზაცია -----	57
2.2.2. პრივატიზების ფორმები და ეტაპები -----	60
2.2.2.1. პრივატიზება უფულოდ -----	60
2.2.2.1.1. ვაუჩერული პრივატიზება -----	60
2.2.2.1.2. უსასყიდლო პრივატიზება -----	70
2.2.3. პრივატიზება ფულით -----	71
<b>თავი 3. კაპიტალიზაციის ინოვაციური სისტემა -----</b>	<b>76</b>
3.1. სვპ სისტემის მიზანი და მისი გამოყენებით მოსალოდნელი სიკეთე -----	77
3.2. „საბიუჯეტო ვაუჩერული პრივატიზაციის“ სისტემის არსი -----	83
3.2.1. სვპ სახელმწიფო ბიუჯეტის შევსების ამოცანით -----	83
3.2.2. სვს სისტემის ეფექტიანობა, არეალი და მასშტაბი -----	89



3.2.3. ალტერნატიულ ეკონომიკურ შეხედულებათა ისტორიულ-მენტალური ექსკურსი და ანალიზი საფონდო ბაზრის ქრილში	91
3.2.4. საბაზრო ფასებზე ზემოქმედება და დაინტერესებული აქტიორები	96
3.3. „სვებ“ სისტემის მუშაობის გარანტიები და მოსალოდნელი შედეგები	105
თავი 4. წარმოების ფაქტორების დეკაპიტალიზაციის დაძლევის ისტორიული შესაძლებლობა	111
4.1. საფონდო ბაზრის შესახებ	112
4.2. მიწის პრივატიზება და კაპიტალიზაცია	129
დასკვნა	141
გამოყენებული წყაროებისა და ლიტერატურის სია	148

## შესავალი

საქართველო თავისი არსებობის მრავალსაუკუნოვანი ისტორიის მანძილზე უმნიშვნელოვანეს ისტორიულ პერიოდს გადის. ესაა საკუთარი სახელმწიფოებრიობის ჩამოყალიბებასა და განვითარებაში წყვეტის დაძლევის პერიოდი. ქვეყანას ერთდროულად უდგას პოლიტიკური, სოციალური, ეკონომიკური ტრანსფორმაციის ამოცანები და ამავე დროს გლობალიზაციის პროცესებიდან გამომდინარე გამოწვევები. საქართველო თითქმის მეოთხედი საუკუნეა ცდილობს გავიდეს ბუნებრივი განვითარების ორბიტაზე, დაძლიოს ეკონომიკური და სოციალური ჩამორჩენილობა. პოლიტიკური ორიენტაციის თვალსაზრისით თუ ამ მიმართულებით სწორი არჩევანი აქვს ქვეყანას, ამას ვერ ვიტყვით სოციალურ და ეკონომიკურ სფეროებზე. ამ მიმართულებით ჯერ კიდევ არაა გარკვეულობა. ქვეყანამ არ იცის მისი მოკლე, საშუალო და გრძელვადიანი მიზნები და ამოცანები. თუ ამ სფეროში, საქართველოს კონსტიტუციის გარდა, არსებობს რაიმე ოფიციალური განაცხადი, ყველა ის მოკლებულია კონკრეტიკას. თვით კონსტიტუციური მიზნებიც არაა განმტკიცებული შესაბამისი აღსრულების მექანიზმებით. ასეთ შემთხვევაში უმნიშვნელოვანესია დადგინდეს თუ რა ფაქტორები უწყობს ხელს ქვეყნის ეკონომიკური ზრდასა და ეკონომიკური განვითარებას და რომელი ფაქტორები, პირიქით, აფერხებს მას. ამ საკითხების აქტუალობამ და მისი გადაჭრის გზების ძიების სურვილით იქნა შერჩეული საკვლევი თემა. საქართველოს ეკონომიკური პოლიტიკის ხანგძლივადიან ამოცანად ნაშრომში წარმოდგენილია ეკონომიკური ზრდის სტიმულირების პოლიტიკის გატარება და განვითარების მაღალი ტემპების უზრუნველყოფა. იმ სპეციფიკური გარემოდან გამომდინარე, რომელშიც იმყოფება საქართველო, როდესაც ეკონომიკის ზრდა უბრალოდ მიღწეული დონის დაძლევას კი არ ნიშნავს, არამედ ესაა უპირველეს ყოვლისა ისტორიულად არსებული დონის მიღწევა

და შემდგომ ზრდა. ის რომ საქართველოს არ მიუღწევია საბჭოთა კავშირის დროინდელი - 1989 წლის ეკონომიკური მაჩვენებლებისათვის, წარმოადგენს ახალი გარდაქმნებისათვის უზარმაზარ შემაფერხებელ ფაქტორს. უპირველეს ყოვლისა, მენტალურ პრობლემას, რომელიც წარსულისადმი ნოსტალგიაშია გამოხატული. ამ მდგომარეობის დაძლევა შეუძლებელია არსებული ეკონომიკური თეორიების ფარგლებში. საჭიროა ახალი მიგნებები და მოქმედება. ცხოვრება სვამს არაორდინალურ ამოცანას და ითხოვს შესაბამის განზოგადებას, გადაწყვეტას. საკვანძო საკითხად ნაშრომში მიჩნეულია კაპიტალიზაციის პრობლემა. როგორ მოხდა, რომ ადამიანებს, ოჯახებს, ქვეყანას აქვს ქონება და არ აქვთ სიმდიდრე. პოსტკომუნისტური მასობრივი დეკაპიტალიზაციის დაძლევის გარეშე, როგორც გამოცდილება აჩვენებს, სრულფასოვანი და ეკონომიკის ზრდის გამსაზღვრელი საბაზრო მექანიზმის ჩამოყალიბება შეუძლებელია. ამ პრობლემის გადაჭრას ისახავს მიზნად წინამდებარე ნაშრომი, რომლის მთავარი მიზანია საქართველოში ეკონომიკური ზრდისათვის კაპიტალიზაციის მნიშვნელობის და მისი განხორციელების შესაძლებლობებისა და გზების დადგენა, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს ეკონომიკური პოლიტიკის სწორი მიმართულებით კორექცია და საქართველოს მოსახლეობის გამდიდრება: ცხოვრების დონის ამაღლება და საშუალო კლასის შექმნა.

# თავი 1. კაპიტალიზაცია: პრაქტიკა და თეორია

## 1.1. კაპიტალიზაცია და მისი მექანიზმი საქართველოში

### 1.1.1. კაპიტალიზაციის ფორმები

გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების კვლევები გვიჩვენებენ, რომ მიუხედავად განხორციელებული ეკონომიკური რეფორმებისა, რომელსაც საფუძველი ჩაეყარა საბაზრო ურთიერთობების ფორმირებაზე ორიენტირებული, „ვაშინგტონის კონსენსუსის“ სახელით ცნობილი სტრატეგიის საფუძველზე, ეს ქვეყნები დღესაც განიცდიან ინვესტიციების მწვავე ნაკლებობას, რამდენადაც შესაბამისი ბაზრები და ინსტიტუტები ვერ ჩამოყალიბდა სრულყოფილად და მათი როლი ეკონომიკაში კვლავ დაბალი დარჩა. შესაბამისად, დაბალია ამ ქვეყნების ეკონომიკის კაპიტალიზაციის დონე.

**კაპიტალიზაცია** კაპიტალის მოცულებაა, რომელიც განისაზღვრება საბაზრო ღირებულებით, ანუ იგი არის ამა თუ იმ ბიზნესის საბაზრო ღირებულება (Сирота). კაპიტალიზაციის ზრდა არა მარტო სანარმოების ფინანსურ პრობლემებს გადაჭრის, არამედ იგი ახდენს სხვადასხვა საზოგადოებრივი ინსტიტუტების დანაზოგების ფორმირებას, რომელსაც მათთვის მოაქვს შემოსავალი.

თანამედროვე ფინანსურ და ეკონომიკურ ლიტერატურაში **„კაპიტალიზაცია“ გამოიყენება სხვადასხვა მნიშვნელობით:**

თუმცა ეს მნიშვნელობები მხოლოდ ორ ძირითად შინაარსზე შეიძლება დავიყვანოთ:

1. კაპიტალიზაცია როგორც რესურსების ბრუნვაში ჩართვა და მისი ღირებულების ზრდის პროცესი;

2. კაპიტალიზაცია, როგორც საწარმოების შეფასება. პირველი ასახავს ფულადი ნაკადების დამატებით ღირებულებაში გარდაქმნის პროცესს, ხოლო მეორე კი - ამ პროცესის შედეგს. ჩვენ აქცენტს სწორედ ამ ორ მიმართულებაზე გავაკეთებთ, რაც ძირითადად ღირებულების ზრდის პროცესსა და მის ეკონომიკური შინაარსს ასახავს.

კაპიტალიზაცია მოიცავს როგორც წარმოებას, ასევე მიმოქცევას და ისინი შესაძლებელია განხილული იქნეს როგორც საწარმოო ურთიერთობების თვალსაზრისით, როგორც კაპიტალის ცენტრალიზაციისა და კონცენტრაციის სახით, ასევე, საბაზრო მიმოქცევის თვალსაზრისით, როგორც აქციების კურსის ფორმირება და ცვლილება.

გარდა ამისა, კაპიტალიზაციის პროცესის ხასიათიდან გამომდინარე, განვასხვავებთ მატერიალური რესურსების კაპიტალიზაციას, რაც საწარმოს შესაძლებლობების ეკონომიკურ და ფინანსურ მაჩვენებლებს ემყარება და მარკეტინგულ კაპიტალიზაციას, რომელიც ასახავს მათ ცნობადობას საზოგადოებაში. ასეთი განსხვავება მნიშვნელოვანია იმდენად, რამდენადაც და აქციების კურსის ფორმირება და საწარმოების ინვესტიური მიზიდველობა დამოკიდებული ხდება ეკონომიკურ-ფინანსურ შესაძლებლობებსა და საზოგადოების წარმოდგენებზე მათ შესახებ.

კაპიტალიზაციის მაჩვენებელი არის საწარმოს საქმიანობაზე ზემოქმედების გამომხატველი ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორი. იგი მის საკრედიტო მიზიდულობის პირობას ქმნის. გარდა ამისა, სახელმწიფო რეგულირება საწარმოების თამაშის წესების შეცვლას მუდმივად ინიცირებს, შესაბამისად კაპიტალიზაციაც იცვლება და მისი დინამიკა კი საწარმოების ეფექტიანობის გამომხატულება ხდება. კაპიტალიზაციაზეა დამოკიდებული საწარმოების სტაბილურობის მაჩვენებელიც.

ცნობილია, რომ ტრანსფორმაციის პერიოდში ყალიბდება

კერძო კაპიტალი, რომლის ფუნქციონირებისათვის კაპიტალის დაგროვება, ბრუნვა და წრებრუნვა ხდება კერძო კაპიტალის ზრდის პირობა. იგი მოგების მაქსიმიზაციის წინაპირობაცაა.

კაპიტალიზაცია და კაპიტალის დაგროვება ერთმანეთთან შინაარსობრივად ახლოს დგას, თუმცა კაპიტალის დაგროვება არის კაპიტალიზაციის მხოლოდ ზოგადი ფორმა, ხოლო კაპიტალიზაცია კი არის არა მარტო მისი შინაარსი, არამედ მისის წინაპირობაც და გამოხატავს არა მარტო დაგროვების, არამედ ფულადი საშუალებების წარმოების ფაქტორებად გადაქცევას. კაპიტალის ფორმირება ემყარება ეკონომიკის აგენტების ინვესტირებისა და დანაზოგების პროცესებს, რომლებიც ძირითადი და საბრუნავი კაპიტალის ზრდას განაპირობებენ.

კაპიტალიზაცია **ინვესტიციური** მიმზიდველობის მაჩვენებელია. დანაზოგების ტრანსფორმირება ინვესტიციებში კაპიტალიზაციის მაჩვენებელია და არის ძალიან მნიშვნელოვანი, რამდენადაც მის ზომასა და მასშტაბებზეა დამოკიდებული ეკონომიკის განვითარება.

კაპიტალიზაციის პროცესის ინტეგრირებული გამოხატულებაა **საბაზრო კაპიტალიზაცია**. საბაზრო კაპიტალიზაცია (Market Capitalization) არის კომპანიების მიერ გამოშვებული ყველა აქციის საერთო საბაზრო ღირებულება. ეს არის ეკონომიკური ობიექტის ღირებულების ფულადი გამოხატულება. იგი გამოითვლება როგორც მიმოქცევაში აქციების რაოდენობის გამრავლებით ერთი აქციის საბაზრო ფასზე. ეს მაჩვენებელი გამოიყენება, იმისათვის, რათა დადგინდეს კომპანიის ზომა და არის ისეთი მაჩვენებლების ალტერნატივა, როგორცაა გაყიდვების მოცულობა და აქტივების ღირებულება.

შესაბამისად განსხვავდება: ა. ფასიანი ქაღალდების საბაზრო კაპიტალიზაცია. ეს არის მიმოქცევაში გამოშვებული

ფასიანი ქალაქის საბაზრო ღირებულება. ბ. სააქციო საზოგადოების საბაზრო კაპიტალიზაცია კი გამოხატავს სააქციო საზოგადოების მიერ გამოშვებული ყველა აქციის საბაზრო ღირებულებას და იანგარიშება როგორც აქციების ნამრავლი მათ ღირებულებაზე. გ. საფონდო ბაზრის საბაზრო კაპიტალიზაცია არის ამ ბაზარზე ყველა აქციის და ფასიანი ქალაქის ღირებულებათა ჯამი.

**საწარმოს კაპიტალიზაცია** ეფუძნება მოგების ან შემოსავლის დღევანდელ ღირებულებას, რომლის მიღება მომავალში არის მოსალოდნელი (მოგების კაპიტალიზაცია - **Capitalization of earnings**), ან იგი ეფუძნება პირდაპირ კაპიტალიზაციას (**Straight line capitalization**), როდესაც განსაკუთრებით უძრავ ქონებაზე ხდება კოეფიციენტების გაანგარიშება და ამ ქონების უკანდაბრუნების ღირებულებას ემატება საპროცენტ განაკვეთის ნორმა. გარდა ამისა არსებობს სხვა მეთოდიც, როგორცაა პირდაპირი საერთო კაპიტალიზაცია (**Direct overall capitalization**). ამ მეთოდით წმინდა ოპერაციული მოგება იყოფა კოეფიციენტზე, რომელიც ობიექტების და მასზე მიღებული შემოსავლების შედარებითი ანალიზის საფუძველზე დგინდება.

ზოგიერთი ავტორი კაპიტალიზაციას განიხილავს საინვესტიციო, მარკეტინგულ და საფინანსო ასპექტებით, როგორც 1. აქციების საბაზრო ღირებულების ზრდის პროცესს, 2. შემოსავლების კაპიტალად გადაქცევის ტრანსფორმაციას და 3. საკუთარიკაპიტალის დაგროვების პროცესს. ასეთი განმარტება კაპიტალიზაციას წარმოადგენს როგორც ხანგრძლივი ვადით კაპიტალის დაგროვების ტრანსფორმაციულ პროცესს (**Капитализация предприятий 2011: 36**).

იგი გამოყოფს კაპიტალიზაციის შემდეგ ფორმებს: ობიექტურს, სუბიექტურს და ფიქტიურს. ობიექტიური კაპიტალიზაცია დამახასიათებელია საწარმოებისათვის, რომლებიც საქმიანობენ ეფექტიანად და აქვთ მოგების რეინვეს-

ტირების შესაძლებლობა. ამ შემთხვევაში კაპიტალიზაციას უწოდებენ ბუნებრივ და რეალურ პროცესს როგორც თვითწარმოების საფინანსო-სამეურნეო საქმიანობის შედეგს. ასეთი პროცესი სანარმოებს უფრო მდგრადს, მარკეტინგულად და ინვესტიციების თვალსაზრისით უფრო მისაზიდს ხდის. სუბიექტური კაპიტალიზაცია დაკავშირებულია აქტიურ მარკეტინგულ პოლიტიკასთან და ეფექტიან სარეკლამო კამპანიასთან, რომლის შედეგია აქტივების, სავაჭრო მარკის და ბრენდის ღირებულების ზრდა. ამ შემთხვევაში, როგორც ავტორები აღნიშნავენ, სანარმოს საბაზრო ღირებულება იზრდება, თუმცა იგი არ შეესაბამება მის რეალურ ღირებულებას. მარკეტინგული კაპიტალიზაციისას კი ექსტენსიური განვითარებით სანარმოები ზრდიან საკუთარ კაპიტალს, მაგრამ რესურსების ეფექტიანი გამოყენება არ ხდება. ეს არის ე.წ. „რეპუტაციის კაპიტალიზაცია,» თუმცა ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ რეპუტაციას ზოგჯერ რეალურ აქტივად მიიჩნევენ, რომელიც ახდენს სანარმოს ღირებულების ფორმირებას.

სუბიექტური კაპიტალიზაცია მიზნად არ ისახავს რეალური კაპიტალის ზრდას. არამედ მიმართულია „რესპექტაბელური“ ფორმის შესაქმნელად, რომელიც არაეფექტიანად მუშაობს. ფიქტიური კაპიტალი კი სუბიექტურს ემსაგვსება. იგი ჩამოყალიბდა ცენტრალური ეკონომიკის საბაზრო ეკონომიკად ტრანსფორმაციის პერიოდში, როდესაც პრივატიზების დროს სანარმოები გადაიქცა სააქციო საზოგადოებებად (Капитализация предприятий 2011: 38).

ამ განმარტებების მნიშვნელობა იმაში მდგომარეობს, რომ სანარმოების საბაზრო ღირებულების ზრდა დაკავშირებულია არ მარტო მისი შინაგანი რესურსების გამოყენებასთან, არამედ გარეგან ფაქტორებთანაც და ბაზრის აგენტების სუბიექტურ წარმოდგენებთან, რაც კიდევ უფრო რთულს ხდის კაპიტალიზაციის და მისგან გამომდინარე რეალური ღირებულებების



ბის ზრდის პროცესს.

ტერმინი „კაპიტალიზაცია“ ზოგჯერ გამოიყენება, როგორც ბაზრის კაპიტალიზაციის სინონიმი, მაგრამ ზოგჯერ მოიცავს საბაზრო კაპიტალიზაციის და გრძელვადიანი ვალის თანხასაც.

კომპანიის ზომა არის იმის მაჩვენებელი, თუ რატომ ღებულობს გადაწყვეტილებას ინვესტორი შეიძინოს და განათავსოს აქტივები და განსაზღვროს რისკის პარამეტრები.<sup>1</sup>

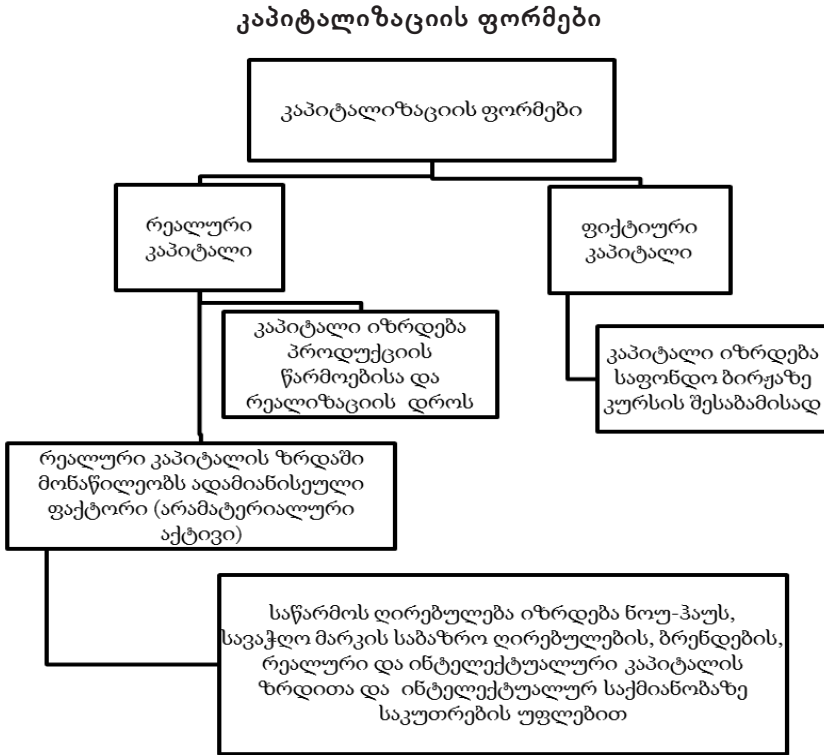
კაპიტალიზაციის პროცესი დაკავშირებულია სანარმოს რეალური, ფიქტიური და არამატერიალური კაპიტალის ფორმირებასა და განხორციელებასთან. სქემატურად იგი შეიძლება შემდეგნაირად გამოისახოს (იხ. სქემა 1).

ეკონომიკური ლიტერატურაში, გარდა კაპიტალიზაციის აღნიშნული ფორმებისა, გამოყოფენ მარკეტინგულს, სუბიექტურს, ნომინალურს, აბსოლუტურს, ფინანსურს, და სხვ. ფუნქციონალური თვალსაზრისით, კაპიტალის ყველა ეს ფორმა, შეიძლება დაყვანილი იქნეს რესურსების კაპიტალიზაციის შემდეგ პროცესზე (იხ. სქემა 2.):

კლასიკურ და თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში კაპიტალიზაცია ხასიათდება როგორც მოგების ან შემოსავლის ნაწილი, რომელიც სანარმოს განვითარებისკენ არის მიმართული. კაპიტალიზაცია ინვესტირების შინაარსით იზომება როდესაც საკუთარი შემოსავლები წარმართება ინოვაციური განვითარებისაკენ, მაგრამ რამდენადაც იგი ასახავს როგორც მატერიალურ, ასევე ფინანსურ და ინტელექტუალურ კაპიტალს, ამდენად მისი შინაარსი გაცილებით უფრო ფართოა, ხოლო ინვესტიციები კი, რომლებიც მოზიდული სახსრებით დაბანდდება წარმოებაში, უკვე კაპიტალიზაციის შინაარსს სცილდება. ამდენად კავშირი კაპიტალიზაციასა, როგორც

---

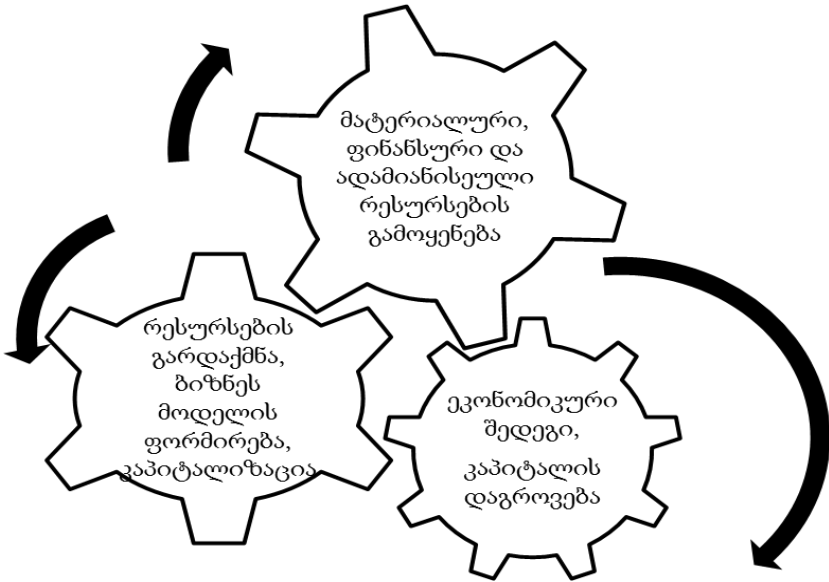
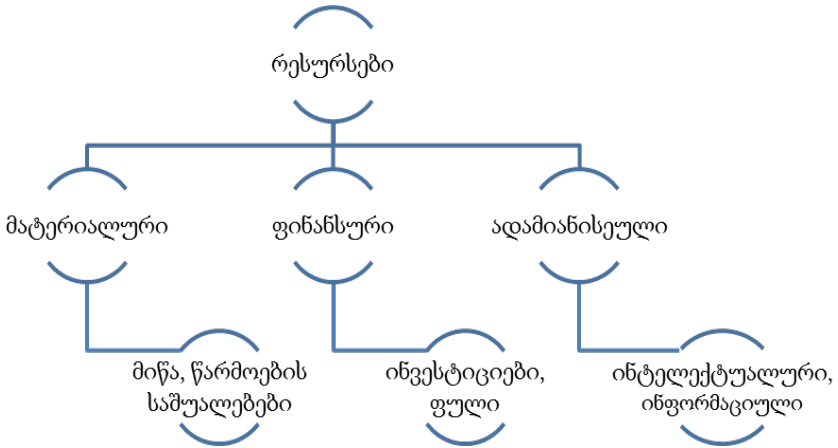
1 კომპანიის კაპიტალიზაციის ქვეშ ბუღალტრულად იგულისხმება ასევე, ფინანსური ანგარიშგებიანობა, და მოიცავს კომპანიის აქციონერების საკუთარი კაპიტალის საერთო ჯამს ხანგრძლივვადიან ვალდებულებებთან ერთად.



წარმოების საბაზრო ფასსა და ინვესტიციებს შორის არ არის ერთმნიშვნელოვანი. თუმცა ლიტერატურაში და პრაქტიკაშიც უფრო ხშირად კაპიტალიზაციის ქვეშ გულისხმობენ კომპანიის მიერ ოპტიმალური საინვესტიციო შესაძლებლობის შერჩევას (Capitalization rate; Market Capitalization; Capitalize; Capitalization.).

ეკონომიკურ ლიტერატურაში მსხვილი, საშუალო და მცირე ბიზნეს კომპანიების აქციებს უწოდებენ მსხვილი, საშუალო და მცირე კაპიტალიზაციას. საინვესტიციო პორტფელის ექსპერტები განსხვავებულად განსაზღვრავენ კაპიტალიზა-

რესურსების კაპიტალიზაცია



ციის მასშტაბებს. ამ ეტაპზე საბაზრო კაპიტალიზაციის კატეგორიები მოიცავს:

- დიდი კაპიტალიზაცია: \$10 მილიარდზე მეტი. ესენი არიან ბაზარზე უმსხვილესი კომპანიები.

- საშუალო კაპიტალიზაცია: \$ 2-დან \$ 10 მილიარდამდე

- მცირე კაპიტალიზაცია: \$ 2 მლრდ-ზე ნაკლები (Что такое Рыночная капитализация).

საქართველოს სანარმოებისათვის კაპიტალიზაციის ეს მაჩვენებლები არ გამოდგება, თუმცა კლასიფიკაცია არ არის განსაზღვრული.

ყველა ფირმა ცდილობს ჰქონდეს **მდგრადი** ადგილი ბაზარზე, ასევე განახორციელოს კაპიტალიზაცია. თუ ფირმას არ გააჩნია მდგრადობა, მაშინ იწყებს თავისი დანაზოგების გადარჩენაზე ზრუნვას და რისკის ქვეშ აყენებს თავის არსებობას. მისთვის უფრო მიმზიდველია ასეთი რისკები აქციონერებს გაადაკისროს, თუმცა დაფინანსებლისთვის სრულიად უინტერესოა განახორციელოს ისეთი კაპიტალიზაცია, რომელიც არ იქნება მდგრადი. მდგრადი დაფინანსების მოდელის უქონლობა შეიძლება გახდეს მიზეზი, რის გამოც ინვესტორებმა შეიძლება უარი განაცხადონ დაფინანსებაზე (Foster 2008) .

გარდა ამისა, ინვესტორებისთვის მნიშვნელოვანია სანარმოს განვითარების მდგრადობის მოდელისა და მოსალოდნელი ზემოქმედების განსაზღვრა, რომლის დაფინანსებასაც ინვესტორები აპირებენ.<sup>1</sup> ამიტომ მნიშვნელოვანი ხდება ორგანიზაციის კაპიტალის სტრუქტურისა და მდგრადობის ანალიზი, რომელიც უნდა მოიცავდეს ამ ბიზნესის ძირითად საქმიანობაზე/საქმიანობებზე ინფორმაციას.

უნდა აღვნიშნოთ, რომ „მდგრადი განვითარება“ სხვადასხვა მნიშვნელობის მატარებელია იგი გამოხატავს როგორც

---

1 ამ საკითხს მიეძღვნა ჰარვარდის უნივერსიტეტის ერთ-ერთი სიმპოზიუმი. <http://sites.harvard.edu/icb/icb.do?keyword=k14620&pageid=icb.page71801>.

ინვესტორთა ნდობის ხარისხს, ასევე წარმოადგენს დაფინანსების სტრატეგიას. იგი ორიენტირებულია მოგების მიღებაზე და შესაბამისად მთელი საწარმო რეზერვების ეფექტიან გამოყენებაზე არის მიმართული. შესაბამისად, მდგრადი განვითარების მოდელი მიზნის მიღწევისას რესურსების საკმარისობას გულისხმობს და მოითხოვს დაფინანსებისა და კაპიტალიზაციის ცვლილებას დროთა განმავლობაში. მდგრადი განვითარება გულისხმობს ასევე შემოსავლების და დაფინანსების დივერსიფიცირებული წყაროების არსებობას.

დაფინანსების მრავალფეროვნება უზურნველყოფს შემოსავლის დანაკარგებისგან დაზღვევას, მაგრამ სხვადასხვა არახელსაყრელმა მაკროეკონომიკურმა ტენდენციებმა შეიძლება გავლენა მოახდინოს როგორც სარგებლის, ასევე სხვა შემოსავლების ზრდაზე.

საწარმოების მდგრად განვითარება მდამოკიდებულია კაპიტალის სტრუქტურაზეც. **კაპიტალის სტრუქტურა** ყველა ორგანიზაციისთვის განსხვავებულია. იგი საკმაოდ კრიტიკული საკითხია და მისი განსაზღვრული ზუსტი ფორმა არ არსებობს. „კაპიტალის სტრუქტურა ორგანიზაციის წარმატების ან წარუმატებლობის ძირითადი მაჩვენებელია“ და ფირმის მიერ წარმოებული კარგი საქონელი, მომსახურება ან მენეჯმენტის სისტემა მარტო ვერ იქნება წარმატების გარანტი. კაპიტალის სტრუქტურა დაკავშირებულია პროგრამის მენეჯმენტსა და ქმედუნარიანობაზე და ორივე მათგანზე დიდი გავლენა აქვს. მაგალითად, ორგანიზაციას, რომელსაც აქვს არასტაბილური ფინანსები, ხშირად დგას ლიკვიდურობის პრობლემების წინაშე და განიცდის შემოქმედებითი საქმიანობის განხორციელების ნაკლებობას (Miller 2003).

საწარმოების მდგრადი განვითარება და მისი კაპიტალის სტრუქტურა არის ის ფაქტორები, რომელიც აინტერესებს ინვესტორს და ახდენს საწარმოების შეფასებას მისი ფინანსური რესურსების კაპიტალიზაციის მიზნით. გადანყვეტილების

მიღება ხდება სხვადასხვა გარემოებების გათვალისწინებით, ძირითადად კი საწარმოების შეფასებით.<sup>1</sup>

ინვესტორები მოტივირებულნი არიან ფინანსურ მოგებაზე, ისინი ფულს აბანდებენ სხვადასხვა მიზეზების გამო. კაპიტალის ბაზრებს აქვთ წვდომა ინფორმაციაზე, რომელიც საჭიროა ინვესტორებისთვის, რათა უკეთ განსაზღვრონ, თუ რომელი კომპანია მოუტანს მეტ მოგებას. რაც უფრო მეტი და ხელმისაწვდომია ინფორმაცია, მით უფრო სწორ გადაწყვეტილებას იღებს დამფინანსებელი და შესაბამისად მეტი მოგებაც აქვს (Ryan 2001:15).

ინფორმაციაზე წვდომა ინვესტორებს ეხმარება მიიღონ გადაწყვეტილება, თუ სად მოახდინონ ფინანსური რესურსების კაპიტალიზაცია. თუმცა, ინფორმაციის ხარისხი გარკვეულწილად ბარიერს წარმოადგენს, რადგან იგი შეიძლება გარკვეულ შეცდომებს მოიცავდეს. კიდევ ერთი გამონკვევა არის ის, რომ სანამ ინფორმაცია საჯაროდ იქნება მიწოდებული, აქციონერები იღებენ ინფორმაციას სხვადასხვა ექსპერტებისგან (Keating 2003: 3-5). შესაბამისად შესაძლებელია მოლოდინი არ გამართლდეს.

რადგან კაპიტალიზაცია როგორც საწარმოს, მიწის, ფასიანი ქაღალდების და სხვა ქონების შეფასება მომავალი შემოსავლების მიღების თვალსაზრისით ქმნის გარკვეულ გადახრებს არსებულ და მიზანშეწონილ ვითარებებს შორის, ამის საფუძველზეც წარმოიშვება ჭარბი, საკმარისი ან არასაკმარისი კაპიტალიზაციის პრობლემა. იგი გამოხატავს იმას, თუ რამდენად ეფექტიანად გამოიყენება ფულადი რესურსები. როდესაც თავისუფალი რესურსების ინვესტირება არ ხდება ან მისი ინვესტირების მიუხედავად მაინც რჩება გამოუყენებელი ფულა-

---

1 მაგალითად, ჰარვარდის უნივერსიტეტის ერთ-ერთ სიმპოზიუმზე „კაპიტალის იდეების“ შესახებ ჩატარებული კონფერენციის შედეგად, მონაწილეთა უმეტესობა შეთანხმდა იმაზე, რომ უმჯობესია ინვესტიცია ჩაიდოს შედარებით ძველ და ეფექტიან ორგანიზაციაში, ვიდრე დამწყებ ბიზნესში, რომელიც მუდმივად უნიკალური იდეებით საზრდოობს. (იხ.<http://isites.harvard.edu/icb/icb.do?keyword=k14620&pageid=icb.page71801>).

დი თანხები, ეს ინვესტორთა უკმაყოფილებას, რამდენადაც სრულად არ იყო გათვალისწინებული და ათვისებული სანარმოების პოტენციური შესაძლებლობები. არასაკმარისი კაპიტალიზაცია «thin capitalization», წარმოიშვება იმ სიტუაციაში, როდესაც კომპანიის ფინანსირება ხდება ნასესხები საშუალებებით და საგადასახადო ბაზის შემცირების მიზნით ხდება ვალის მომსახურების ხარჯების გაბერვა (Burns 1998: თავი 16).

### 1.1.2. კაპიტალიზაციის მექანიზმები

საკუთარი კაპიტალის ზრდა არის სანარმოების მუდმივი ინტერესი, რომელიც კაპიტალიზაციის სხვადასხვა მექანიზმებს ემყარება. ეს მექანიზმები ფინანსების მობილიზაციის ფორმებია. იგი სანარმოების საინვესტიციო პოზიციებს ასახავს. ამ სფეროში ფინანსური ინსტიტუტები, მათ შორის საფონდო ბირჟა, თავისუფალი საშუალებების გადანაწილების მექანიზმია, რომელიც გადაანინილებს რისკებს, ინფორმაციებს და ახდენს სანარმოების რეალური ღირებულების ფორმირებას. ამ პროცესში ხდება სანარმოების ღირებულების თვითზრდაც.

კაპიტალიზაციის მექანიზმის განხორციელების ფორმაა კაპიტალის ბაზარი. კაპიტალის ბაზარს აქვს ორი ძირითადი მნიშვნელობა. პირველი, კაპიტალის ბაზრები წარმოადგენენ ფორუმს, სადაც კომპანიები ან ბიზნესი ქმნის ახალ ფონდებს, იმისთვის, რომ იფუნქციონირონ, ასევე ისინი ქმნიან ახალ აქციებს ან ობლიგაციებს. მეორე, ისინი წარმოადგენენ ადგილს, სადაც ინვესტორებს შეუძლიათ ივაჭრონ ამ აქციებზე ან ობლიგაციებზე მას შემდეგ რაც ისინი გამოშვებული იქნება. ინვესტორები იმედოვნებენ, რომ ეს აქციები ან ობლიგაციები მოიტანენ ფინანსურ მოგებას.

კაპიტალის ბაზარზე კაპიტალის ძირითადი ნაწილის მოძ-

რაობა **საფონდო ბირჟების** მეშვეობით ხდება. **საფონდო ბირჟა** არის საფინანსო ბაზრის ნაწილი, რომლის გარეშეც ტექნიკურად შეუძლებელია ქვეყნის საინვესტიციო გარემოს ცივილიზებული ფორმირება. იგი კაპიტალის გადადენის და სტრატეგიული ინვესტიციების მოზიდვის ეფექტური მექანიზმია.

საფონდო ბაზარი გარკვეულწილად იმ მექანიზმის ასახვაა, რომელიც ხელს უწყობს საწარმოების აქციებით ვაჭრობას. ეს ტერმინი ასევე გამოიყენება ყველა აქციების ერთიანობის აღწერის შემთხვევაში, განსაკუთრებით კონკრეტული ქვეყნის მასშტაბით.

საფონდო ბაზარი განსხვავდება საფონდო ბირჟისგან. საფონდო ბირჟა არის ორგანიზაცია (კორპორაცია ან საერთო ორგანიზაცია) ბიზნესის განხრით და აერთიანებს აქციების მყიდველებსა და გამყიდველებს ერთ სივრცეში. მაგალითად, საფონდო ბაზარი შეერთებულ შტატებში მოიცავს იმ აქციებით ვაჭრობას, რომლებიც შესულია NYSE, NASDAQ, Amex და OTCBB სიებში (Chapter 2).

**საფონდო ბირჟების ისტორია საფრანგეთიდან იღებს სათავეს.** მეთორმეტე საუკუნის საფრანგეთში (Chapter 2: Literature Review of Stock market.), *courratier de change* (ბირჟის მაკლერი) ბანკების სახელით ხელმძღვანელობდა და აწესრიგებდა სასოფლო თემების ვალების საკითხებს. ვინაიდან, მაკლერი უშუალოდ ვაჭრობდა ვალებით, იგი წარმოადგენდა პირველ მაკლერს/ბროკერს.

მე-13 საუკუნის დასაწყისში, ქალაქ ბრიუგეს საქონლით მოვაჭრეები შეიკრიბნენ ვან დერ ბურსის სახლში (*Van der Beurse*) და 1309 წელს მათ კანონიერი სტატუსი მიანიჭეს საქონლით მოვაჭრეების გაერთიანებას და დააარსეს ბრიუგეს ბურსი. ეს იდეა სწრაფად გავრცელდა ფლანდრიაში და მეზობელ ქვეყნებში და იგი გაიხსნა გენტსა და ამსტერდამშიც.

მე-13 საუკუნის შუა პერიოდში, ვენეციელმა ბანკირებმა



დაიწყეს სამთავრობო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა. 1351 წელს, ვენეციის მთავრობამ აკრძალა ქორების გავრცელება, რომელიც მიზნად ისახავდა სამთავრობო ფონდების ფასის შემცირებას. მე-14 საუკუნეში პიზას, ვერონას, გენუას და ფლორენციის ბანკირებმაც დაიწყეს სამთავრობო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა. სამთავრობო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა შესაძლებელი იყო მხოლოდ იმიტომ, რომ ეს ქალაქები იყო დამოუკიდებელი, რომელსაც არა ჰერცოგი, არამედ გავლენიანი მოქალაქეების საბჭო მართავდა.

ჰოლანდიელებმა მოგვიანებით დაიწყეს სააქციო საზოგადოების დაარსება, რომელიც ნებას რთავდა აქციონერებს ინვესტიცია ჩადო ბიზნეს წამოწყებებში და ყოფილიყვნენ მოგების ან წაგების მენილეები. 1602 წელს, ჰოლანდიურმა აღმოსავლეთ ინდოეთის კომპანიამ გამოუშვა პირველი აქციები ამსტერდამის საფონდო ბირჟაზე. ეს იყო პირველი კომპანია, რომელმაც პირველად გამოუშვა აქციები და ობლიგაციები.

მე-17 საუკუნის დასაწყისში, პირველი საფონდო ბირჟა, რომელიც აქტიურად ფუნქციონირებდა, იყო ამსტერდამის საფონდო ბირჟა. ჰოლანდიელებმა პირველად განახორციელეს საქონლისა და ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა დაფარვის გარეშე, საოფციო ვაჭრობა, ვალის სააქციო კაპიტალზე გაცვლა, სავაჭრო საბანკო მომსახურება და სხვა.

დროთა განმავლობაში ბაზრები გახდა უფრო ინსტიტუციონალიზებული და დაარსდა საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, საერთო ფონდები, საიდუმლო ფონდები, ინვესტორთა გაერთიანებები და ბანკები. ინსტიტუციური ინვესტორების გამრავლებამ გამოიწვია გარკვეული უპირატესობები საფონდო ბაზრის ფუნქციონირებაში, თუმცა არა მცირე ინვესტორების ან უბრალო დაწესებულებებისთვის.

ამჟამად, საფონდო ბაზრის მონაწილეები არიან როგორც მცირე ინდივიდუალური საფონდო ინვესტორები, ასევე დიდი საიდუმლო ფონდების მოვაჭრეები, რომელიც შიქდლე-

ბა შეგვხვდეს ყველგან. აქციების უმეტესობა იყიდება ბირჟაზე, მაგ: NYSE, რომელიც წარმოადგენს მყიდველისა და გამყიდველის შეხვედრისა და ფასზე მოლაპარაკების ადგილს. ზოგიერთ ბირჟას აქვს კონკრეტული მდებარეობა, სადაც გარიგებები ხორციელდება სავაჭრო დარბაზში, რომელიც ცნობილია თავისი ღია ნამოძახილებით. ბირჟის კიდევ ერთი ფორმა არის ვირტუალური სახის, მაგ. ამერიკის საფონდო ბირჟა (NASDAQ), რომელიც შექმნილია კომპიუტერული კავშირებით, სადაც ვაჭრობა მიმდინარეობს ელექტრონულად.

ფაქტობრივი გარიგებები ეფუძნება აუქციონის ბაზრის პარადიგმებს, სადაც პოტენციური მყიდველი სთავაზობს კონკრეტულ ფასს აქციისთვის და პოტენციური გამყიდველი კი თავის მხრივ აქციის ახალ ფასს სთავაზობს მყიდველს. როცა მყიდველისა და გამყიდველის შეთავაზებული ფასი ემთხვევა ერთმანეთს და რამდენიმე ასეთი ფასი არის დასახელებული, გაყიდვა ხორციელდება პირველი შეთავაზების პრინციპის მიხედვით.

საფონდო ბირჟის მიზანი არის ფასიანი ქაღალდების გაცვლის ხელშეწყობა მყიდველსა და გამყიდველს შორის. საფონდო ბირჟა არაფერია თუ არა სუპერ-დახელოვნებული ბროკერების ბაზარი, რომელიც უზრუნველყოფს მყიდველისა და გამყიდველის შეხვედრის ადგილს.

**საფონდო ბაზარი** ასრულებს შემდეგ ფუნქციებს ეკონომიკაში (Literature Review of Stock market: Chapter 2) :

I. **კაპიტალის ზრდა ბიზნესისთვის:** საფონდო ბირჟა უზრუნველყოფს კომპანიის შესაძლებლობას გაზარდოს კაპიტალი გაფართოების მიზნით საჯარო ინვესტიციებისთვის აქციების მიყიდვის გზით.

II. **დანაზოგების მობილიზება ინვესტიციისთვის:** როდესაც ხალხი თავის დანაზოგს აბანდებს აქციებში, ეს ინვესტორების უფრო მეტად რაციონალურ განაწილებას, რადგან ფონდები, რომლებიც შეიძლება მოხმარებულიყო ან შენახულიყო

გამოუყენებელ დეპოზიტებში ბანკებთან, მობილიზებულია და გადამისამართებულია ბიზნესის ხელშეწყობისკენ და დადებითი ეფექტი აქვს ზოგიერთ ეკონომიკურ სექტორზე როგორც არის, სოფლის მეურნეობა, კომერცია და ინდუსტრია. ეს ყველაფერი კი იწვევს ეკონომიკის ზრდასა და მაღალი პროდუქტიულობის დონეს.

**III. საწარმოს ზრდის ხელშეწყობა:** კომპანიები კონტროლზე უფლების მოპოვებას აღიქვამენ როგორც შესაძლებლობას გააფართოვონ სავაჭრო ხაზი, გაზარდონ განაწილების და დისტრიბუციის არხები, თავი დაიცვან ცვალებადობისა და მერყეობისგან, გაზარდონ თავიანთი საბაზრო წილი ან მოიპოვონ სხვა საჭირო ბიზნესის ქონება. კონტროლზე უფლების მოპოვებაზე ტენდერი ან საწარმოების შეერთებაზე შეთანხმება საფონდო ბაზრის საშუალებით არის საწარმოს ზრდის ყველაზე მარტივი და მიღებული ფორმა.

**IV. ქონების გადანაწილება:** ფართო სპექტრის ადამიანებისთვის აქციების მიყიდვის შესაძლებლობით და მომგებიანი საწარმოს მფლობელებად გახდომით, საფონდო ბაზარი ეხმარება დიდი საშემოსავლო უთანასწორების შემცირებაში. ჩვეულებრივი და პროფესიონალ სააქციო ინვესტორებს აქციების ფასის ზრდითა და დივიდენდებით შანსი ეძლევათ გაინანვილონ ბიზნესის პოტენციური მოგება.

**V. კორპორატიული მმართველობა:** სხვადასხვა რანგის მფლობელების გამო, კომპანიები ახერხებენ გააუმჯობესონ თავიანთი მენეჯმენტის სტანდარტები და ეფექტურობა, რათა დააკმაყოფილონ აქციონერების მოთხოვნები და საჯარო კორპორაციების მკაცრი წესები. ვარაუდობენ, რომ საჯარო კომპანიებს (კომპანები, რომელთა მფლობელებიც არიან საჯარო ბირჟის წევრი აქციონერები), უფრო უკეთესი მენეჯმენტი აქვთ ვიდრე კერძო კომპანიებს (იგულისხმება კომპანიები, რომელთა აქციები საჯაროდ არ იყიდება და მფლობელები ძირითადად არიან კომპანიის დამფუძნებლები ან/და ოჯახის წევრები).

**VI. ინვესტიციების ჩადების შესაძლებლობას ქმნის მცირე ინვესტორებისთვის:** იმ ბიზნესისგან განსხვავებით, რომელიც მოითხოვს მაღალ კაპიტალის გასაგავლს, აქციებში ინვესტიციების ჩადება შესაძლებელია როგორც მცირე, ისე დიდი სააქციო ინვესტორებისთვის, რადგან კონკრეტული პიროვნება ყიდულობს აქციების იმ რაოდენობას, რამდენიც შეუძლია. შესაბამისად, საფონდო ბირჟა სთავაზობს შემოსავლის დამატებით წყაროს მცირე შემოსავლის მქონე პირებს.

**VII. მთავრობა ზრდის კაპიტალს განვითარების პროექტებისთვის:** მთავრობამ და ადგილობრივმა მუნიციპალიტეტებმა შეიძლება ისე სხონ ფული ფასიანი ქაღალდის სხვა კატეგორიის გაყიდვით, მაგალითად, ობლიგაცია, რათა დააფინანსოს დიდი ინფრასტრუქტურის პროექტები, როგორც არის კანალიზაცია და გამდინარე წყლების განმენდის სამუშაოები ან დასახლების პროექტები. როდესაც მთავრობა ან მუნიციპალიტეტი მიიღებს დაფინანსების ალტერნატიულ წყაროს, აღარ არსებობს იმის საჭიროება, რომ გაზრდილი გადასახადი დაანესოს განვითარების პროექტების განვითარების მიზნით.

**VIII. ეკონომიკის ბარომეტრი:** საფონდო ბირჟაზე აქციების ფასების ზრდა და კლება დამოკიდებულია ბაზარზე. აქციის ფასები უნდა გაიზარდოს ან დარჩეს სტაბილური, როდესაც კომპანიები ან ეკონომიკა სტაბილურია. აქციის ფასების ცვლა შეიძლება იყოს ეკონომიკაში მიმდინარე ცვლილებების წინმსწრები ინდიკატორი.

საფინანსო სისტემამ დასავლეთის უმეტეს ქვეყნებში განიცადა მნიშვნელოვანი ცვლილებები. განვითარების ერთ-ერთი საფეხური არის დეზინტერმედია (სამეწარმეო-გასაღებით ჯაჭვიდან შუამავლების გამორიცხვა, ანუ მყიდველების მიერ პროდუქციის პირდაპირი რეალიზაცია, და არა საბითუმო და საცალო გადამყიდველების გავლით). ინტერესი გაჩნდა საფონდო ბაზარზე ინვესტიციების ჩადების, როგორც პირდაპირი გზით, ასევე საერთო ფონდების საშუალებით.

ებით, რომელიც მნიშვნელოვან კომპონენტს წარმოადგენდა ამ პროცესებში.

სტატისტიკა აჩვენებს, რომ მრავალ ქვეყანაში ბოლო ათი წლის განმავლობაში აქციები შეადგენდა საშინაო მეურნეობის ფინანსური სახსრების უმეტესობას. 1970-იან წლებში, შვედეთში, სადეპოზიტო ანგარიშები და სხვა ლიკვიდური საშუალებები, რომლებიც ნაკლებ რისკებთან იყო დაკავშირებული, წარმოადგენდა საშინაო მეურნეობის ფინანსური სიმდიდრის თითქმის 60 პროცენტს (Chapter 2).

ყველა განვითარებული ეკონომიკის სისტემაში, როგორც არის ევროკავშირი, შეერთებული შტატები, იაპონია და მსოფლიოს სხვა განვითარებული ქვეყნები, იგივე ტენდენცია შეიმჩნევა; დანაზოგები, რომელიც ტრადიციულად საბანკო დეპოზიტების სახით არსებობდა შეიცვალა სხვადასხვა ფორმის ფასიანი ქაღალდებით.

საფონდო ბირჟა კაპიტალიზაციის ინსტიტუციონალური პირობაა. კაპიტალიზაცია კი ასახავს სააქციო საზოგადოებების რეალურ ეკონომიკურ ვითარებას, მაგრამ რამდენადაც აქციების ფასი დამოკიდებულია მომავალი მოგების მოლოდინზე და საფონდო ბირჟების სპეკულაციურ ქცევებზე, ამიტომ სხვა სიტყვებით, საბაზრო კაპიტალიზაცია არის ის ფასი, რომლითაც ბაზარი შეაფასებს კომპანიას აქციებზე გარიგებების მეშვეობით.<sup>1</sup>

მთელი ქვეყნის მასშტაბით **საბაზრო კაპიტალიზაცია** იანგარიშება როგორც ფასიანი ქაღალდების ღირებულებების შეფარდება მთლიან შიდა პროდუქტთან და ასახავს იმას, თუ რამდენად ხდება ეკონომიკის დაფინანსება ფასიანი ქაღალ-

---

1 მოდილიან-მილერის ჰიპოთეზის თანახმად, ნახესხები საშუალებებით კომპანიების დაფინანსება გავლენას არ ახდენს ამ კაპიტალის (რესურსების) საბაზრო ღირებულებაზე. ეს კი ნიშნავს, რომ აქციების დინამიკა კაპიტალიზაციის პროცესს არასრულყოფილად გამოავლენს. (The Criticism Of The Modigliani And Miller Hypothesis Finance Essay. UKEssays.com. The UK, s expert provider of custom essays. <http://www.ukessays.com/essays/finance/the-criticism-of-the-modigliani-and-miller-hypothesis-finance-essay.php>)

დების გაყიდვით. საბაზრო კაპიტალიზაციის ეს მაჩვენებელი თავდაპირველად შექმნა უორენ ბაფეტმა არა იმისათვის, რომ მიეღოთ გადაწყვეტილება, არამედ მხოლოდ იმისათვის, რომ მხედველობაში მიეღოთ, მაგრამ როგორც ისტორია ამტკიცებს, ეს ინდიკატორი ყოველთვის სწორად ასახავდა ინვესტორების განწყობას და განსაზღვრავდა იმას, თუ რამდენად არის საფონდო ბირჟა გადაფასებული ან არასაკმარისად შეფასებული. თუ საბაზრო კაპიტალიზაცია მთლიანი შიდა პროდუქტის 50 პროცენტია, ეს არის შუფასებლობა, 80-1900 პროცენტი კი გადაჭარბებული შეფასებაა (Отношение капитализации рынка... )

ევროკავშირში საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაცია 2012 წელს შეადგენდა მშპ-ს 59 %-ს (6.0 ტრილიონი ევროს); იაპონიაში მშპ-ს 75%-ს (2.4 ტრილიონ ევროს), აშშ-ში მშპ-ს 108%-ს (10,7 ტრილიონ ევროს), რუსეთის ფედერაციაში მშპ-ს 45% -ს (Рыночная капитализация).

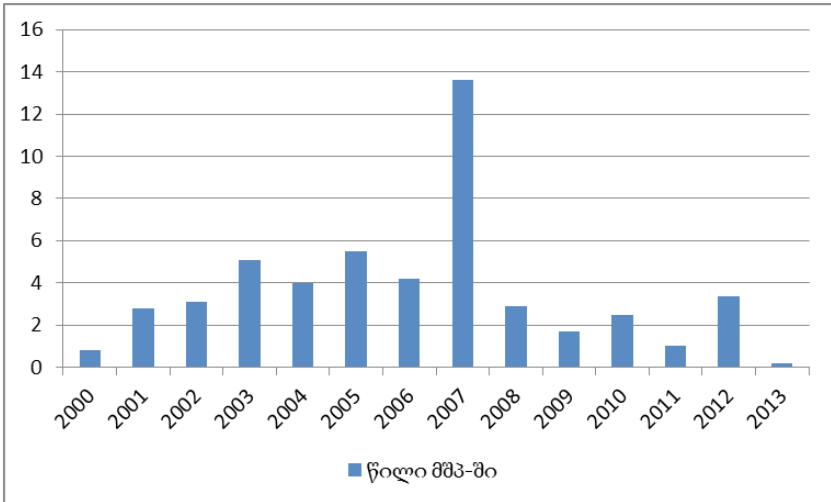
ყოფილი საბჭოთა ქვეყნებში კი ბაზრის კაპიტალიზაცია შემდეგნაირად გამოიყურება:

ქვეყანა 2012 წ. 1 იანვარი	აქციების ბაზრის კაპიტალიზაცია (მლნ აშშ დოლ)*	აქციების ბაზრის კაპი- ტალიზაცია/ მშპ-თან %
აზერბაიჯანი (2011 წ 1 იანვარი).	553,1	1,3
სომხეთი	140	1,4
ბლარუსი	1248,3	3,8
ყაზახეთი (2011 წ. 1 იანვარი)	60700	62,4
ყირგიზეთი	1286,4	21,89
მოლდოვა	581,6	8,289
რუსეთი	933816	50,23
ტაჯიკეთი (2011წ 1 იანვარი)	636	3,4
უკრაინა	22510	13,6

წყარო: О состоянии Рынка Ценных Бумаг в государствах –Участниках СНГ, გვ. 5

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში განვითარების ადრეულ სტადიაზეა და მისი როლი ეკონომიკაში ძალიან მცირეა. ამაზე მეტყველებს მისი წილიც მშპ-ში.

**დიაგრამა**  
**საქართველოს საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაცია**

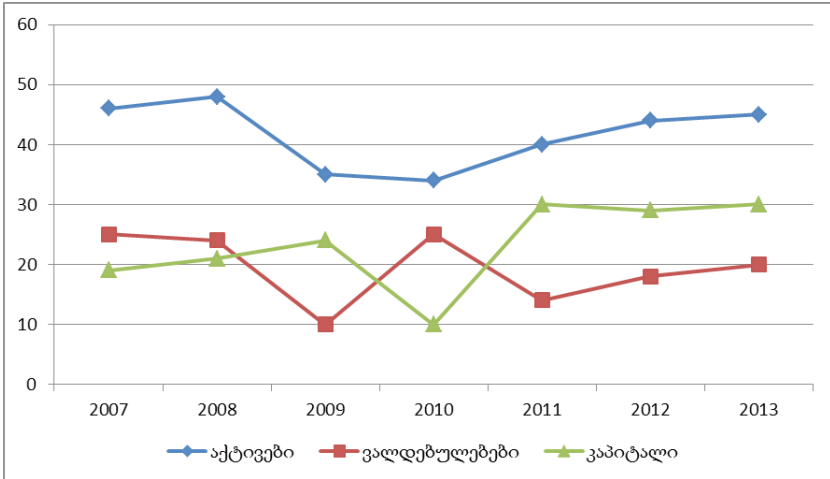


წყარო :საქართველოს საფონდო ბირჟა. [www.gse.ge](http://www.gse.ge);

ადვილი დასანახია, რომ საქართველოში საბაზრო კაპიტალიზაცია არის ძალიან დაბალი.

**საქართველოს საფონდო ბირჟა** ჩამოყალიბდა 1999 წელს. 2000 წლიდან და 2014 წლის აგვისტოში 128 კომპანია ვაჭრობდა, რომლის მთლიანი კაპიტალიზაცია შეადგენდა 1.3 მლნ აშშ დოლარს. 2013 წლის ბოლოსთვის საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საქმიანობას ეწეოდა 1 საფონდო ბირჟა, ფასიანი ქაღალდების 1 ცენტრალური დეპოზიტარი, 9 საბროკერო კომპანია და ფასიანი ქაღალდების 3 დამოუკიდებელი რეგისტრატორი. რეგისტრატორების მიერ ინარმოებოდა 782 სააქციო საზოგადოების აქციათა რეესტრი.

საბროკერო კომპანიების მთლიანი აქტივების, ვალდებულებების და კაპიტალის მონაცემები 2007-2013 (მლნ ლარი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები

2007 წლის ივლისში ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის ლიკვიდაციის შემდეგ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება ფინანსური მონიტორინგის სამსახურის კომპეტენციაში გადავიდა. დაიწყო რადიკალური ცვლილებები, საკანონმდებლო ცვლილებებისა და სამოქმედო სტრატეგიის შემუშავების პროცესი. ცვლილებების მიზანი იყო ზედმეტი ვალდებულებების მქონე მოთხოვნების გაუქმება და განვითარების დაბალ სტადიაზე მყოფი ბაზრის შედარებით ლიბერალური კანონმდებლობის შეთავაზება საფონდო ბაზრის რეგულირებაში განხორციელებულ რეფორმებამდე, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა დასაშვები იყო მხოლოდ ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიების მეშვეობით და მხოლოდ სა-



ფონდო ბირჟაზე. მოქმედი კანონმდებლობა კრძალავდა ინვესტორის დამოუკიდებელ შესაძლებლობას, ბროკერის ან/და საბროკერო კომპანიის შუამავლობის გარეშე განხორციელებინა ფასიანი ქაღალდებით გარიგება. შესაბამისად, ინვესტორის ნების მიუხედავად, შეუძლებელი იყო გარიგების დადება ბროკერის გვერდის ავლით, რაც, თავის მხრივ, დაკავშირებული იყო დაინტერესებული მხარის მიერ გასანევ ზედმეტ დანახარჯთან და, რაც არსებითია, სხვა აუცილებლობას მოკლებულ ქმედებებთან.

გარდა ამისა, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ერთადერთ პლატფორმად საფონდო ბირჟა განიხილებოდა. გარიგების მხარეები, მათი კონტრაქტორი საბროკერო კომპანიების მეშვეობით მხოლოდ საფონდო ბირჟაზე ყიდულობდნენ და ყიდდნენ ფასიან ქაღალდებს, რაც ასევე გარკვეულ სირთულეებს წარმოშობდა ინვესტორებისთვის. ცვლილებებამდე დასაშვები იყო მხოლოდ ერთი საფონდო ბირჟისა და ცენტრალური დეპოზიტარის არსებობა. ცვლილებების განხორციელების შემდეგ ინვესტორს მიეცა შესაძლებლობა, თავისი ნებისა და შეხედულებისამებრ გადაეწყვიტა, დასჭირდებოდა თუ არა მას კვალიფიციური საბროკერო კომპანია შუამავლის სახით და რამდენად სურდა გარიგების საფონდო ბირჟაზე დადება.

ამ ცვლილებების შედეგად ბაზრის მონაწილეებმა უპირატესობა მიანიჭეს არასაბირჟო გარიგებებს და შემდგომ წლებში საბირჟო გარიგებების რაოდენობამ, ფასიანი ქაღალდების მოცულობამ და ღირებულებამ, რომელიც არასაბირჟო გარიგებებით მიიღი უპირატესობა საბირჟო გარიგებებთან შედარებით.

საქართველოში სააქციო საზოგადოებების უმრავლესობა არ ვაჭრობს ფასიანი ქაღალდებით და არ ატარებს კლასიკურ ფუნქციას. მოქმედ საწარმოებს აქვთ ფორმალური ანგარიშვალდებულება, რაც 90-იანი წლების პრივატიზაციის შედეგით არის გამოწვეული. აღნიშნული საწარმოები გან-

კერძოების ფონზე გარდაიქმნენ სააქციო საზოგადოებებად, მათი ფასიანი ქაღალდები კანონის ძალით და ყოველგვარი ალტერნატივის გარეშე განთავსდა საფონდო ბირჟაზე, ხოლო პრივატიზაციის გეგმა მიჩნეულ იქნა ემისიის პროსპექტად.

შესაბამისად ამ დასხვაუფრო ფუნდამენტური ფაქტორების გამო, რომელთა შესახებ მოგვიანებით გვექნება საუბარი, საფონდო ბირჟა, როგორც კაპიტალიზაციის ქმედითი მექანიზმი საქართველოში უმნიშვნელოდ არის გამოყენებული.

იმისათვის, რომ საწარმოებმა შეძლონ კაპიტალიზაციის განხორციელება, აუცილებელია შესაბამისი გარემოს ფორმირება. კაპიტალიზაცია საწარმოების განვითარებასთან ერთად სახელმწიფო იმ მარეგულირებელი მექანიზმის არსებობას გულისხმობს, რომელიც კორპორატიული პოლიტიკის ხელშეწყობას ემსახურება. კორპორატიული პოლიტიკა და სახელმწიფო ხელშეწყობა კი ფინანსური კრიზისების თავიდან ასაცილებლად ადექვატური სტრატეგიის განხორციელების წინაპირობაა, თუმცა ცხადია, რომ დღეს კაპიტალიზაციის შეფერხება და წინააღმდეგობები გამოწვეულია ინსტიტუციური და სოციალურ-ეკონომიკური გარემოს არარსებობით.

საწარმოს გასვლა საფონდო ბირჟებზე შესაძლებელია მხოლოდ მისი კაპიტალიზაციის ზრდით. თავის მხრივ კი, ამ ინსტიტუტის ეფექტიანი საქმიანობა საწარმოების კაპიტალიზაციის ზრდის პირობაა.

კაპიტალიზაციის პროცესში ერთმანეთს გადაეჯაჭვება ფინანსური აქტივობები, ინვესტირება, დაზოგვა და მოთხოვნა. მასზე ზემოქმედებს არა მარტო საწარმოთა შინაგანი რეზერვების მართვა, არამედ საგარეო ფაქტორებიც, როგორცაა ინფლაცია, ქვეყნის სტაბილურობა, ბაზრების ეფექტიანობა, საბანკო საპროცენტო განკვეთების დინამიკა და სხვ. თუ მთელი ეს კომპლექსი არ არის სრულყოფილი, მაშინ ფერხდება კაპიტალიზაციის პროცესიც, საწარმოების ღირებულების

ზრდა და ინვესტირება. ეს დაკავშირებული შემდეგ მიზეზებთან:

- საქართველო კვლავ საკუთრების თავდაპირველი განაწილებისათვის დამახასიათებელ ეტაპზეა და სანარმოები აქტიურად არ იყენებენ სააქციო კაპიტალს ამის ერთ-ერთი მაჩვენებელია, რომ 2011-2013 წლებში 129 რეგისტრირებული სააქციო საზოგადოებიდან მხოლოდ 58 სანარმოს ფასიან ქაღალდებზე დაიდო გარიგება საფონდო ბირჟის სავაჭრო სესიზზე ან დაფიქსირდა გარიგება საფონდო ბირჟაზე.<sup>1</sup>

- კორპორაციებია საქმიანობა არ არის გამჭვირვალე, არ არსებობს მათი ანგარიშგებიანობის და ბაზრის ინფორმირებულების ეფექტიანი სისტემა ამის შედეგად კაპიტალიზაციის პროცესი შეფერხებულია.

- გარდა ამისა, ჩამოყალიბდა ინსაიდერთა წრე, რომლებიც ფლობენ აქციებს და არ არიან დაინტერესებულნი აქციონერთა წრის გაზრდით. 2013 წლის განმავლობაში სავაჭრო სესიებზე 10-ზე მეტი გარიგება მხოლოდ ორი საზოგადოების აქციებზე დაიდო და გარიგება დაფიქსირდა 4 საზოგადოებაზე.

- საქართველოს ეკონომიკაში ხორციელდება დეინვესტირება, რაც იმას ნიშნავს, რომ ქვეყანა მოიხმარს უფრო მეტს, ვიდრე აწარმოებს (Папова 2013: 51).

- მთელი რიგი რესურსების, მაგალითად სასოფლო-სამეურნეო მიწების, კაპიტალიზაცია, შეფერხებულია, 2007-2013 წლებში აუქციონზე სულ გაიყიდა მთლიანი მიწის ფონდის 0,008 პროცენტი და სასოფლო-სამეურნეო სავარგულების 2.5 პროცენტი. (ბუნებრივი რესურსები და გარემოს დაცვა საქართველოში 2012: 14).

- საქართველოდან გაედინება კაპიტალი, რაც მნიშვნელოვნად აფერხებს შიდა დანაზოგების გაფართოებას. 2013 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტმა 1 მლრდ დოლარი შეადგინა, რაც 2-ჯერ უკეთესი მაჩვენებელია 2012 წელთან შედარე-

---

<sup>1</sup> საქართველოს საფონდო ბირჟის მონაცემები. <http://www.gse.ge/AR/ARGSEY2013.pdf>

ბით, მაგრამ იგი მთლიანი შიდა პროდუქტის 10 პროცენტზე მეტია(საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები).

საქართველოში, ისევე როგორც სხვა გარდამავალი პერიოდის ქვეყნებში და განხორციელებული პოლიტიკა არ იყო შესაბამისობაში კაპიტალიზაციის პროცესების ბუნებრივ მსვლელობასთან, რის შედეგადაც კაპიტალიზაცია არ ემყარებოდა სანარმოო სფეროს განვითარებას, რომელსაც უნდა მოემზადებინა საფუძველი კაპიტალის დაგროვებისათვის. დაიკარგა ნდობა ფინანსური ბაზრებისადმი.

გარდა ამისა საქართველოში საინვესტიციო პროცესის თავისებურებაა ის, რომ ინვესტიციების ძირითადი მოცულობა პირდაპირ უცხოური ინვესტიციებზე, დიდწილად უცხოური სესხებზე მოდის, რომელიც ინვესტ საგარეო ვალის ზრდას და მის მომსახურებაზე ხარჯების გაზრდას. ამასთან პარალელურად ტრანზიტულ ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოში ხდება შიდა, და არსებითად კი სახელმწიფო ინვესტიციების შემცირება. ეს მოითხოვს შიდა წყაროების მოძიების აუცილებლობას, არსებითად კი ეკონომიკური აგენტების დანაზოგების მობილიზაციას, რომელთა ფინანსები ტრანსფორმირდება რეალურ კაპიტალში საფინანსო ინსტიტუტების მეშვეობით.

**კაპიტალის ფორმირებასთან** დაკავშირებულია ეკონომიკური და საფინანსო ურთიერთობები, მისი მოძრაობის კანონზომიერებები და გარდამავალი ეკონომიკისათვის დამახასიათებელი კონკრეტული თვისებები დაკავშირებულია მაკრო და ინსტიტუციონალურ გარემოსთან, რომელიც ქმნის კაპიტალიზაციის ინტრუმენტების ეფექტიანად გამოყენების და ფინანსური კაპიტალის რეალურ ინვესტიციებად გადაქცევის პირობას. ამ მიზნით, კი ეკონომიკის განვითარებისათვის აუცილებელი ხდება საბაზრო ინფრასტრუქტურის სრულყოფა, სპეციალიზაციის მიზნობრივი ორიენტაციების, ინსტრუმენტების და მექანიზმების დახვეწა, რომლებიც უშუალოდ კაპიტალიზაციის პროცესს ეხება.

## 1.2. კაპიტალიზაციის შესახებ ეკონომიკური შენედილებების ძირითადი მიმართულებები

კაპიტალიზაციის პროცესი რესურსების ეფექტიანი გამოყენების ფუნდამენტური პირობაა, რაც თავის მხრივ, მოთხოვნა-მიწოდების საბაზრი მექანიზმზეა დამყარებული. დაგროვების ევოლუციური განვითარება ვლინდება მოგებისა და საბაზრო ღირებულების კაპიტალიზაციაში. კაპიტალისტურ საზოგადოებაში, თითოეული ფაქტორის და შემოსავლის (მინის იჯარა, მოგება, დივიდენდები და ა.შ.) კაპიტალიზაცია ხდება. ნებისმიერი შემოსავალი ფასიანი ქაღალდებიდან განიხილება როგორც პროცენტი კაპიტალზე, რომელიც ფაქტობრივად, არ უკავშირდება რეალურ კაპიტალს და უცხოვდება მისგან. ფასიანი ქაღალდები (აქციები, ობლიგაციები, სანარმოთა და სახელმწიფო) ხდება კაპიტალი, რომელსაც მოაქვს პროცენტი. აქციების ფასის ზრდა, განსაკუთრებით აღმავლობის ფაზაში, იწვევს ფიქტიური კაპიტალის დაგროვებას. ასეთი კაპიტალის „გაბერვა“ სერიოზულად ზემოქმედებს დაგროვების პროცესზე და კრიზისებზე, რამდენადაც მთელი ეს ფიქტიური კაპიტალი კაპიტალიზირებულია.

ამ თეორიული პოსტულატების მეთოდოლოგიური საფუძველი უკავშირდება კ. მარქსის სახელს. კ. მარქსმა აღნიშნულ პოსტულატებზე ააგო კაპიტალის, ან ღირებულების შრომითი თეორია, რომელიც დღეს ეკონომიკურ მეცნიერების პერიფერიულ მდგომარეობას იკავებს, თუმცა არც ერთ თეორიას არ ჰქონია ისეთი მასშტაბის გავრცელება და პრაქტიკაზე ზემოქმედება რაც ამ თეორიას (საბჭოთა კავშირი, კომუნისტური და სოციალისტური ქვეყნები ამ თეორიის მიხედვით იყო მოწყობილი. დღეს ის გამოიყენება ჩინეთში, ჩრდილოეთ კორეასა და კუბაზე მოდიფიცირებული სახით). მისი კაპიტალის თეორია კაპიტალიზაციის პროცესს წარმოადგენს სოციალურ-ეკონომიკური ურთიერთობების სახით. კ. მარქსმა მოინადინა აეხ-

სნა, თუ როგორ წარმოიშვება ზედმეტი ღირებულება. ერთმანეთისაგან განასხვავა ფული და კაპიტალი და განსაზღვრა, რომ ფული ხდება კაპიტალი მაშინ, როდესაც გამოყენებულია სხვისი შრომა. ავანსებული ანუ ბრუნვაში გაშვებული ფული მის მფლობელს უბრუნდება განასაზღვრული ნამატი. ეს ნამატი ფორმალურად წარმოიშვება საქონლის მიმოქცევიდან, თუმცა მარქსის მტკიცებით, მას ქმნის ისეთი საქონელი, რომელიც მისი მოხმარების დროს ქმნის ღირებულებას და თანაც მეტ ღირებულებას, ვიდრე ის ღირებულებაა, რაც თვითონ მას აქვს. ღირებულების ზრდის წყარო კი სამუშაო ძალაა. სწორედ სამუშაო ძალის მიერ შექმნილი ზედმეტი ღირებულებას დაარქვა კ. მარქსმა კაპიტალიზმის ძირითადი ეკონომიკური კანონი (მარქსი 1954: 780), სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, კაპიტალიზაცია არის კაპიტალიზმის კანონი, ხოლო კაპიტალი კი არის ღირებულება, რომელსაც მოაქვს ზედმეტი ღირებულება. **კაპიტალიზაცია, მარქსის კონცეფციაში, ფიქტიური კაპიტალის ფორმირების პროცესია.**

დღეს კ.მარქსის ეს თეორია ისტორიული მნიშვნელობისაა და კაპიტალისტური ექსპლოატატორული ბუნების ნაცვლად დღის წესრიგში დადგა კაპიტალის ეფექტიანი გამოყენების პროცესი, საიდანაც სარგებელი უნდა მიიღოს როგორც კერძო მესაკუთრემ, ასევე მმართველმა ფენებმა და დაქირავებული ადამიანების ინსტიტუტებმაც. ეკონომიკური აზროვნება დაემყარა იმის აუცილებლობას, რომ ეკონომიკის გადარჩენისათვის **კაპიტალი მუდმივად უნდა იზრდებოდეს და კაპიტალიზაციის პროცესის შეფერხება კი ეკონომიკის განვითარების შეფერხების ტოლფასია.** ეს საერთო მიდგომა გახდა დამახასიათებელი ეკონომიკური აზროვნებისათვის და სწორედ ამ პოსტულატზე დაყრდნობით ხდება სხვადასხვა თეორიების განვითარებაც.

განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს XX საუკუნეში მომხდარ ტექნიკურ და ტექნოლოგიურ პროგრესს, რომელმაც მკვეთრად შეამცირა ერთეულ პროდუქტის შექმნაში დაქირა-

ვებულის შრომის სვედრითი წილი და მნიშვნელობა.

ამასთან, თუ მარქსის თეორიაში ფიქტიური კაპიტალი არის ისეთი შემოსავალი, რომელიც არ უკავშირდება მისი მფლობელის შრომას და არის სხვისი შრომის მითვისების ინსტრუმენტი, დღეს მას განიხილავენ როგორც კორპორაციების ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულებას, რომელიც დაკავშირებულია არა სხვისი შრომის მითვისებასთან. არამედ სანარმოს მატერიალური და არამატერიალური აქტივების შეფასებასთან, სანარმოს მომგებიანობასთან, მისი პროდუქციის მოთხოვნასთან, პერსონალის კვალიფიკაციასთან, ნოუ-ჰაუსთან და სხვ ფაქტორებთან, რომლის რაოდენობრივი შეფასებაც ზუსტად შეუძლებელია. ამიტომ **ფიქტიური კაპიტალი განისაზღვრება როგორც ჩვეულებრივი აქციის მათ რაოდენობაზე ნამრავლით და არის მომავალი ფულის დღევანდელი ღირებულება (Nitzan 2009: 168).** ამ მიმართულებით კაპიტალიზაციის თეორიის შემდგომი განვითარება მოხდა კეინსურ და ნეოკეინსურ თეორებში. ამ თეორიებმა კაპიტალიზმის არსი განსაზღვრეს კაპიტალის საბაზრო მოძრაობის სახით, მათ შორის საპროცენტო განაკვეთის მოძრაობით. **კეინსის თეორიაში კაპიტალიზაცია არის კაპიტალის დაგროვების პროცესი ფულის მიმოქცევის გზით.** ამასთან კაპიტალიზაციის პროცესი კი მენარმეთა როგორც ეკონომიკური სუბიექტის ფუნქციაა, რომელიც ქმნის მოთხოვნას ფულზე, მათ შორის სპეკულიატორულს და ორიენტირებულია შემოსავლების დაგროვებაზე კაპიტალის დაგროვების ხარჯზე.

ჯ. მ. კეინსის თეორიას ემყარება კაპიტალის დაგროვების მაკროეკონომიკური მოდელი, სადაც ასახულია დანაზოგებისა და ინვესტიციების ფუნქციონალური ურთიერთდამოკიდებულება. ამ დამოკიდებულების მიხედვით, ინვესტიციების და დანაზოგების განმსაზღვრელია სარგებლის განაკვეთის ცვლილებები, ხოლო თავდაპირველად ინვესტირებული ფულადი კაპიტალი და მისი მასშტაბები კი ახდენს მულტიპლიკა-



ტორულ ეფექტს შემოსავლებსა და მოხმარებაზე, რაც თავის მხრივ აისახებ დასაქმებასა და წარმოებაზე (ჯ.კეინსი 1995: 128-130). ჯ. კეინსი, მათი ზემოქმედების ბუნებაში ცდილობს გაარკვიოს კრიზისების წარმოშობა და ამტკიცებს, რომ კაპიტალის ზღვრული ეფექტიანობის დაცემაში უნდა ვეძებოთ კრიზისების ტიპიური ახსნა(ჯ.კეინსი 1995: 347).

მე-20 საუკუნის მეორე ნახევრიდან საბაზრო ინფორმაციების მნიშვნელობა სულ უფრო იზრდება მომხმარებლების რაციონალური ქცევებისთვის და მენარმეთა გადაწყვეტილებების მიღებაში. ყალიბდება ბაზრების ინფორმაციული მომსახურება და მომსახურების ამ სფეროში სულ უფრო იზრდება შემოსავლები. ამ სფეროს სპეციფიკა იმაში მდგომაროებს, რომ ყალიბდება სრულიად ახალი ინტელექტუალური საკუთრება და ამ მომსახურების ფასწარმოქნა. ინფორმაციის ბაზარი გახდა დომინირებული, რომელმაც დაიწყო სხვა საქონლისა და მომსახურების ფასების განსაზღვრა. მენარმეები სულ უფრო მეტ თანხას ხარჯავდნენ წარმოების ინფარმაციული უზრუნველყოფისათვის. 50-იან წლებში ყალიბდება „ადამიანისეული კაპიტალის თეორიაც“. ადამიანის რაციონალური ქცევების უზრუნველსაყოფად აუცილებელი იყო სხვადასხვა ალტერნატივების ცოდნაც, რომელიც საბაზრო განუსაზღვრელობის პირობებში სულ უფრო და უფრო რთული ხდებოდა. რაციონალური ქცევა დაემყარა იმას, თუ ვის რამდენად მიუწვდებოდა ხელი ინფორმაციაზე. ამ სფეროში ფსიქოლოგიაც შეიჭრა და ეკონომიკური ადამიანის რაციონალური გადაწყვეტილებები უკვე მრავალი არაეკონომიკური ფასეულობითაც იქნა გასაზღვრული, რის შედეგადაც ადამიანის ქცევები სუბიექტურ წარმოდგენებსაც დაემყარა.<sup>1</sup> ამ პირობებში **ფიქტიური**

---

1 ამისი დასტურია ისიც, რომ 2002 წელს ფსიქოლოგ დანიელ კანემანს და ვერნონ სმიტს მიენიჭათ ნობელის პრემია ადამიანის ახალი ქცევების მოდელის შემუშავებისათვის, რომელიც განსხვავებით „homo economicus“-ის კლასიკური მოდელისაგან, განსხვავებულად ახასიათებდა გადაწყვეტილების მიღების პროცესს.



კაპიტალის ღირებულება დამოკიდებული გახდა არა მხოლოდ სანარმოთა შესაძლებლობების შეფასებაზე, არამედ იმ მოლოდინსა და წარმოდგენილ ღირებულებაზე, რომლის მიღებაც ფასიანი ქაღალდების მფლობელები ვარაუდობდნენ. მათი ინფორმაციულობა ემყარებოდა სხვა ადამიანების ქცევებს.

50-იან წლებში ამერიკელი მეცნიერები მოდილიანი და მილერი ამტკიცებენ, რომ რაციონალური ინვესტორი მხოლოდ მომავალ მომგებიანობას ითვალისწინებს და ახდენს საინვესტიციო პორტფელის განაწილებას რისკების დაბალანსების მიზნით. ეს მიდგომა მომავალში „რაციონალური მოლოდინის“ თეორიას დაედი საფუძლად.

პორტფელური ინვესტიციები მოდელი მომავალში მრავალმა მეცნიერმა განავითარა. გ. მარკოვიცმა ფინანსური ბაზრების მიკროანალიზის საფუძველზე უ. შარპთან ერთად დაამუშაავა **ოპტიმალური პორტფელის თეორია** და ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირებაში მომავალი პერსპექტივების შეფასების შესაძლებლობები. ამ საკითხისადმი მათემატიკური მიდგომები და მოდელირება განვითარდა და კვლევებმა მრავალფეროვანი სახე მიიღო, თუმცა უკვე 2000-იანი წლების დასაწყისში ფინანსური ბაზრების წინააღმდეგობრივი ხასიათის ახსნა მხოლოდ არსებული საწამოო შესაძლებლობების შეფასებითა და მოდელირებით არ შეიძლებოდა.

ინვესტორთა სუბიექტური აღქმის როლი და მათი ინფორმაციულობის მნიშვნელობა განსაკუთრებით 2013 წელს იქნა აღიარებული, როდესაც ნობელის პრემია „აქტივებზე ფასების ემპირიული ანალიზისათვის“ მიენიჭათ უკვე სამ მეცნიერს (ჩიკაგოს უნივერსიტეტიდან იუჯინ ფამას, ლარს პიტერ ჰანსენს და იელის უნივერსიტეტიდან რობერტ შილერს), რომლებმაც განსხვავებულად ასახეს ბაზრის მოქმედება. იუჯინ ფამას აღიარებული იქნა როგორც **„ეფექტიანი ბაზრის ჰიპოტეზის“** ავტორი.

**„ეფექტიანი ბაზრის ჰიპოტეზის“ (EMH)** მიხედვით, ისეთ ფუნდამენტურ ფაქტორებში ცვლილებები, როგორც არის

მოგება და დივიდენდები, გავლენას უნდა ახდენდეს აქციის ფასებზე. თუმცა, ეს თეორიული მოსაზრება ასევე გულისხმობს, რომ საბირჟო გარიგება არ შედეგება, როდესაც ფასები განონასწორებული და საყოველთაოდ ცნობილია. ამ ჰიპოტეზის თანახმად, აქტივების საბაზრო შეფასება არის სწორი, რამდენადაც იგი ასახავს ინვესტორთა მოლოდინს. ნებისმიერი ახალი ინფორმაცია იმთავითვე აისახება და ზეგავლენას ახდენს აქტივების ღირებულებაზე. მაშინაც კი, როდესაც ზოგიერთი ინდივიდუალური ინვესტორი ირაციონალურად იქცევა. მოკლევადიანი ან საშუალოვადიან პერიოდში აქციის მოძრაობის შეფასება შეუძლებელია, მთელი ინფორმაცია მის ფასშია. საფონდო ბაზრის ინფორმაცია სრულად აისახება ფასიანი ქაღალდების ღირებულებაში. მისი აზრით, ბაზრის კოლექტიური გადანყვებილება არის ზუსტი ვიდრე ინდივიდუალური. (Eugene F. Fama)

ეფექტიანი ბაზრის ჰიპოთეზა არის განმარტებული 1987 წლის საფონდო ბაზრის გაკოტრების მაგალითზე, როდესაც დოუ ჯონსის ინდექსი დაეცა 22,6 პროცენტით. ეს იყო არნახული დაცემა და საფონდო ბაზრის ყველაზე მასშტაბური გაკოტრება მსოფლიოში. ნათელი იყო, რომ აქციის ფასები შეიძლება დაეცეს დრამატულად, მაგრამ კვლევებმა ვერ გამოამჟღავნა კონკრეტული ან მოულოდნელი ფასის ზრდა, რომელიც შეიძლება გაკოტრების პარალელურად წარმოშობილიყო.

ამერიკის შეერთებულ შტატებში მეორე მსოფლიო ომამდელ პერიოდში 50 ყველაზე დიდი ერთდღიანი აქციის ფასების ცვლილებების შესწავლის შედეგად დადასტურდა, რომ ფასის ხშირი ცვლილებები არ არის გამოწვეული ახალი ინფორმაციით. ეფექტიანი ბაზრის ჰიპოთეზის თანახმად, ყველა ფასის მატება ან ზრდა არის შემთხვევითი, ეს მრავალმა სხვა კვლევამაც აჩვენა, ფასების ცვლილებების ტენდენციის საფუძველზე.

ფასის დრამატული ცვლილებას სხვადასხვა ახსნა აქვს და

ყველა მათგანი ასახვს იმ გარემოებას, რომ ბაზრის აგენტების ქცევები იცვლება და ხდება სუბიექტური რეაგირება სიტუაციაზე, მაგალითად, დანაკარგებსა და სხვადასხვა რისკებზე შეზღუდვების დანესებამ, თეორიულად შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური ბაზრების გადაჭარბებული რეაქცია. ფსიქოლოგიური ფაქტორები ინვევენ აქციის ფასის დრამატულ ცვლილებებს. ეს იმას ნიშნავს, რომ კომპანიის წარმატებების შესახებ ინფორმაცია ინვესტორს განაწყობს ზედმეტად პოზიტიურად (ამ შემთხვევაში ფასი ინვეს გაუმართლებლად მაღლა), აძლიერებს მის თავდაჯერებულობას და ზრდის რისკის საშიშროებას. **ჯგუფური აზროვნება არის ის ფსიქოლოგიური ფენომენი, რომელიც ობიექტურ შეფასებაზე უარყოფითად მოქმედებს.** ადამინისათვის არც ისე მარტივია იმ აზრის მტკიცება, რომელიც აშკარად განსხვავებულია უმრავლესობის აზრისგან. ინვესტორებიც უმეტესად ამჯობინებს ისეთ ქცევას, რომელსაც უმრავლესობა იყენებს.

მეორე ამერიკელმა მეცნიერმა, რობერტ შილერმა კი ეჭვის ქვეშ დააყენა ეს მოსაზრებები. გამომდინარე იქიდან, რომ 2008 წლის ფინანსურმა კრიზისმა და საფინანსო „ბუშტებმა“ მრავალი კითხვა დასვა ეკონომიკური მეცნიერების წინაშე, მან დაასკვნა, რომ ინვესტორთა მასამ შეიძლება არასწორი მიმართულებით იმოძრაოს. მან შეისწავლა ბაზრის ირაციონალური ქცევები და დაწერა ნაშრომი „ირაციონალური ოპტიმიზმი“, რომლის სათაურიც კი იმას ამტკიცებს, რომ ბაზარი იმართება არაგონივრულად. ეს ნაშრომი მან დაწერა ჯორჯ აკერლოფთან ერთად (2000 წლის ნობელის პრემიის ლაურეატი), სადაც დამტკიცებულია, რომ **ადამიანის ფსიქოლოგია მართავს ეკონომიკას.** მისი თეორიის თანახმად, „homo sapiens“ შორსაა რაციონალურობისაგან, რადგან ადამიანი შეზღუდულია ინფორმაციის შეფასებითა და სუბიექტური წარმოდგენებით. მისი აზრით. აქციების ფასით არ შეიძლება აისახოს ისეთი რაციონალური ფაქტორი, როგორიცაა დივი-

დენდის ზომა. იგი ამტკიცებს, რომ აქციების ფასების ზრდის მიზეზია ფსიქოლოგიური მოლოდინი. ის ინვესტორები, რომლებიც ფიქრობენ, რომ აქციები მომავალშიც გაიზრდება, არ შეუძლიათ სწრაფად შეცვალონ პოზიცია, რადგან რთულია პოზიციის შეცვლის დრო განსაზღვრონ და კოორდინირებული გახადონ მოლოდინი და ცვლილების დრო. შესაძლებელია ფასები შემცირდეს ბაზარზე. მაგრამ „ოპტიმიზმის სოციალური ეპიდემია“ ხელს უშლის ბაზრის თავისუფალ მოქმედებას (Robert J. Shiller 2007). მისი აზრით, ამ შემთხვევაში მონეტარული და სხვა ფუნდამენტური ეკონომიკური ფაქტორები მნიშვნელოვანია, მაგრამ არ არის მთავარი, რაც ხდება ე.წ. „ბუშტების“ წარმოქმნის მიზეზი.

ბაზრის აქტივები არის „ინფორმაციული კასკადი“, რომელიც ემყარება აქტივების დამოუკიდებელ შემფასებელთა აგრეგირებულ შეფასებას. ეს ის სუტუაციაა, როდესაც, ყოველი ინვესტორი გადაწყვეტილებას იღებს თავისი დაკვირვებით და სხვათა მიბაძვით, რომლებმაც არჩევანი ადრე გააკეთეს. „ინფორმაციული კასკადის“ პირობებში ინდივიდუალური შეფასებები კარგავენ თავის მნიშვნელობას და შესაძლებელია ილუზიურიც კი იყოს, თუ მხედველობაში მივიღებ „ბუშტების“ წარმოშობას. **ერთმანეთის მიმბაძველობა არის „სოციალური ეპიდემია“** და იგი ფართოდ ვრცელდება საფონდო ბირჟებზე. ერთმანეთის დაკვირვებით ინვესტორები ყიდულობენ აქციებს და აქ მათი ინდივიდუალური რწმენა თავიანთი ქცევების რაციონალურობაში ხდება უმნიშვნელო. იქმნება ურთიერთდამოკიდებულების ჯაჭვი, ან კიდევ „დომინოს ეფექტი“, რაც დაკავშირებულია უკვე განვლილი და გამოცდილი არჩევანის რაციონალურობასთან და გამეორებასთან. შესაბამისად, რაციონალური ქცევა გარდაიქმნება ირაციონალურში.

ამ ანომალიის ანალიზი ჩაატარა ნობელის პრემიის ლაურეატმა ლარს პიტერ ჰანსენმა. მან შეიმუშავა „მომენტის განზოგადებული მეთოდი“ და ფასწარმოქმნაში შილერის ჰიპოთე-

ზის საფუძველზე დაამტკიცა ინვესტორების რისკებისადმი ირაციონალური დამოკიდებულება. ეკონომიკის აღმავლობის დროს ისინი საკმაოდ მაღალ ფასად შეისყიდვიან აქციებს, ხოლო დაცემისას კი თხოულობენ მასზე მაღალ სარგებელს რისკების სანაცვლოდ.

თუ შილერის თეორიის თანახმად, ბაზარი იმართება არარაციონალურად და ფსიქოლოგიური ფაქტორების ზეგავლენით, იუჯინ ფამა სანინალმდეგო მოასზრებისაა. მისი აზრით, ეფექტიან ბაზრებზე ირაციონალური ანომალიები არის შემთხვევითობა. (Eugene E. Fama 1998:283).

**საბოლოო ჯამში უნდა დავასკვნათ, რომ საფონდო ბაზრები ხანგრძლივ პერიოდში არის რაციონალური, როგორც ამას იუჯინ ფამა ამტკიცებს, მაგრამ ხანმოკლე და საშუალოვადიან პერიოდებში კი, შილერისა და ჰანსენის თეორიების შესაბამისად, შესაძლებელია ბაზრის აქტივების შეუფასებლობა მოხდეს ემოციური და ფსიქოლოგიური ფაქტორების ზეგავლენით.**

ფსიქოლოგიურ ქცევებს ყურადღება მიაქცია სხვა მეცნიერებმაც. მათ იგი დაუკავშირეს აზარტულ თამაშებს და ბაზრის მოქმედება შეადარეს რულეტს( Stephen Morris ...1999). როდესაც ბაზარი ზენოლას განიცდის, იგი ემსგავსება პოკერს. მოთამაშეებმა უნდა გაარკვიონ მონინალმდეგე ინვესტორების ფსიქოლოგია და იმოქმედონ მათზე ფსიქოლოგიურად. სწორედ ამ გარემოების შედეგად ბაზარზე აქციებით ვაჭრობის დროს არაობიექტურად აზროვნების დიდი ალბათობა იქმნება, თუმცა ბაზრის აგენტების რწმენა წარმატებაში საკმაოდ დიდია და ისინი ზედმეტად არიან ხოლმე დარწმუნებულნი აქციის ფასების გაზრდაში. ამ ეიფორიას კიდევ უფრო მეტად აძლიერებს ხოლმე მედია, რომლებიც წერენ აქციების ფასის სწრაფი ზრდის შესახებ და ქმნიან წარმოადგენას, თითქოს დიდი რაოდენობის ფულის მიღება შეიძლება საფონდო ბაზარზე მომავალშიც.<sup>1</sup>

---

1 მე-20 საუკუნის დასასრულსა და 21-ე საუკუნის დასაწყისში საფონდო

დღეს ეკონომიკური ლიტერატურაში კაპიტალიზაციას განიხილავენ სხვადასხვა თვალსაზრისით, ეკონომიკური პოტენციალის ზემოქმედებას კაპიტალის ფორმირებაზე, კაპიტალიზაციის ეფექტს ეკონომიკის ზრდაზე, შიდა და გარე მიკრო და მაკროგარემოს შემადგენელი ფაქტორების ზეგავლენას ფინანსური, სანარმოო და მთლიანად ქვეყნების ეკონომიკის კაპიტალიზაციაზე და სხვ. მეცნიერებების მიერ ხდება სხვადასხვა ტექნიკურ-ეკონომიკური ფაქტორების მოდელირება, შეფასება, კაპიტალიზაციის პროცესების შესწავლა მიკრო, მაკრო, მეგა ეკონომიკის ფარგლებში.

**ჰარვარდის სკოლა** განსაკუთრებულ ყურადღებას სწორედ კაპიტალიზაციის ეფექტიანობას და დაბალანსებული სისტემის სტრატეგიას უთმობს (**Robert S. Kaplan**). ამასთან იგივე ეს სკოლა გამორჩეულია კაპიტალიზაციის როგორც კონკურენციის სისტემის შემადგენელი ნაწილის გამოკვლევით<sup>1</sup> და მისი კრიზისების შესწავლით (**Greta R. Krippner 2011**).

---

ბაზარზე მომხდარი მოვლენების შესახებ ცნობილი მილიონერის ვარენ ბაფეტის გამონათქვამი: «ყოველ განვლილ წელთან ერთად, საფონდო ბაზარზე ხმაური იმატებს. ტელევიზიის კომენტატორები, ფინანსური საკითხების ჟურნალისტები, ანალიტიკოსები და ბაზრის სტრატეგები ერთმანეთს ეჯიბრებიან, რათა მიიქციონ ინვესტორების ყურადღება. ამავდროულად, ინდივიდუალური ინვესტორები ჩაფლულნი არიან ვირტუალურ სასაუბრო ოთახებსა და ფორუმებში და ცვლიან საეჭვო და ხშირად დამაბნეველ რჩევებს. ამჟამად, მიუხედავად ინფორმაციის ხელმისაწვდომობისა, ინვესტორებს ძალინ უჭირთ მოგების ნახვა. აქციაზე ფასები სწრაფად იზრდება მარტივი მიზეზის გამო, შემდეგ ეცემა ასევე სწრაფად და ის ადამიანები, რომლებმაც ინვესტიციები ჩადეს თავიანთი შვილების განათლებასა და თავიანთ პენსიებში, საკმაოდ შეშინებულნი არიან. ხანდახან ამისთვის არანაირი მიზეზი არ არსებობს ბაზარზე, იგი მხოლოდ უგუნურებაა» (**Urban Bäckström: The importance of a well-functioning stock market. Remarks by Mr Urban Bäckström, Governor of Sveriges Riksbank, at the World Federation of Investors 20th World Congress, Stockholm, 7 June 2002.**<http://www.bis.org/review/r020612a.pdf>).

1 იხ. ვებ გვერდი: **MCX Stock Exchange. Capital Markets Research Dossier. December 2013.** [http://www.mcx-sx.com/SX-Content/common/Knowledge-Centre/Research-Dossier/2014/January/MCX\\_SX\\_Research\\_Dossier\\_Dec\\_13.pdf](http://www.mcx-sx.com/SX-Content/common/Knowledge-Centre/Research-Dossier/2014/January/MCX_SX_Research_Dossier_Dec_13.pdf)

დღევანელი ინსტიტუციონალური თეორიები კაპიტალიზაციას ფართოდ განიხილავენ და არ შემოიფარგლებიან მხოლოდ კაპიტალის, როგორც ღირებულების აქციონერთათვის საბაზრო ღირებულებითი მნიშვნელობით (Hord 1977:186). ანუ ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევისას იზრდება მათი კურსი, რომლის ძირითადი მოსარგებლენი არიან აქციის მფლობელები. ამასთან დაკავშირებით კაპიტალიზაცია განიხილება აქციის ღირებულების, ანუ აქციონერთათვის ღირებულების თვალსაზრისით. ამ პროცესის სტრატეგიული მნიშვნელობა მდგომარეობს იმაში, რომ საბაზრო ძალები სულ უფრო მეტად ახდენენ კორპორაციულ გადანყვეტილებებზე ზემოქმედებას და აიძულებენ მათ გაზარდონ აქციის ღირებულება აქციონერთა ინტერესების სასარგებლოდ. სწორედ ამ გარემოების შესაბამისად კაპიტალიზაციის პროცესში კრიზისების განხილვა თანამედროვე ეკონომიკური აზრის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მიმართულებაა.

საკამათო არ უნდა იყოს, რომ საფონდოს ბაზრებს აქვთ მნიშვნელოვანი ფუნქციები მაშინაც კი, როდესაც კარგად არის განვითარებული საბანკო სექტორი. საფონდო ბაზარი მენარმეებს უზრუნველყოფს ლიკვიდურობითა და თავიანთი პორტფოლიოს მრავალფეროვანი შესაძლებლობით. აქციებით ვაჭრობა გადმოსცემს ინფორმაციას ფირმების პოტენციური ინვესტორებისა და კრედიტორების შესახებ.

ფირმების საფინანსო არჩევანზე ფინანსური ბაზრის, კერძოდ კი საფონდო ბაზრის განვითარების შედეგი შეიძლება შევადაროთ კაპიტალის სტრუქტურასა და ფინანსური ბაზრის განვითარებას შორის არჩევანის ურთიერთობას. საბანკო კრედიტსა და სააქციო კაპიტალს შორის არჩევანი დამოკიდებულია ქვეყნის ფინანსური ბაზრის განვითარების დონეზე, მაკროეკონომიკურ გარემოზე, ფასიანი ქაღალდების დაბეგვრის წესზე და სხვ. განვითარებად საფონდო ბაზრებში მსხვილი ფირმები უფრო წინაურდებიან საფონდო ბაზრის განვითარე-



ბასთან ერთად, როდესაც მცირე ფირმებზე საფონდო ბაზრის განვითარება მნიშვნელოვნად არ მოქმედებს.

მრავალ განვითარებად ქვეყანაში, სადაც საფონდო ბაზრები განვითარების საწყის ეტაპზეა, ისინი ბანკების განვითარების ალტერნატივას ქმნიან და არსებობს იმის საშიშროება, რომ ისინი ნეგატიურად იმოქმედებს ბანკების განვითარებაზე<sup>1</sup>, მაგრამ როგორც კვლევები გვაჩვენებს, განვითარებულ ქვეყნებში საფონდო ბაზრის განვითარების პარალელურად იზრდება კრედიტების სააქციო კაპიტალთან შეფარდების მაჩვენებელი, რაც ბანკების როლის უპირატეს ზრდაზე მიუთითებს. იმ ქვეყნებში, კი სადაც განვითარებადი საფინანსო სისტემაა, საფონდო ბაზრები და ბანკები სხვადასხვა დამატებით ფუნქციებს ასრულებენ და საფონდო ბაზრის განვითარების მიზნით მიღებული ზომები არსებულ საბანკო სისტემაზე გავლენას ვერ ახდენს.

დღეს მსოფლიოს საფონდო ბაზრები ძალიან სწრაფად ვითარდება და მათი რაოდენობა იზრდება. ამჟამად, ეკონომისტებს არ გააჩნიათ საფონდო ბაზრის განვითარების საერთო კონცეფცია. არსებობს საფონდო ბაზრის ზომის, ლიკვიდურობის, კონცენტრაციის, ცვალებადობის, ინსტიტუციური განვითარებისა და ინტეგრაციის სხვადასხვა მაჩვენებელი, რომლებიც ქმნიან საფონდო ბაზრის განვითარების სურათს, თუმცა თითოეული ეს ინდიკატორი არასაკმარისია რეალური სურათის ასაღწერად. საფონდო ბაზრის განვითარება კომპლექსური და მრავალმხრივი ფენომენია. ცაკლე აღებული რომელიმე ინდიკატორი ვერ მოიცავს ყველა იმ ასპექტს, რომელიც აუცილებელია საფონდო ბაზარზე გადანყვებილების მისაღებად. ამიტომ, საჭიროა მრავალი ინდიკატორის გამოყე-

---

1 საქართველოს სინადვილეში სიტუაცია ამჟამად პირიქითაა. საბანკო სექტორის მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი სრულად არის კონტროლირებული. ბანკები არიან საფონდო ბირჟის, ცენტრალური დეპოზიტარის, რეგისტრატორებისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის თითქმის ყველა საბროკერო კომპანიების მფლობელები.



ნება. ამასთან დგება საკითხი საფონდო ბაზრის განვითარების თითოეული ინდიკატორის ურთიერთკავშირის შესახებ. ცნობილია, რომ მსხვილი საფონდო ბაზრებზე კაპიტალიზაცია არის სწრაფად რეალიზებადი და მეტად ინტეგრირებული, ვიდრე მცირე ბაზრებზე. იმ ქვეყნებს, რომელთაც აქვთ საერთაშორისოდ მიღებული ანგარიშგების სტანდარტები და შეუზღუდავი საერთაშორისო კაპიტალის გარემო, კაპიტალიზაციის პროცესიც სწრაფად წარიმართებ, ხოლო იმ ქვეყნებში კი, სადაც ბაზრებზე იდება მცირე გარიგებები, ნაკლებად არის ინტეგრირებული საერთაშორისო ბაზრებზე და კაპიტალიზაციაც დაბალია.

რამდენადაც საფონდო ბაზრები და ბანკები აღიქმება როგორც კორპორატიული ინვესტიციების დაფინანსების ალტერნატიული მექანიზმები, საფონდო ბაზრის ინდიკატორების უმეტესობა მნიშვნელოვნად არის დაკავშირებული ბანკების განვითარებასა და ეფექტიან ფუნქციონირებასთან, ასევე არასამთავრობო საფინანსო კორპორაციებსა და კერძო სადაზღვევო და საპენსიო კომპანიების საქმიანობასთან.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში ძირითადად გაზიარებულია აზრი იმის შესახებ, რომ საფინანსო სისტემა არის მნიშვნელოვანი ფაქტორი ეკონომიკური ზრდის პროცესებისთვის და მას დიდი როლი აქვს დანაზოგების მობილიზების, კაპიტალის განაწილების სფეროში. თუმცა დისკუსია მიდის იმის შესახებ, თუ რამდენად ეფექტიან ზემოქმედებას ახდენენ საფონდო ბაზრები სანარმოების განვითარებაზე და ეკონომიკის ზრდაზე.

ოქსფორდის უნივერსიტეტის პროფესორები კოლინ მაიერი, ანდრეა პოლო და ჯონ არმური ამტკიცებენ, რომ ყველაზე დიდი საფონდო ბაზრებიც კი უმნიშვნელო წყაროს წარმოადგენს კორპორატიული ფინანსებისთვის (John Armour...2011:25). ჯ. სტიგლიცი ამტკიცებს, რომ ინფორმაციული ასიმეტრია არის ბაზრების ჩავარდნის მიზეზი და საფონდო ბაზრის ლიკვიდუ-

რობა არ გააძლიერებს ფირმების შესახებ ინფორმაციის მოძიების სტიმულს და არც გავლენას ახდენს კორპორატიულ მმართველობაზე. (Joseph E. Stiglitz 2001) გარდა ამისა, დევერუქსი და სმიტი ხაზს უსვამენ იმ გარემოებას, რომ საერთაშორისო ინტეგრირებულმა საფონდო ბაზრების რისკებმა შეიძლება შეამციროს დანაზოგები და შეანელოს ეკონომიკის ზრდის პროცესები (Devereux 1994:535). ლევინის და სარას კვლევების მიხედვით, საფონდო ბაზრის განვითარება და ლიკვიდობა პოზიტიურად მოქმედებს ეკონომიკის ზდაზე და ფინანსური ფაქტორები არიან ეკონომიკის ზრდის ინტეგრაციული ნაწილი (Levine 1992:942).

ატიესა და იოვანოვიჩის კვლევებმა საფონდო ბაზარზე ვაჭრობისა და ეკონომიკური ზრდის შესახებ, გააერთიანა ორი მიმართულება. პირველი, საფონდო ბაზრის განვითარების ინდექსები საფონდო ბაზრის მოცულობის, ვაჭრობისა და ინტეგრაციის შესახებ და მეორე, საბირჟო აქტიურობის სუბიექტური და ფსიქოლოგიური მოტივები, რომლებსაც შეუძლია გავლენა მოახდინოს ეკონომიკის ზრდაზე (Atje 1999:632).

ზოგადად, ლიტერატურაში დამტკიცებულია, რომ ინვესტიციები ადამიანურ კაპიტალში, პოლიტიკური სტაბილურობა და მონეტარული ღონისძიებები, ასევე ფისკალური და სავალუტო პოლიტიკა და საფონდო ბაზრის განვითარების დონე მნიშვნელოვანი ფაქტორებია ეკონომიკის გრძელვადიან ზრდის პროცესში. **საფონდო ბაზრის განვითარებასა და ეკონომიკის ზრდის გრძელვადიან პროცესებს შორის არსებობს პოზიტიური თანხვედრა და მათ შორის ნეგატიური დამოკიდებულება არ შეინიშნება.**

ქართულ სამეცნიერო ეკონომიკური ლიტერატურაში საფონდო ბაზრები არ წარმოადგენს ეკონომიკური მეცნიერების კვლევის ძირითად სფეროს. საბჭოთა პერიოდში კაპიტალიზაციის პროცესი შეუსაბამო იყო იმ პერიოდის იდეოლოგიურ მიმართულებასთან და ქვეყნის კომუნისტურ მოდელთან. ამ-

ან მნიშვნელოვნად იმოქმედა ქართული ეკონომიკური აზრის განვითარებაზე. ფაქტობრივად მხოლოდ 80-იანი წლებიდან გახდა შესაძლებელი სრულიად სხვა ასპექტებით დაეწყო ქართველ მეცნიერებს ამ პრობლემის კვლევა. ბუნებრივია ამ მოკლე პერიოდში კაპიტალიზაციის პრობლემის კვლევა არ შეიძლება გამხდარიყო მრავალფეროვანი. შესაბამისად, საქართველოში კაპიტალიზაციის პროცესის მრავალნახნაგოვანი პრობლემები არ არის შესწავლილი და ძირითადად იგი მხოლოდ ემპირიული მიმოხილვით შემოიფარგლება.

ფაქტობრივად ქართულ სამეცნიერო ლიტერატურაში არ გაკეთებულა თანამედროვე კაპიტალის ევოლუციის ანალიზი, არ არის გამოკვლეული კაპიტალის დაგროვების შემადგენელი ელემენტები, მათი ინტეგრაციულ ზემოქმედება გარდამავალ ეკონომიკაზე და სხვ. იმავდროულად, ეკონომიკური მეცნიერება ჯერ კიდევ ვერ იძლევა სრულად თეორიულ განმარტებას იმ პროცესებისა, რომელიც კაპიტალის ფორმირებისა და დაგროვების და ტრანსფორმაციის კანონზომიერებებს გამოხატავს.

არსებობს მხოლოდ რამდენიმე ნაშრომი, სადაც შესწავლილია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირება-განვითარების ინსტიტუციური გარემო და წესები, ამ ბაზრის რეგულირების თავისებურებები საქართველოში და საფონდო ბაზრის მდგომარეობა. (ჯიბუტი 2004; ჯიბუტი...2004; ასლანიშვილი 2013; კირტავა 2012) ქართველი ეკონომისტების ნაშრომებში ყურადღება ძირითადად გადატანილია პრივატიზების პროცესზე, საფინანსო ინსტიტუტების ფორმირების მნიშვნელობაზე და სახელმწიფოს როლზე (პაპავა 2002, ასათიანი 2005:110-124, პავლიაშვილი 2009); სხვა ნაშრომებში ასახულია საბაზრო ფინანსური ინსტიტუტების ეფექტიანობის საკითხი, ამ სექტორის განვითარებაში სახელმწიფოს ფუნქციები (ჭითანავა 2001:90-94), ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მაკროეკონომიკური რეგულირების საკითხები (გელაშვილი

2006) და სხვ. ქართველი ეკონომისტები ყურადღებას ამახვილებენ ასევე საერთაშორისო ვაჭრობის ორგანიზაციული ფორმების დახასიათებაზე, საერთაშორისო სასაქონლო ბირჟების საქმიანობასა და განვითარების ტენდენციებზე (მესხია 2011:164-186), ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა(ლორთქიფანიძე 2005), საინვესტიციო აქტივობაზე ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით (ბარათაშვილი 2011:247-256) და სხვ.

მთლიანობაში ეს კვლევები გამოირჩევა ემპირიულ-განზოგადებული ხასიათით და აღწერთი მნიშვნელობით, სადაც ორიენტაცია გაკეთებულია საფონდო ბაზრების ფორმირებისა და რეგულირების საკითხებზე. ქართულ ენაზე გამოცემულია რამოდენიმე სასწავლო ლიტერატურა( სვანაძე 1998; ბახტაძე 2006; ქოქიაური 2008 ). აღსანიშნავია ფასიან ქაღალდების ბაზართან სადისერტაციო ნაშრომები (ხუციშვილი 2001; მალაზონია 2001; ჭანკოტაძე 2005; ჯიქიძე 2012), მაგრამ არც ერთი მათგანის სპეციალური შესწავლის საგანი არ არის კაპიტალიზაციის პრობლემები.

## **თავი 2. კაპიტალიზაციის პრობლემები ტრანსფორმაციის პერიოდში**

### **2.1. კაპიტალიზაციის ზემოქმედება ეკონომიკურ ზრდაზე**

ეკონომიკურ ზრდაზე კაპიტალიზაციის პროცესის ზემოქმედებას ადასტურებს ყველა ეკონომიკური კვლევა. საბაზრო ეკონომიკაში ეკონომიკის ზრდას აქვს ორმაგი ზემოქმედება, კერძოდ, ა. გაურკვეველობის 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 უნარის - კაპიტალიზაციისა და ფინანსური ნაკადების ეფექტიანობის ამაღლებას.

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

კაპიტალიზაციის მასშტაბების შესაბამისად ეკონომიკური ზრდა განსხვავებული ხასიათისაა: როდესაც რეალური კაპი-

ტალიზაცია ზრდის სანარმოების აქტივებს და მის ღირებულებას, მაშინ ხორციელდება ნონასწორული ზრდა და ფასები ანონასწორებენ ერთობლივ მოთხოვნა-მიწოდებას, მაგრამ როდესაც ღირებულების ზრდა ხდება ფიქციური კაპიტალის ზრდის ხარჯზე, მაშინ ეკონომიკის ზრდა არ ემყარება სანარმოების განვითარებას და სანარმოების 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 სხვა) როლით და სოციალური ცნობადობით. მთლიანობაში ეს არის ეკონიკური ზრდისა და სტაბილურობის კომპლექსური საკითხი, რომელიც რესურსებისა და არამატერიალური აქტივების ერთობლიობით განსაზღვრავს ეკონომიკის პოტენციურ განვითარებას და კონკურენტუნარიანობას. 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 სანარმოებს კი შეზღუდული რესურსების გამო მარკეტინგული კაპიტალიზაცია შეუძლებელი ხდება. შესაბამისად მათი საბაზრო ცნობადობის გაზრდა მხოლოდ მსხვილ პარტნიორ სანარმოებთან ალიანსის გზით ხდება შესაძლებელი. ხანგრძლივადიანი საკონტრაქტო ურთიერთობებით დაწყებული ვერტიკალური ინ-

ტეგრატიის ჩათვლით მსხვილ ბიზნესთან ალიანსი საშუალებას იძლევა განამტკიცონ მინოდების ჯაჭვი და უზრუნველყონ სანარმოო პროცესის სტაბილურობა, რაც გაურკვეველობის 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 (The Stock Market Casino 2001; Is Stock Market a Casino? 2011), მაგრამ მთლიანად ეს ბაზარი დიდ სტიმულს აძლევს ეკონომიკას როგორც ხანგრძლივ ასევე ხანმოკლე პერიოდში (Petros) უპირველეს 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 კი მისაზიდს ხდის დაბანდებებს, რამდენადაც იგი ნაკლებად რისკიანია, მის მფლობელს აძლევს საშუალებას სწრაფად მიიღოს შემოსავალი და გაყიდოს თუ კი შეეცდება თავისი პორტფელის შეცვლას. ამასთან კომპანიებს კი მუდმივად ექნებათ ნვდომა კაპიტალისადმი, მიუხედავად იმის, რომ მისი მფლობელები სწრაფად იცვლებიან. ამდენად ხანგრძლივ პერიოდში კაპიტალის გადანაწილებით ხდება კომპანიების პერსპექტივების გაძლიერება და საფონდო ბირჟებზე კაპიტალის ლიკვიდობა კი ზრდის ასევე ინვესტირების შესაძლებლობებს. არ-

სებობს განსხვავებული მოსაზრებაც ლიკვიდობის ეკონომიკური 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 (Charles Amo Yartey). საფონდო ბირჟების ასეთი სუსტი მხარეები კი კითხვის ქვეშ აყენებს ამ ინსტიტუტის როლს ეკონომიკის ზრდაში, თუმცა ამით არ შეიძლება მის ეკონომიკური ზრდაში მნიშვნელობის დაკნინება. საერთაშორისო სტატისტიკის მიხედვით, ახალ ბაზრებზე კერძო ინვესტიციები შეადგენდა 2008-2012 წლებში მთლიანი გლობალური ინვესტიციების 10-11 პროცენტს, ხოლო ამავე ბაზრებზე კი საინვესტიციო ფონდები გაიზარდა 13 პროცენტიდან 20 პროცენტამდე (<http://empea.org/research/data-and-statistics/1h-2014-em-pe-industry-statistics>).

კაპიტალიზაციის ზემოქმედებაზე ეკონომიკურ ზრდაზე რამდენიმე ძირითადი მაჩვენებლის მიხედვით შეიძლება ვიმსჯელოთ:

ა. საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობის მთლიანი ღირებულების შეფარდებათ მშპ-თან. რაც უფრო ადვილია ვაჭრობა და გამჭვირვალეა 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 ინვესტორ-



თა 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.

დ. გასათვალისწინებელია ფუნდამენტური ეკონომიკური და პოლიტიკური ფაქტორები, რომლებიც შესაძლოა ხელს უშლიან საფონდო ბაზრის ლიკვიდურობას და კაპიტალიზაციას.

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 (Levine). სხვები კი საფონდო ბაზრების ეფექტიანობას (Petros). საერთო მათ შორის არის ის, რომ ორივე მკვლევარი ეკონომიკის ზრდის წინაპირობად მიიჩნევს 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 საფუძველზე დამტკიცებული. სხვა კვლევები ამტკიცებენ პოზიტიურ კავშირს ეკონომიკასა და საფონდო ბირჟის განვითარებას შორის. (Mohtadi; Levine 1998:536-558) 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 ინსტიტუცი-

ურად უფრო ლეგალიზებულია ეკონომიკა (Durham 2002:211-232).

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 (Levine 1998:537-555).

ცნობილი მკვლევარი, ფრედერიკ მიშკინი ამტკიცებს, რომ ფინანსურ ლიბერალიზაციასთან ერთად ვითარდება ტრანსფარენტულობა და ანგარიშგებიანობა, რაც ამცირებს საბაზრო და მორალურ რისკებს. ეს კი თავის მხრივ, ამცირებს სესხის მიღების დანახარჯებს, ზრდის ლიკვიდურობას და საფონდო ბაზრის მოცულობას (Mishkin 2001).

ერთ-ერთი გამოკვლევა ეხება განვითარებად ბაზრებზე ეკონომიკის ზრდის, ფინანსური ლიბერალიზაციისა და უცხოური ინვესტიციების პორტფელის ურთიერთდამოკიდებულებას, ამ კვლევის თანახმად ეს ფაქტორები არიან ყველაზე მნიშვნელოვანი საფონდი ბაზრის განვითარებაში (El-Wassan 2005: 227–261).

ჯ. სტიგლიცი აყენებს კითხვის ნიშნის ქვეშ საფონდო ბირჟის როლს ინფორმაციული ასიმეტრიის გაუმჯობესებაში და ამტკიცებს, რომ საფონდო ბირჟები იძლევა ინფორმაციას ფასების სწრაფი ცვლილებების გზით, რაც ამცირებს ინვესტორების სურვილს ძვირადღირებული კვლევების გზით მოიპოვონ სათანადო ინფორმაცია (Stiglitz 1985).

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 ერთმნიშვნელოვანი.

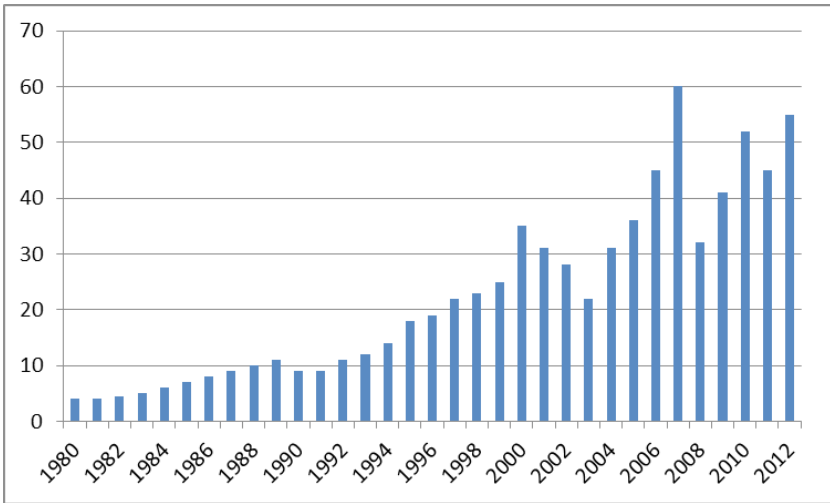
ამასთან ისმის კითხვა, თუ რამდენად დამოუკიდებელი და

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 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 (Levine 1996:9). 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 კაპიტალდაბანდებების ეფექტიანობის შესახებ, რომელიც თავის გავლენას ახდენს ინვესტორის არჩე-

ვანზე - 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).

გრაფიკი

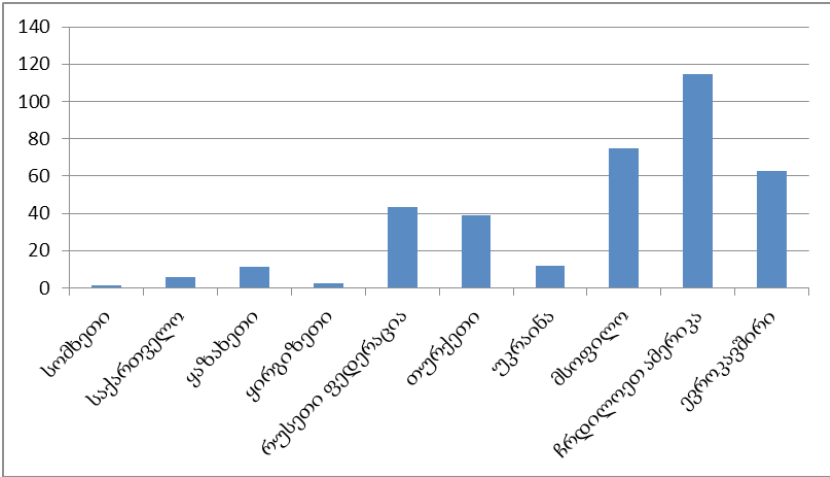
**მსოფლიო საფონდო ბაზრების კაპიტალიზაცია  
(1980-2012, წ.წ.) (ტრილიონი აშშ დოლ)**



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 ახალადადმოცენებულ 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 პროცენტია, ხოლო მსოფლიოში საშუალოდ კი -74.8 პროცენტია. (იხ გრაფიკი)

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 დამტკიცებულია ისიც, რომ ბაზრების ლიკვიდობა არის ერთდროულად საფონდო ბირჟებზე გარიგებების ზრდისა და სასახო კაპიტალის გაფართოების მიზეზიც და კორპორაციების სესხებისა და აქციების თანაფარდობს იზრდება საბაზრო ლიკვიდობასთან ერთად. საფონდო ბირჟები ავსებენ, მაგრამ არ ცვლიან საბანკო სესხებს (Levine 1996:10).

ყოველივე ამის შემდეგ იბადება კითხვა, თუ რა უნდა გააკეთოს ხელისუფლებამ იმისათვის, რომ განავითაროს საფონდო ბაზარი. ბუნებრივია, საფონდო ბირჟების საქმიანობაზე ზემოქმედებს მრავალი ინსტიტუციონალური ფაქტორი, მათ შორის ქვეყნის ფისკალური პოლიტიკა, ბიზნესის რეგულაცი-

ები და სხვ. ბაზრის ეფექტიანობა დამოკიდებულია იმაზე, თუ რამდენად ადვილად 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 ხანგრძლივვადიანი 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 (Doing Business 2014:189), 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.

## **2.2. პრივატიზება - კაპიტალიზაციის პირობა**

### **2.2.1. პრივატიზება და კაპიტალიზაცია**

პრივატიზაცია როგორც სახელმწიფო საკუთრების კერძო სექტორზე გადაცემის პროცესი კაპიტალიზაციის განვითარებას ემსახურება და მისი ეფექტიანობა დამოკიდებულია სახელმწიფო პოლიტიკის მიზნებზე, ბაზრის გარემოსა და გასაყიდი კომპანიის მახასიათებლებსა და ზომაზე. საჯარო შეთავაზება საფონდო ბაზრის საშუალებით გამოყენებული უნდა იყოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გაფართოებისთვის,

ლიკვიდურობისა და ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებისათვის. მაგრამ, იმ შემთხვევაში, როდესაც ფასიანი ქაღალდების ბაზრები არასათანადოდაა განვითარებული, რთული ხდება ინსტიტუციური ინვესტიციების 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 შიდა პროდუქტის პროპორციულად სწრაფად იზრდება (Boutchkova 2000:5,12-13).

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 (Sheshinski 2003: 429).

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 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 თავისებურება 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 განხორციელად ძირითადად ადგილობრივი მოსახლეობის მიერ, რომლის დანაზოგების დონე საკმაოდ სუსტი იყო. ამან განაპირობა მისი შემდგომი ზრდის პროცესის შეფერხება წარმოების ფაქტორების განვითარებისათვის სათანადო სახსრების შეზღუდულობი 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 რესტრუქტურისაცია 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 (Papava...2007:85)

## **2.2.2. პრივატიზების ფორმები და ეტაპები**

### **2.2.2.1. პრივატიზება უფულოდ**

#### **2.2.2.1.1. მუხრული პრივატიზება**

გასული საუკუნის 90-იან წლებში, სოციალისტური სისტემის ნგრევამ და საბჭოთა კავშირისა და სხვა სოციალისტური სახელმწიფოების საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის სურ-

ვილმა დლის წესრიგში დააყენა სახელმწიფოს ხელში არსებულ ე.წ. სახალხო მეურნეობის ობიექტების განსახელმწიფოებრიობის ამოცანა.

ამ აუცილებელი ამოცანის გადაჭრის პირველ ეტაპს, რომელიც ადრეულ 90-იან წლებში დაიწყო, ახლდა ე.წ. ვაუჩერული პრივატიზაცია, აქციების უფასოდ და შეღავათებით გაცემის სხვა სქემები.

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 კაპიტალდაბანდებები, 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 გაუხანჩლდათ ვაუჩერები საწარმოებში დასაბანდებლად. დაიწყო მსხვილი საწარმოების პრივატიზება სააქციო საზოგადოებებად გარდაქმნით, თუმცა ეს საწყის ეტაპზე ძირითადად განხორციელდა პოლიტიკური მიზნებისათვის (ძირითადად საერთაშორისო ფინანსური 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 გაუმჭვირვალობა, კადრების ნაკლებობა და სხვ პრობლემები ვერ ქმნის შიდა ინვესტორთა დაინტერესებას, შესაბამისად გაძნელდა საფონდო ბირჟის ფორმირებაც.

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 უმრავლესობა არ გააჩნდა შემოსავლები. ხოლო „განანილებული ვაუჩერების მფლობელთა წრე კი სულ უფრო მცირდებოდა, რამდენადაც ისინი მიყიდდნენ მათ საწარმოს ხელმძღვანელებს. გაყიდული საწარმოების დიდი ნაწილი გაბანკროტდა და ნაწილ-ნაწილი გაიყიდა როგორც ჯართი. მათ არ გააჩნდა შესაბამისი ინტიტუციონალური ინფრასტრუქტურა

მსხვილი საწარმოები, რორმელთა პრივატიზებას 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 მესაკუთრებისათვის გარკვეული პერიოდის განმავლობაში ასეთი საწარმოების მიერ წარმოებული საქონლის იმპორტი თავინთი ქვეყნებიდან უფრო მომგებიანი შეიძლება აღმოჩენილიყო, ვიდრე მათ მიერ სა-

ქართველოში 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 ფუნაქციონირებისათვის 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 დაექვემდებარებულიყო არა პოლიტიკურ გადაწყვეტილებას, არამედ კაპიტალიზაციის ეკონომიკურ პროგნოზირებას.

აუცილებელი ხდებოდა სააქციო საზოგადოებების ასამუშავებლად აქციონერებზე ზრუნვა კორპორაციული მართვის გამოცდილი მეთოდების შემოღებით და ასეთი საწარმოების საქმიანობის გამჭვირვალობის ამაღლებით.

წინამდებარე ნაშრომის მიზანს არ წარმოადგენს პრივატიზების უფრო დაწვრილებითი ანალიზი, მისი დადებითი თუ უარყოფითი მხარეების წარმოჩენა, მითუმეტეს, რომ ამ თემატიკას ეძღვნება დასავლეთის და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნების მკვლევართა ნამუშევრები, რომელთა ნუსხა 40 000(!) დასახელებას აღემატება.

უფრო მოგვიანებით, 90-იანი წლების ბოლოს, მოხდა დასავლეთის, კერძოდ, მსოფლიო ბანკის წამყვანი მკვლევარების

მიერ მიღებული შედეგების შეჯამება. მიღებული დასკვნები (Albert 1993; Aoki...1995; Coffee 1996) მასობრივი პრივატიზაციის პირველი ეტაპის შესახებ, მკვეთრად ნეგატიური იყო. ამ ეტაპში, ძირითადი სიახლე და პოსტკომუნისტური სივრცისათვის განსაკუთრებით უცხო ელემენტი, პროცესში საინვესტიციო ფონდების მონაწილეობა იყო. შესაბამისად, პირველ ეტაპზე მიღებული ყველა უარყოფითი შედეგი ამ ფონდებთან, უფრო ზოგადად კი ვაუჩერებთან გაიგივდა. კერძოდ, აღინიშნა, რომ ვაუჩერულმა ფონდებმა ჩაანაცვლეს ეკონომიკა რეალური სექტორიდან არარეალური ფინანსური სექტორისაკენ. პრივატიზაციის პირველი ეტაპის გრძელვადიანი შედეგი იყო დე ფაქტო რეალური სექტორის დეკაპიტალიზაცია, რის სანაცვლოდ ხდებოდა მოკლევადიანი რენტისაკენ გამიზნული გარიგებების დადება ფონდის მენეჯერებსა და კომპანიის ხელმძღვანელებს შორის.

სამართლიანობა მოითხოვს აღინიშნოს, რომ ყველა ამ ნეგატიურ მოვლენას დასაბამი ეძლეოდა პრივატიზაციის დაწყებამდე. მეტიც, ფაქტობრივად საპრივატიზაციო ბაზარს უკვე გაძარცვული ობიექტები მიეწოდებოდა, ხოლო იქ, სადაც ჯერ კიდევ არსებობდა ადვილად მისათვისებელი და ღირებული მატერიალური თუ ფინანსური რესურსი, საპრივატიზაციო ობიექტების ნუსხაში ასეთი ობიექტების დიდი ნაწილის შეტანა ყოვნდებოდა.

კორპორაციული მფლობელობის მკაცრი კონტროლის გარეშე, საწარმოების მენეჯერებმა „კარგად“ გამოიყენეს პოსტსოციალისტური ვერსია „მფლობელობისა და კონტროლის“ გაყოფის შესახებ და ჯამაგირის, ბონუსების, გარე გარიგებების მეშვეობით, ფაქტიურად, გაძარცვეს წარმოებები. ამრიგად, ეს ორმხრივი „ძარცვის ფიესტა“ – ერთის მხრივ, ადგილობრივი თუ ცენტრალური ხელისუფლების და მეორეს მხრივ, საწარმოთა ხელმძღვანელების მიერ, რომელთა თამაშის წესი გაიზიარეს ფონდების მენეჯერებმაც -საწარმოო სექტორის საერთო სტაგნაციისა და დეკაპიტალიზაციის ფონზე,

წარმოადგენდა პრივატიზაციის პირველი ანუ პირობითად, ვაუჩერული ეტაპის მთავარ უარყოფით შედეგს.

აქედან გამომდინარეობს ის ნეგატიური დამოკიდებულება, რომელიც არსებობს ზოგადად ვაუჩერული პრივატიზაციის მიმართ და ამ მეთოდის სრული უარყოფის სურვილი.

უფრო ყურადღებით დავაკვირდეთ თვით პრობლემას, რომელიც დადგა მთელ პოსტკომუნისტურ სივრცეში: სოციალიზმის უარყოფა და საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლა აუცილებლობით იწვევდა 70 წლის განმავლობაში დაგროვილი უზარმაზარი სახელმწიფო ქონების მოკლე დროში კერძო მესაკუთრის ხელში გადაყვანის ამოცანის გადაჭრის სურვილს.

ამრიგად, პრობლემა პრივატიზაციის გარკვეულწილად ვაუჩერული განხორციელება კი არ გახლავთ, პრობლემა თავად პრივატიზაციაა.

არც ჩვენ ეკონომისტებს (და არც მათ დასავლეთელ მრჩეველებს) საქმე წინათ არ ჰქონიათ ისეთ ფენომენტთან, როგორიცაა უზარმაზარი სოციალისტური ბანაკის დემონტაჟი. ეს საკითხი არ იყო გამოკვლეული ეკონომიკურ ლიტერატურაში და, მითუმეტეს, არ არსებობდა პრაქტიკული გამოცდილება. ამიტომ, მოსალოდნელი შედეგების პროგნოზირება ძალზე ძნელი აღმოჩნდა.

იმ დაძაბულ სოციალურ გარემოში, რომელიც გამოიწვია უზარმაზარი სოციალისტური ბანაკის ეკონომიკის რღვევამ, კავშირების განწყვეტამ, სტაგნაციამ, პირველ პლანზე პრივატიზაციის სოციალური სამართლიანობა წამოწია: მოსახლეობის ყოველ წევრს უნდა მიეღო ერთობლივი სოციალისტური ქონების გარკვეული წილი. ამიტომ, მიღებულ იქნა გადაწყვეტილება ქონების მცირე ნაწილი გადაცემულიყო უფასოდ ან შეღავათით, მეორე ნაწილი (ისიც საკმაოდ მცირე) პრივატიზებულიყო ვაუჩერის მეშვეობით.

მკვლევარების დიდმა ნაწილმა ჩათვალა, რომ სწორედ ეს იყო ვაუჩერის შემოღების საფუძველი.

გავაანალიზოთ ამ გადაწყვეტილების ზოგადი ეკონომიკური შინაარსი.

როგორც ცნობილია, სახელმწიფოს ხელთაა მაკროეკონომიკური ქმედების ორი ფართო შესაზღებლობა: 1) გადაწყვეტილებები, რომლებიც მოქმედებენ საქონლისა და მომსახურების მოთხოვნაზე (მოთხოვნის მხარე) და 2) გადაწყვეტილებები, რომლებიც მოქმედებენ მიწოდებაზე (მიწოდების მხარე).

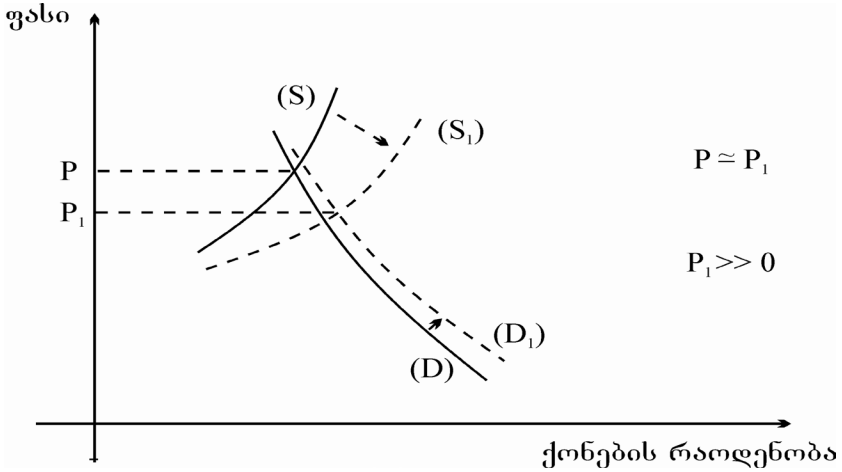
როგორც ცნობილია, მეორე მსოფლიო ომის შემდგომ პერიოდში პირველად და მთავარ ინტერესს იპყრობდა „მოთხოვნის მხარის“ გადაწყვეტილებები, რომელთა „გულს“ ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკა წარმოადგენდა.

80-იანი წლებიდან მზარდი ყურადღება „მიწოდების მხარის“ ეკონომიკამ მიიპყრო (რაც, ფართო გაგებით, ეკონომიკის პროდუქტიულობის მოცულობის ზრდას უფრო გულისხმობს, ვიდრე წარმოებული პროდუქციის და მომსახურების მოთხოვნის ზრდას). „მიწოდების მხარის“ ეკონომისტები ყურადღებას აქცევენ სამუშაოს მოტივაციას, ინოვაციებს, დაბეგვრის სისტემის მართვას და ა.შ. მიზანი მდგომარეობს იმაში, რომ შეიქმნას ისეთი გარემო, როცა სამუშაო ძალასა და კაპიტალის მფლობელებს ექნებათ მაქსიმალური მოტივაცია და შესაძლებლობა, აწარმოონ მეტი საქონელი და განავითარონ წარმოება.

პრივატიზაცია, როგორი ფორმითაც უნდა ჩატარებულიყო იგი (ვაუჩერით თუ ნაღდ ფულზე), სწორედ „მიწოდების მხარის“ ეკონომიკური ქმედებაა. მის ავტორებს სურდათ, რომ განესახელმწიფოებინათ საწარმოები, გადაეყვანათ მათი მფლობელობა კერძო ხელში, რაც მათი აზრით ხელს შეუწყობდა და სწორედ მოტივაციის და წარმოების მოცულობის ზრდას.

მეორეს მხრივ, საწარმოების ზრდა, მოტივაციის ამაღლება, და რაც ძალიან მნიშვნელოვანია, უცხოური ინვესტიციების მძლავრი შემოსვლა (ეს უკანასკნელი კი, იმ დროს, პრივატიზაციის პროცესის დაწყებამდე ისეთ უტყუარ ფაქტად ითვლებოდა, რომ მასში ეჭვი არავის შეჰქონდა (!)) მოთხოვნას

შეინარჩუნებდა ან შესაძლოა გაეზარდა კიდევ. თუ გავითვალისწინებთ რესურსების სიიაფესაც, საკმაოდ რეალისტურად გამოიყურებოდა შემდეგი მაკროეკონომიკური სურათი



ნახ. 1

სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მოხდებოდა (S) გადაადგილება (S<sub>1</sub>) (არც თუ ისე დიდი), სამაგიეროდ (D)-ს გადასვლა (D<sub>1</sub>) უზრუნველყოფდა P<sub>1</sub>-სა და P-ს სიახლოვეს და ამიტომ, ეკონომიკურ სტაბილურობას მომავალი კარგი პერსპექტივებით (აქ და შემდეგში S მიწოდების მრუდია, D – მოთხოვნის, P კი წონასწორული ფასი).სამწუხაროდ პროგნოზი არ გამართლდა და ამას რამოდენიმე მიზეზი ჰქონდა.

პირველი, ბაზარზე გამოვიდა ისეთი დიდი მოცულობის ქონება, რომ დიდი, მაღალგანვითარებული ქვეყნის ღრმა და ფართე ბაზარიც ვერ აიტანდა მიწოდების ასეთ ზრდას მცირე დროის ინტერვალში. მართალია, ვაუჩერიზაციამ, აქციების უფასოდ და შეღავათიანად გაცემამ შეარბილა ეს პროცესი, მაგრამ აქ ამოქმედდა მეორე მექანიზმი. გავიხსენოთ, რომ



ახალი აქციონერების მენტალიტეტი ძველებური, საბჭოური დარჩა. მათ არ ესმოდათ, რომ აქციონერს აქვს უფლებები, ამ უფლებებს დაცვა და განვითარება უნდა. უდიდესი უმრავლესობა ახალი მეპატრონეებისა სწრაფად, იაფად და უშურველად ეთხოვებოდა აქციებს და ვაუჩერებს.

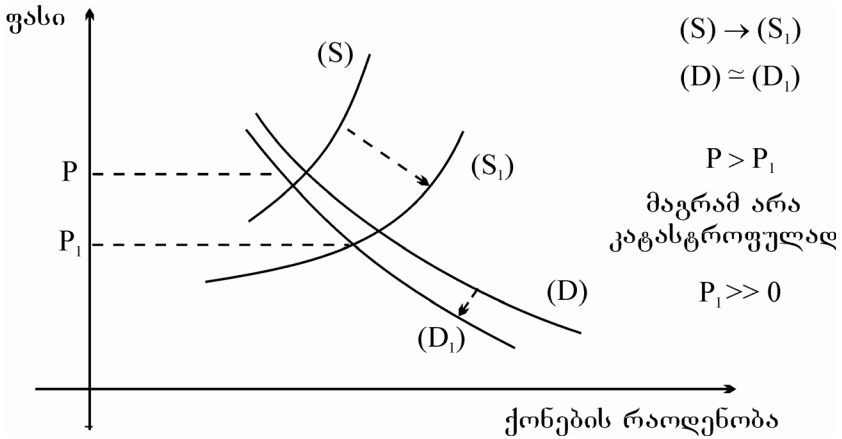
მესამე, უცხოელი ინვესტორი ფრთხილად მოეკიდა რეალურ სექტორში ინვესტირების პროცესს. როგორც წესი, ახალ სივრცეში, მხოლოდ ფინანსური ინვესტიციების საკმაოდ გრძელვადიანი და წარმატებული პერიოდის შემდეგ ხორციელდება ინვესტიციები რეალურ სექტორში. ამასთან, ჩვენი აზრით, ჯეროვანი ყურადღება არ მიექცა ე.წ. ქვეყნის რისკს (იხ. მაგ. **Sounders 2000**). ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა ინდექსის მიხედვით (სიდიდე დაფუძნებულია მსხვილი მრავალნაციონალური ბანკების საკრედიტო ოფიცრების დასკვნებზე და აფასებს ქვეყნის დეფოლტის ალბათობას 100 ქულიანი სისტემით – 0 შეესაბამება გარდაუვალ დეფოლტს, 100 კი – დეფოლტის შეუძლებლობას), 1998 წლის მონაცემებით, საქართველო 136 ქვეყნიდან 128-ე ადგილზე იყო, ინდექსის მნიშვნელობით 10,6. ინდექსის სიდიდით იგი უსწრებდა მხოლოდ ისეთ ოდიოზურ ქვეყნებს, როგორებიცაა იუგოსლავია (მილოშევიჩის), სუდანი, ერაყი (სადამ ჰუსეინის), ლიბერია, კონგო, ავღანეთი, სიერა ლეონე და ჩრდილოეთ კორეა. შედარებისათვის მოვიყვანოთ სხვა ქვეყნების ინდექსის სიდიდე: შვეიცარია - 92,6; აშშ - 92,6; ლატვია - 34; რუსეთი - 31,2; უკრაინა - 20,5; უზბეკეთი - 19,6.

გავიხსენოთ, აგრეთვე, ქვეყნის საინვესტიციო რისკის განსაზღვრის ცნობილი დისკრიმინაციული მოდელი, რომელიც ეფუძნება შემდეგ ხუთ ძირითად ფინანსურ ფარდობას: **Debt service ratio; Import ratio; Investment ratio; Variance of export revenue; Domestic money supply growth.**

ჩატარებული დისკრიმინაციის შედეგად, საქართველო ყოველთვის P1 (ცუდ) კლასში ხვდებოდა, აქედან გამომდინარე

ყველა ცნობილი პრობლემებით, რომელსაც უცხოელი ინვესტორი აწყდებოდა საქართველოში (და არა მარტო საქართველოში). ამიტომ, უცხოური ინვესტიციების მკვეთრი ზრდის მოლოდინი არ იყო მართებული და მითუმეტეს, იმის პროგნოზი, რომ უზარმაზარი საპრივატიზაციო ქონება უცხოელ ინვესტორთა ხელში გადავიდოდა, მცდარი იყო.

ამიტომ, რეალურად, მიწოდება მნიშვნელოვნად გაიზარდა, მოთხოვნის მრუდის ფაქტიური უცვლელობის პირობებში



ნახ. 2

ზემოთქმულიდან ჩანს, რაოდენ რთულია პრობლემა – აუცილებელი პრივატიზაციის ჩატარება პოსტსოციალისტურ სივრცეში. ჩვენის აზრით, როგორი მეთოდითაც უნდა ჩატარებულიყო პრივატიზაცია, პირველად შედეგს ყოველთვის (!) უარყოფითს მივიღებდით. ვაუჩერული პრივატიზაცია იმ პირობებში, ალბათ ოპტიმალური გადანწყვეტილება იყო, ამიტომ იმის მტკიცება, რომ ვაუჩერული პრივატიზაცია შეცდომა იყო არამართებულია.

კიდევ ერთხელ ვიმეორებთ – თვით პრივატიზაციის პრობლემა ძნელად გადასაჭრელი (სანინალმდეგოდ შეიძლება მოვიყვანოთ ირლანდიის მაგალითი, სადაც პრივატიზაციამ გართულებების გარეშე, წარმატებით ჩაიარა, მაგრამ იქ გადასვლა იყო კაპიტალიზმიდან – კაპიტალიზმში, ჩვენს შემთხვევაში კი სოციალიზმიდან – კაპიტალიზმში. ეს კი პრინციპული სხვაობაა!).

### **2.2.2.1.2. უსასყიდლო პრივატიზება**

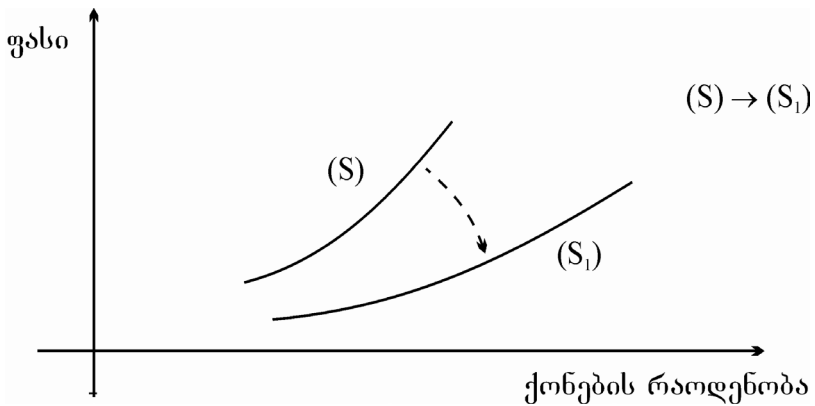
პრივატიზება უფასოდ განხორციელდა სამ შემთხვევაში: პირველი, როდესაც ბინები მოსახლეობას „მფლობელობიდან“ გადაეცათ კერძო საკუთრებაში, მეორე, საწარმოთა აქციონერების დროს სააქციო კაპიტალის ნაწილი უფასოდ გადაეცა კოლექტივს და მესამე, როდესაც ე.წ. პირად დამხმარე მეურნეობები და დადგენილ ნორმამდე შემავსებელი მიწის ნაკვეთები კომლს და მიწის ნაკვეთები სოფელთან კავშირის მქონე მოსახლეობას დადგენილი ნორმებით გადაეცათ უფასოდ კერძო საკუთრებაში. უფასო აქციების ბედი ძირითადად წარუმატებლად განვითარდა საფონდო ბაზრის განუვითარებლობისა და იმის გამო, რომ სააქციო საზოგადოებათა პირველი ნაკადის საწარმოებმა ვერ შეძლეს ტრანსფორმაცია და გაკოტრდნენ. ხოლო იქ რომლებიც გადარჩნენ საკონტროლო პაკეტის მფლობელმა პარტნიორებმა ყველაფერი გააკეთეს მცირე აქციონერების გამოსადეგნად. ამას ხელი შეუწყო 2008 წელს განხორციელებულმა საკანონმდებლო ცვლილებებმა, როდესაც მცირე აქციონერებს კანონით დაევალებათ მიეყიდათ მსხვილი აქციონერებისათვის თავიანთი აქციები ამ უკანასკნელთა სურვილის მიხედვით და ფაქტობრივად მათი პირობებით. ბინების პრივატიზება ერთჯერადი აქტი იყო და სწრაფად დასრულდა თუ არ ჩავთვლით საკუთრების გაფორმების პროცედურებთან დაკავშირებულ სირთულეებს. რაც

შეეხება მინების საკითხს ის ჯერაც დაუსრულებელია. უფასოდ გადაცემული მინების 70 % არაა რეგისტრირებული. ამ დროს დანყებულია მინების ფულით პრივატიზება რაც წარმოშობს ბევრ პრობლემას, რაც საბოლოო ჯამში სოფლის მეურნეობის წილის მთლიან შიდა პროდუქტში 5-ჯერ შემცირებაში გამოიხატა. პრივატიზაციას რომ კაპიტალიზაციისათვის აუცილებელი, მაგრამ არასაკმარისი მნიშვნელობა აქვს მის ფორმას კი არსებითი გავლენა აქვს პრივატიზებული ობიექტის ფასზე და ლიკვიდურობაზე. მოცემული ისტორიიდანაც ჩანს. ბინების კაპიტალიზაცია მათ პრივატიზებასთან ერთად მოხდა. დღეს თბილისის არაპრესტიჟულ ადგილას ერთოთახიანი ბინა მრავალსართულიან კორპუსში 30-60 ჰა სასოფლო-სამეურნეო სავარგულის ექვივალენტია ღირებულიებით.

### 2.2.3. პრივატიზება ფულით

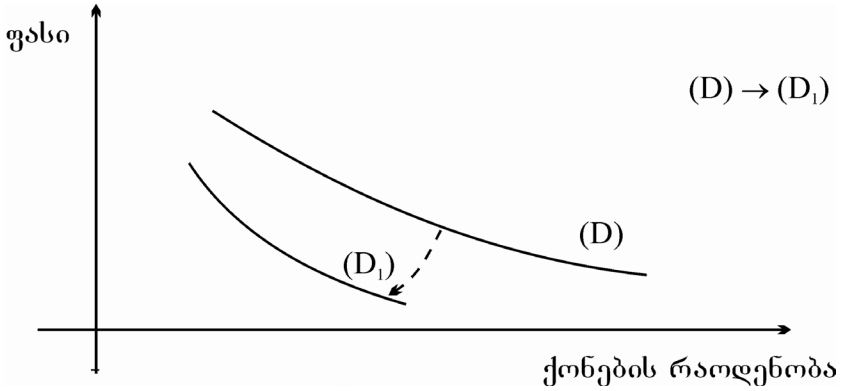
სწორედ ამ ფონზე გაჩნდა იდეა, ვაუჩერული პრივატიზაციის მეორე ეტაპის ჩატარების მაგივრად, სახელმწიფოს პრივატიზაცია ნაღდ ფულზე ჩატარებინა. მოხდა აქცენტების ჩანაცვლება: ზოგადად პრივატიზაციის პრობლემების სირთულიდან გამომდინარე, უარყოფითი შედეგები დაბრალდა ფაქტიურად ერთადერთ შემარბილებელ მექანიზმს - ვაუჩერულ პრივატიზაციას. ეს გადანყვეტილება (ფულით პრივატიზაცია) უკვე საფუძველშივე მცდარი იყო. ძირითადი მოტივი, რაც იდგა მის უკან, მდგომარეობს იმაში, რომ საწარმოების გაყიდვიდან შემოსული დიდი ოდენობით ფული, რომელიც მიმართული იქნებოდა ბიუჯეტის შესავსებად (რაც თავის მხრივ შეცდომაა და ცალკე კვლევის თემა!), ერთი შეხედვით, უამრავ დამატებით დადებით შედეგს გამოიღებდა. სწორ და დიდი სარგებლობის მომტან გადანყვეტილებად მიიჩნეოდა. რეალურად კი ამ მცდარმა მაკროეკონომიკურმა გადანყვეტილებამ

საფონდო ბაზარზეც სრულიად სანინალმდეგო შედეგებამდე მიგვიყვანა, რაც უფრო იმის ბრალია, რომ ვაუჩერებისა და უფასო აქციების გარეშე მოთხოვნის უზრუნველყოფა გადახდისუუნარო მოსახლეობას დაანვა. მეორეს მხრივ, ფულით და არა ვაუჩერული პრივატიზაციით გამოწვეულმა წარმოების დეკაპიტალიზაციამ, საბოლოოდ შეურყია რწმენა, როგორც შიგა ისე გარე ინვესტორს. შედეგად, მივიღეთ ე.წ. „მინოდების შოკი“ – მინოდების მრუდის მკვეთრი ჩანაცვლება „ქვემოთ და მარჯვნივ“. უფრო მეტიც, გასაგები მიზეზების გამო, მოხდა (S) მრუდის ელასტიურობის ზრდა.



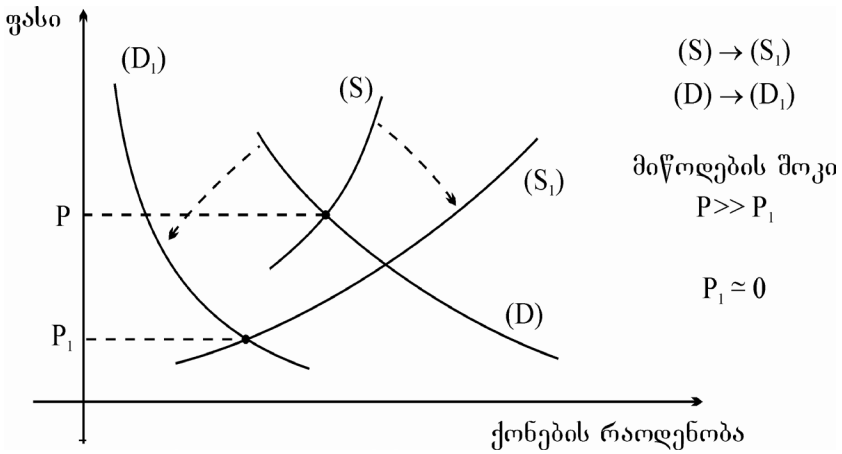
ნახ. 3

ამ ფონზე, შესაბამისად, გადახდის უნარი, რომელსაც ასე თუ ისე ვაუჩერი ინარჩუნებდა, მკვეთრად შემცირდა და ე.ი. მოთხოვნის მრუდი უფრო „ხისტი“ გახდა, ე.ი. დაკარგა ელასტიურობა.



ნახ. 4

ნახ. 3 და 4-დან გამომდინარეობს საბოლოო შედეგის ამსახველი სურათი

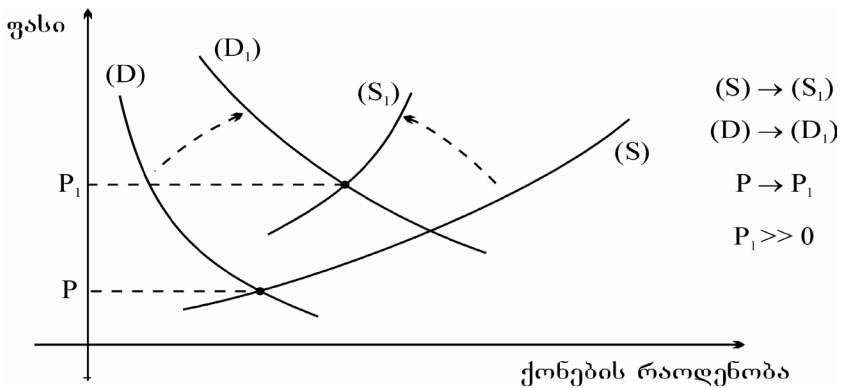


ნახ. 5

ყველაფერმა ამან გამოიწვია ნულოვანი აუქციონები, გაფასურებული ქონება, შეუვსებელი ბიუჯეტი და ა.შ., ფასი

დაეკარგა ადრე პრივატიზებულ, უკვე კერძო ქონებასაც. ახალ წარმოებებს არ აღმოაჩნდა არც შინაგანი რესურსი და მათ ვერც საბანკო რესურსის მოზიდვა შეძლეს (გირავნობის თითქმის ნულოვანი დონის გამო), რამაც გამოიწვია ახალი ტექნოლოგიების შექმნის შეუძლებლობა, წარმოების გაჩერება (არ ამოქმედება) და ა.შ. დასახული მიზნებიდან ვერც ერთი ვერ განხორციელდა, ბიუჯეტმაც კი ვერ მიიღო თვისობრივად არასწორი სახსრები, ადრეულ ეტაპზე პრივატიზებული ქონების გაუფასურების გამო ბევრი ახალფეხადგმული საწარმოც გაკოტრდა.

თუ გავთავისუფლდებით საპრივატიზებო ვაუჩერისადმი უარყოფითი განწყობისაგან შეიძლება დავუბრუნოთ ეკონომიკურ აქცენტებს სწორი განლაგება, რაც იმას ნიშნავს, რომ ვალიაროთ პრივატიზაციის ზოგადი პრობლემის სირთულე, ხელახლა აღმოვაჩინოთ ვაუჩერული პრივატიზაციის დადებითი მხარეები და შევეცადოთ უარყოფითი მხარეების განეიტრალება, ხოლო ფულით პრივატიზაცია უთუო შეცდომად შევაფასოთ. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მიწოდების და მოთხოვნის მრუდები უნდა გადავანაცვლოთ უკუმიმართულებით.



ნახ. 6

უპირველეს ყოვლისა შევნიშნოთ, რომ პრაქტიკულად მართვას მოკლებული და ამ ეტაპზე საპრივატიზაციოდ მიზანშეწონილი, დარჩენილი სახელმწიფო ქონების ნუსხა ჯერ კიდევ შთამბეჭდავია (მომავალში, როცა ქვეყანა მოძლიერდება და სიმძლავრეების ცივილიზებული მართვის უნარს შეიძენს, უნდა ვიგულისხმოთ, რომ დღის წესრიგში შეიძლება მათი ნაწილის „რეპრივატიზაციის“ საკითხი დადგეს). იგი ჯერ კიდევ მოიცავს უამრავ ობიექტს, მინებს და სხვა. მეტად მნიშვნელოვანია მინისა და საერთოდ ბუნებრივი სიმდიდრეების კაპიტალიზაციის შესაძლებლობები.

როგორ განვახორციელოთ ეს? **იდეა მარტივი და ინოვაციურია: შემოღებულ იქნას საპრივატიზაციო ფული, რომელიც იქნება კანონიერი გადახდის საშუალება მხოლოდ საპრივატიზაციო ობიექტის შეძენის დროს.**

შემოთავაზებული იდეა ადვილი განსახორციელებელია, არ მოითხოვს ახალ მნიშვნელოვან დაფინანსებას, არაინფლაციურია, თვითრეგულირებადია, არ მოითხოვს მონიტორინგს, მიმართულია საგადასახადო ბაზის გაფართოებისაკენ (და ე.ი. ბიუჯეტის შევსებისაკენ), მარტივი აღსაქმელია და ამიტომ იმსახურებს ნდობას.



### თავი 3. კაპიტალიზაციის ინოვაციური სისტემა

საბაზრო ეკონომიკის საწყისებზე ქვეყნის გარდაქმნისას, უმთავრესი დატვირთვა პრივატიზაციას ანუ კაპიტალზე კერძო საკუთრების ინსტიტუტის მასობრივი დამკვიდრების ურთულეს პროცესს ენიჭება. ეს პროცესი რთულია, უპირველეს ყოვლისა, პოლიტიკურად. პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში საზოგადოება თითქოს დეკლარირებულად, ერთმნიშვნელოვნად უჭერს მხარს კერძო კაპიტალზე აგებულ ცხოვრების წესს, სადაც მეტი შანსია ყოველგვარი მიკერძოების გარეშე, ღირსეულად დაფასდეს ადამიანის შრომა, მაგრამ ამავე დროს, წლების განმავლობაში კომუნისტური იდეოლოგიის წნეხის ქვეშ ყოფნამ, ამავე საზოგადოების ძირითადი ნაწილის ქვეცნობიერებაში ღრმად ჩანერგა გამდიდრების საკუთარი სურვილისადმი „მორცხვი“ და „ფარული“, სხვისი გამდიდრების მიმართ კი მტრული, ნეგატიური განწყობა.

**ასეთ ფონზე პრაქტიკულად შეუძლებელი ხდება რეფორმის წარმატებით დასრულება.** მით უფრო, თუ საფონდო ბაზარზე სუბიექტის წარმატებას საფუძვლად უდევს რაიმე უკანონო ან სახელისუფლებო ხელშეწყობა. ასეთი, თუნდაც უსაფუძვლო, ეჭვიც კი ანადგურებს პროცესს.

კაცობრიობის წინაშე აქამდე შესაძლოა არც კი მდგარა ასეთი სირთულისა და მასშტაბის ეკონომიკურ- იურიდიულ-ფსიქოლოგიური ამოცანა, რომლის გადაწყვეტის პროცესში დაშვებულ უმცირეს შეცდომაზეც კი ამდენი ადამიანის სამართლიანი ინტერესი, განწყობა, ესოდენ დიდი სივრცის კეთილდღეობა და მშვიდობიანი მომავალი იყოს დამოკიდებული. შესაბამისად, ეს ამოცანა, ცდუნების მასშტაბებსაც თუ გავითვალისწინებთ, არნახულად ფილიგრანულ გადაწყვეტას ითხოვს. საქართველოში პრივატიზების პროცესის როგორც თეორიული, ისე პრაქტიკული მხარეების ანალიზით მივიღვართ იმ დასკვნამდე თუ რაოდენ დაცილებულია რეალობა

სასურველისაგან და როგორაა ნდობაშელახული საკუთრების ინსტიტუტის მშენებლობა. ყველანი ვხედავთ, საკუთრება, როგორც ძირითადი საყრდენი, როგორც დედაბოძი, რომელზეც დამოკიდებულია ქვეყნის მთელი საბაზრო-ეკონომიკური გარემოს კარკასი, რაოდენ მორყეულად, იმიჯშელახულად გამოიყურება.

არადა, თუ საკუთრების ეკონომიკურ არსზე ყურადღებას გავამახვილებთ, როგორც ეკონომიკურ პოლიტიკაში, ისე საოჯახო მეურნეობაში, გამოჩნდება, რომ ამ საყრდენისადმი გონივრული დამოკიდებულებით საქართველოს ეკონომიკის ზრდის ახალი პოტენციალი. უკვე თხუთმეტი წელია (ჩხაიძე 2003) რაც შევიმუშავეთ საქართველოში კაპიტალიზაციის განხორციელებისა და საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის მექანიზმი, რომლის განხორციელება ქვეყანას შეუძლია საკუთარი ძალებით. ამასთან, ეს არ არის რაღაც გამოგონება, რომელსაც საფუძველი არ ჰქონია. პირიქით, ეს მექანიზმი აპრობირებული იყო ვაუჩერული პრივატიზაციის დროს. ინოვაცია აქ მხოლოდ იმაშია, რომ ის გამოიყენება სხვა დროსა და სხვა მიზნებით. ამ სისტემას ვუწოდებთ „საბიუჯეტო ვაუჩერული პრივატიზაციის“ (შემდგომში: სვპ) სისტემა.

### **3.1. სვპ სისტემის მიზანი და მისი გამოყენებით მოსალოდნელი სიკეთე**

სისტემის დამკვიდრების მთავარი მიზანია ქვეყანაში არსებული ძირითადი ქონების: შენობების, მიწების, არსებული კომუნიკაციების, აქციების და ა. შ. (ძირითადი საფონდო რესურსის) კაპიტალიზაციის, საბაზრო ფასის ანუ პირობითი საფონდო ინდექსის მნიშვნელოვანი ზრდის მიღწევა. მიგვაჩნია, რომ რეალურ შედეგს მივიღებთ უმოკლეს ვადაში, საკუთარი შესაძლებლობებით, ფინანსური და მატერიალური დახმარების, ხარჯების და რაც მთავარია, რაიმე არსებითი რისკის გარეშე.

**რომელი და როგორი პრობლემების გადაჭრას გვთავაზობს „ს ვ პ“ სისტემის შემოღება?** მთელს პოსტკომუნისტური სივრცეში, და არა მარტო საქართველოში, საფონდო ბაზარი პოტენციურად შესაძლო მასშტაბით ვერსად ფუნქციონირებს. ეს პრობლემა უმნიშვნელოვანესია იმდენად, რამდენადაც საფონდო ბაზარი (ფართო გაგებით, თუნდაც სტიქიური) ეს ის სფეროა, რომლის გარეშე ვერ ფორმირდება ეკონომიკური ზრდის ფინანსური წყაროები, ვერ კონცენტრირდება და გადანაწილდება საინვესტიციო რესურსები. ვერ ხორციელდება პროცესი, როცა ინვესტიციები ავტომატურად მოედინება და მიიმართება მეურნეობის ყველაზე ეფექტიან სფეროებში. აქტიური საფონდო ბაზრის გარეშე, საბაზრო ეკონომიკა უნაყოფოა. განსაკუთრებული პრობლემაა ასევე დასაბეგრი ბაზის ლეგალიზაცია, რის გარეშე ვერც ერთი საგადასახადო სისტემა ვერ მუშაობს და წრე არ იკვრება. სახელმწიფო ვერ ახერხებს აუცილებელი პროგრამების დაფინანსებას.

#### **რამდენად აუცილებელია ამ სისტემის ამოქმედება?**

ჩვენ უარი ვთქვით ეკონომიკის ცენტრალიზებულ მართვაზე. ყველა შესაბამისი სახელმწიფო სტრუქტურა და მექანიზმი, საგეგმო კომიტეტით დაწყებული და „ლიმიტებით“ დამთავრებული, გაუქმებულია. მოხდა ძველი სისტემის სრული დემონტაჟი. შეუძლებელია ეკონომიკაში დაბალ და საშუალო დონეზე ხელისუფლების უშუალო ჩარევამ სასიკეთო შედეგი გამოიღოს. **ქვეყნის ინტერესებისათვის აუცილებელია (ძლიერ დაგვიანდა) თავისუფალი, საბაზრო ეკონომიკის პრინციპებზე დროული, სრული გადასვლა.** პოლიტიკური კაპიტალის ხარჯზე სესხების მიღება-გადავადება, ვერანაირი სახელმწიფო ვალდებულებები ან „გრანტები“ პრობლემებს ვერ მოაგვარებს და თან ამოწურვადია. ვერც პოსტკომუნისტური რეფორმის უპრობლემოდ დაჩქარება ხერხდება. ყველა რეფორმა შუა გზაზეა გაჩერებული. ასეთ არაორდინალურ სიტუაციაში შესაბამისი გადანყვეტილება, ანუ ასევე არაორდინალური, საგანგებო და არაჩვეულებრივი გადანყვეტილე-

**ბის მიღებაა საჭირო. საჭიროა გამომჟღავნდეს გამოუყენებელი შესაძლებლობები.** არსებულ შესაძლებლობებში სხვა, უკეთესი მიდგომის შერჩევა, კ ა პ ი ტ ა ლ ი ს მოთხოვნის უკეთ გააზრება და გაზიარებაა საჭირო. სწორედ, ასეთ საგანგებო და არცთუ ჩვეულებრივ გადანყვეტილების ერთ-ერთ ვარიანტად ჩვენ მივიჩნევთ „საბიუჯეტო ვაუჩერული პრივატიზაციის“ მექანიზმის გამოყენებას. რეალობას თუ გავითვალისწინებთ, ამ ღონისძიების გარეშე, დ ი დ ხ ა ნ ს არაადეკვატური იქნება როგორც საფონდო ბაზრის აქტიურობა, ისე ფინანსების ფაქტობრივი წრებრუნვის ოფიციალური ანასახი. ამ უმთავრესი პრობლემების ასე იოლად და სწრაფად დაძლევის რაიმე სხვა, ალტერნატიული მექანიზმი, არც თეორიაში და არც კომუნისტური ეკონომიკის ტრანსფორმირების უკვე არსებულ, მრავალწლიან პრაქტიკაში, არ სჩანს.

პოსტკომუნისტურ სივრცეში აპრობირებული ან რეკომენდირებული ყველა სხვა ცნობილი მიდგომა დიდ დროს მოითხოვს და გრძელ გზაზე უამრავ საფრთხეს შეიცავს.მათი არაშედეგიანობა პრაქტიკამ დაამტკიცა. მნიშვნელოვანია განვმარტოთ, რომ ჩვენ ვამტკიცებთ ინოვაციური, არაორდინალური მიდგომის აუცილებლობის სისწორესა და აუცილებლობას და არა იმას, რომ ჩვენი მიდგომა არის ერთადერთი. ამ ეტაპზე ის ისტორიულადაა ერთადერთი მსგავსი მიდგომა, თორემ ლოგიკურად, სხვადასხვა ამოცანების შესასრულებლად შესაძლებელია სხვა მიდგომების წარმოშობა და სისწორე.

**არაორდინალური მიდგომის ამოცანაა** უმოკლეს ვადაში შევექმნათ რამდენადმე ორიგინალური წინაპირობა, რათა საფონდო რესურსის გამაჩინაგებელი გაუფასურების თავიდან აცილების და დასაბეგრი მოცულობების მეტი სისრულით გამოკვეთის, ლეგალური სამენარმეო აქტივობის ამალგების გზით, **უმტკივნეულოდ გადავიყვანოთ ქვეყნის ეკონომიკური მექანიზმი საბაზრო ეკონომიკის საფუძვლებზე. შ ე ს ა ძ ლ ე ბ ე ლ ი ა და საქართველო უნდა გადაიქცეს კიდევ სწრაფად**

**მზარდი ეკონომიკის მქონე კაპიტალისტურ ქვეყნად.** საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პროცესში მყოფ, ყველა სხვა პოსტკომუნისტურ ქვეყნებთან შედარებით, როგორმე უნდა შევძლოთ უფრო საიმედო, თვითფორმირებადი და მძლავრი, ლ ე გ ა ლ უ რ ი ფინანსური წყაროები შევუქმნათ ცოდნის გამოყენებით ჩამორჩენის დაძლევის, არსებულ ურთულეს გარემოში აუცილებელი სოციალური პროგრამების დაფინანსებას.

ეს არა მარტო ეკონომიკური, პოლიტიკური ამოცანაცაა.

### **რა გვაიძულებს ამ მექანიზმის გამოყენებას?**

თავისუფალი ეკონომიკა ითხოვს პრივატიზაციის მასობრივ ხასიათს, საწარმოო სიმძლავრეების მართვაში კორპორაციული პრინციპების წინა პლანზე წამოწევას, იპოთეკური დაკრედიტების და სხვა, პოსტკომუნისტური საზოგადოებისათვის ძნელად შესათვისებელი პროცესების გაბედულად დამკვიდრებას.

ესაა ე რ თ ა დ ე რ თ ი გ ზ ა პოლიტიკური სტაბილიზაციისაკენაც, მაგრამ ამავე დროს იგივე გზა შეიცავს პოლიტიკური დესტაბილიზაციის სერიოზულ საშიშროებას, თუ ამავდროულად სახელმწიფომ ვერ უზრუნველყო ხაზინაში საჭირო თანხების მოზიდვა, აუცილებელი სოციალური პროგრამების ს ა კ მ ა რ ი ს ი სისრულით დაფინანსება. დამთავრდა პოლიტიკის პრიმატის დრო, **ეკონომიკაა მთავარი.** სხვა ქვეყნებში უფრო სრული საბაზრო ურთიერთობების დამკვიდრების მიმდინარე, მკაცრმა პროცესებმა, საქართველოს ეკონომიკა ჩიხში მოექცა. ამოქმედდა „ფორმულა“, რომლის მიხედვით, უფრო „შოკურად“ დაძაბული საბაზრო ეკონომიკური სტრუქტურის მქონე ქვეყნები უფრო „სოციალურად ორიენტირებულნი“ ქვეყნების ხარჯზე ძლიერდებიან. საზღვრები, რომ „იკეტებოდეს“ კიდევ, ამ პროცესისგან ვერ იცავს. თვით საბჭოთა კავშირი, მთელი თავისი სამხედრო სიძლიერით, ვერ აღკვეთდა სიმდიდრის გადინებას. რამდენიმე წლის წინ, სწორედ ამ განსხვავების გამო, უკვე არასაბჭოთა რუსეთიც შეეცადა ჩაეკეტა საზღვარი ბალტიისპირეთის ქვეყნებთან, მაგრამ არ გამოუვიდა. უპირველეს ყოვ-

ლისა ჩვენთანაც სწორედ რეფორმებში ჩამორჩენამ (ბუმბერაზ რუსეთთან შედარებითაც კი, სადაც თითქოს მეტია რეფორმის საწინააღმდეგო ფაქტორები) შექმნა ქვეყნიდან ინტელექტუალურ და მატერიალურ ფასეულობათა უყაირათო გადინების პირობები. „ტრეფიკინგის“ პრობლემაც კი დადგა. **საქართველოში „შოკური თერაპია“ დაიწყო, მაგრამ დროში გაიწელა და ბოლომდე არ განხორციელებულა. შეიძლება ითქვას, რომ შოკს ყოველთვის არ ახლდა თერაპია.** უეცარი, ნაჩქარევი ან ე.წ. „შოკური“ ცვლილებები ამჯერად საჭირო აღარაა. მეტი ჩაღრმავება სჭირდება მასობრივი პრივატიზაციის ურთულეს თემას, რომელშიც არაკომპეტენტურობა ძალიან ძვირი უჯდება ქვეყანას და მთლიანად კაცობრიობასაც, რადგან „შორიდან“ გაკეთებული საქმე ნაკლებად გულითადი, მოხერხებული და პროდუქტიულია. წარმოდგენილი მიდგომა მრავალი წელი იხვეწება, მუდმივმა ოპონირებამ და ანალიზმა მოსალოდნელი წინსვლის თანმდევი რაიმე უარყოფითი შედეგი ან საფრთხე ვერ წარმოაჩინა. სრულიად უეჭველი გახდა მისი საიმედოობა და თამამად შეიძლება უმაღლესი რანგის ოპონირებაზე მისი წარდგენა, ოღონდ ისიც უნდა გავიაზროთ, რომ ცხოვრებამ სხვა გამოსავალი და დრო პრაქტიკულად აღარ დაგვიტოვა. დაყოვნება უკვე მართლა „შოკური“ სისწრაფით მიგვიყვანს უკიდურეს ეკონომიკურ გაპარტახებამდე. ან უნდა დავუბრუნდეთ სრულ გეგმიანობას ყველგან და ყველაფერში, ყველაფრის ლიმიტირებას (რაც უკვე სრულიად შეუძლებელია), ან ყური ვათხოვოთ კაპიტალის ბაზრის მოთხოვნებს.

ჩვენს წინაშე მდგარი უამრავი პრობლემიდან ნებისმიერის დაძლევა ბიუჯეტში დიდი თანხების არსებობას ითხოვს. მათ მოსაპოვებლად, ამ ეტაპზე ინვესტიციების მოზიდვის მასშტაბების მკვეთრი ზრდაა აუცილებელი, თანაც, უპირველეს ყოვლისა წარმოების სფეროში. მხოლოდ და მხოლოდ მასობრივ და ურთიერთსასარგებლო სანყისებზეა შესაძლებელი ამის მიღწევა.

**ინვესტირების მასშტაბების ზრდა მხოლოდ ინვესტორე-**

**ბის ნებითაა შესაძლებელი.** ინვესტიციის განხორციელების შესახებ გადანყვეტილება, ბუნებრივია, სარგებლის მიღების სურვილით, მოსალოდნელი რისკის ზომის ანალიზით მიიღება და ეფუძნება ზუსტ პროგნოზს, როგორც ინვესტორის, ისე ინვესტირების ობიექტის მხრიდან. ინვესტორი განსაკუთრებით ფრთხილად უდგება რეალურ სექტორში ინვესტირების განხორციელებას, ფულით ან ადექვატური ქონებით ე.წ. „წილში შემოსვლას“. პირობითად, ათასი სერიოზული ინვესტორიდან, განსაკუთრებით უცხოელებს შორის, ერთიც ძნელი მოსაძებნია, რომელიც ან თვითონ, ან თუნდაც თავის წარმომადგენლის სახით, „იმდენად მოიცლის“, რომ მისთვის უცხო, თანაც მეტად არასაიმედო რეპუტაციის მქონე ჩვენს გარემოში, თავისი სახსრებით აქ ადგილზე ჩამოვა და ფინანსურად, თუნდაც ზღაპრულად მომგებიანი, მაგრამ ბუნდოვანი პერსპექტივის შემცველ საქმეებს წამოიწყებს. სხვაა ფინანსური ინვესტიციები. იმავე ათასიდან, ალბათ ათასივესათვის, სრულიად მისაღებია, ჩვენს სავაჭრო ბაზარზე ლიკვიდური, იპოთეკური გირაოს ქვეშ, ნომინალური სარგებლით ნებისმიერი მასშტაბის სესხების გამოყოფა. თუ გირაო, ჩვენსავე ბაზარზე, საკმარისად მაღალლიკვიდურია, ამ შემთხვევაში ინვესტორისათვის არსებითი მნიშვნელობა აღარ აქვს ჩვენს რეალობაში არსებულ პოლიტიკურ ინტრიგებს, კორუფციას, კრიმინოგენულ ფონს, საგადასახადო თუ სამართალდამცავი სისტემების სრულფასოვნებას, საბაჟო საზღვრების დაუცველობას და უამრავ სხვა უარყოფით ფაქტორს. მათთვის ერთადერთია მთავარი, – გირაო საიმედო იყოს ანუ ჩვენს ბაზარზევე საკმარისი ფასით და სტაბილურობით შეუფერხებლად რეალიზდებოდეს. მაგალითისათვის, დღესაც კი, ნებისმიერი ინვესტორი შეუფერხებლად გამოყოფს ათას და ხუთი ათას დოლარსაც, პირობითად, ვთქვათ, თბილისის რომელიმე ყოფილი მექანიკური ქარხნის გირაოს ქვეშ. მას რაიმე პრობლემა არ ელის, მისთვის რისკის ფაქტორი თითქმის ნულია, ასეთ მცირე სესხს, თავისი სარგებლით, ჩვენივე საფონდო ბაზარი (ქარხნის



თუნდაც მხოლოდ ტერიტორიის დღევანდელი საბაზრო ფასითაც კი) დღესაც სრულად დააბრუნებს. ასეთი სესხის გაცემა კი არა, მიღებაა არასწორი. ამ შემთხვევაში, პრობლემა ისაა, რომ მესაკუთრე-მენეჯერისთვის ეს მცირე თანხა ოდნავადაც არ არის საკმარისი საწარმოს პროდუქტიულობის ამაღლები-სა და რენტაბელურად ამოქმედებისათვის. ასეთი სესხი უკვე მას უქადის ზარალს. შედეგი იგივია – ინვესტიციაზე (ოღონდ ამჯერად მის მიღებაზე) კვლავ უარი ითქმება. ის ფაქტი, რომ საფონდო რესურსების დაბალი საბაზრო ფასი საფონდო და საინვესტიციო ბაზრების კვდომას ინვესს, ფულზე პრივატი-ზების საინტერესო შედეგი და პოსტკომუნისტური სივრცის უნიკალური მახასიათებელია. ჩვენში ინვესტიციის მიზნობ-რივად ეფექტიანი, მასობრივი და მასშტაბური ხასიათით გან-ხორციელება, ამ ეტაპზე მხოლოდ იპოთეკურ სანყისებზე, ოღონდ აუცილებლად საგირავნო საფონდო რესურსის საბაზ-რო ფასის საკმარისად (ე.წ. „სამართლიანი ფასის“ მიმართუ-ლებით) მკვეთრი ამაღლების შემდეგ გახდება ორივე მხარი-სათვის სასურველი და პრაქტიკულად შესაძლებელი

### **3.2. „საბიუჯეტო ვაუჩერული პრივატიზაციის“ სისტემის არსი**

#### **3.2.1. სპეციალური ბიუჯეტის შიშის ამოცანით**

**რა წინაპირობას ცვლის „ს ვ პ“ სისტემა?** დღეს უმთავრე-სი პრობლემა ისაა, რომ ყოფილ სოციალისტურ ქვეყნებში და მ.შ. საქართველოშიც, საფონდო რესურსი გაუფასურებულია, საფონდო ბაზარი კი „მკვდარი“.

პირობითი საფონდო ინდექსის უმონყალო, თითოეული ამ ქვეყნისათვის ესოდენ გამაჩანაგებელი ნულამდე ვარდნა გა-მონვეულია შემდეგი მიზეზებით:

ა) მასობრივი (ტრანსფორმაციული) პრივატიზაციის ფულ-



ზე ნარმართვა – სახელმწიფოს მხრიდან „ზღვა“ საფონდო რე-სურსის მიწოდებას (და მიწოდების „მოლოდინს“(!)) რასაკვირ-ველია ვერ აწონასწორებს „წვეთი“ გადახდის უნარის მქონე მოთხოვნა – მოთხოვნა-მიწოდების ფაქტორი;

მეტიც, ყოველ ასეთ მოთხოვნას, არა თუ აწონასწორებს, „ყლაპავს“ (!) მიწოდების უმცირესი მოცულობა, – ესეც, სა-ფონდო ბაზრის პრაქტიკაში სრულიად უცხო, ფულზე პრივა-ტიზაციის უნიკალური თვისებაა, – რაც კიდევ უფრო აუფას-ურებს ძირითად ქონებას (იხ. ქვემოთ).

ბ) მასობრივი პრივატიზაციის შეზღუდულ ვადებში დამ-თავრების საჭიროება – პირობითად, ეიფელის კოშკიც კი კა-პიკებად გაიყიდება, თუ მესაკუთრე იძულებულია მალე გაყი-დოს და თან მესაკუთრის ვალდებულებები აკოტრებს – დრო-ის ფაქტორი;გ) უნდობლობა ინვესტირებისადმი, ზოგადად, ფასიან ქალაქებში საკუთარი სახსრების დაბანდებისადმი – თითქმის საუკუნე, მძლავრი იდეოლოგიური წნეხით ყალიბ-დებოდა ანტი კაპიტალისტური მენტალიტეტი და თან, რიგი-თი მოქალაქე-ინვესტორი უამრავჯერ მოტყუვდა – მენტალი-ტეტის და უნდობლობის ანუ „სურვილის არ ქონის“ ფაქტორი.

არის სხვა მნიშვნელოვანი მიზეზებიც, მაგალითად, საფონ-დო ბაზრისთვის საჭირო ინფრასტრუქტურის არასრულყო-ფილება, ფონდების დაბალი უკუგება, კომერციული ბანკების მიერ მისი კონკურენტი სფეროს განვითარების ხელშეშლა და ა.შ., მაგრამ ეს მეორე რიგის მიზეზებია.

საფონდო რესურსის გაუფასურების საწყისი მიზეზების დაძლევიტ ავტომატურად შეიქმნება სტიქიური ბაზარი, რის შემდეგაც, მეორე რიგის მიზეზების აღმოფხვრა და ლიკვიდუ-რობის უფრო ამაღლება უკვე იოლი გახდება.

ერთადერთი, საყოველთაოდ ცნობილი, სერიოზული ინ-სტრუმენტი, რომელიც სამივე მიზეზს ანეიტრალებს, პოს-ტსოციალისტურ სივრცეში გაუცნობიერებელი და უსამარ-თლოდ სახელგატეხილი, ე.წ. საპრივატიზაციო ბარათი ანუ ვაუჩერია.

ბრმად თუ არ მივენდობით ამ ინსტრუმენტის მიმართ უარყოფითად განწყობილ ათასობით (!) ნაშრომს და მოსალოდნელი კრიტიკის მიუხედავად, მაინც აღვადგენთ მთელ პოსტკომუნისტურ სივრცეში უარყოფილ, სინამდვილეში კი ამავე სივრცეში საფონდო ბაზრის ერთადერთ მსხნელ, ამ ინსტრუმენტის მოქმედებას, თან ამჯერად უფრო გააზრებული სახით, ამოქმედდება ბაზარი, ეკონომიკური კოლაფსიდან სწრაფად დავალწევთ თავს.

ეკონომიკური რეფორმების ნაწილობრივ უკვე შეუქცევადი პროცესების გაბედულად და სრული სპექტრით ფორსირება საჭიროებს ერთი შეხედვით საკმაოდ უცნაურ ღონისძიებას: **ჩვენი აზრით, საპრივატიზაციო ფულის, „საბიუჯეტო ვაუჩერის“** შემოღებას, რომლითაც მოხდება დარჩენილი საპრივატიზაციო ქონების შესყიდვა.

**ვაუჩერის განაწილება-გადასაწყვეტი ამოცანის მიხედვით.** ვაუჩერული პრივატიზება ტრანსფორმაციის პერიოდისათვის საკუთრებითი ურთიერთობების დასრულებისათვის შეიძლება სხვადასხვა დამხმარე მიზანს ემსახურებოდეს. ასე მაგალითად, თუ დგას ბიუჯეტში გადასახადების მობილიზების პრობლემა, მაშინ შეიძლება გამოყენებულ იქნას მასში არსებული ნახალისების, სტიმულირების პოტენციალი. ასეთ შემთხვევაში „საბიუჯეტო ვაუჩერი“ **სახელმწიფო ბიუჯეტის შევსების ნახალისების მიზნით დაურიგდებათ გადასახადების გადამხდელებს.**

მიზანი ნათელია - ბაზრის ამოქმედების გარდა, აუცილებელია უფრო მარტივი და მსუბუქი (ლიბერალური) საგადასახადო გარემო, დასაბეგრი ბაზის ლეგალიზება.

ისტორიულად ახალი ვაუჩერული პრივატიზების იდეა ისტორიულად ბიუჯეტში გადასახადების მობილიზების პრობლემურ პერიოდს დაემთხვა და ასეთი შემთხვევისათვის ის დეტალურად იქნა დამუშავებული. აქ მომაქვს ძირითადი მოსაზრების ამონარიდი: „ამ თემასთან დაკავშირებულ ცნობილ მსჯელობებს მხოლოდ დავამატებდი, რომ დასაბეგრი ბაზის ლეგალიზაციის მცდელობა სასურველია მოიცავდეს არა

მხოლოდ ბიზნესის ცალკეულ, ყბადაღებულ სახეებს (ბენზინი, სიგარეტი და ა.შ.), არამედ უკლებლივ ყველა მეურნე სუბიექტს. თან ამ ეტაპზე ნაკლებსაიმედოა ადმინისტრირებაზე დაყრდნობა. უფრო სასურველია, შედეგის შესაბამისად, გადამხდელების მყისიერი წახალისება-სტიმულირება და დასაბეგრი ბაზის თვითლეგალიზების ასე გამოწვევა, რადგან შეპირებების არც მენარმეს და არც სახელმწიფოს აღარ სჯერა. სახელმწიფოს მცდელობა, დაანესოს საიმედო კონტროლი და ძალის გამოყენებით მოახდინოს ზემოქმედება გადამხდელებზე, უშედეგოა. ძალისმიერი მეთოდები ეკონომიკაში სასურველ საბოლოო შედეგს არ იძლევა. ამასთან, არსებულ გარემოში, მართლაც დაუნდობელი ძალისმიერი მეთოდები, დამალული, ჩრდილოვანი მოცულობებიდან გამოავლენს მხოლოდ მცირე ნაწილს, მაგრამ, ამასთან გამოიწვევს დიდი ნაწილის შესაბამისი წარმოების შეწყვეტას, გააშიშვლებს და გაამწვავებს სახელმწიფოსა და მენარმეს შორის დაპირისპირებას. ძალის გამოყენება ამ სფეროში უარყოფით ეფექტს უფრო იძლევა, ვიდრე დადებითს. მით უმეტეს ამჟამად, სახელმწიფო იმდენად სუსტია, ჩრდილოვანი ეკონომიკა იმდენად გასცდა უკიდურეს ნიშნულს, რომ დასაწყისში უპერსპექტივოა კერძო უკანონო ინტერესებთან მხოლოდ ძალისმიერი მეთოდებით დაპირისპირება. თუნდაც იმიტომ, რომ მცირედ ანაზღაურებად სახელმწიფო ჩინოვნიკს ჯერ საკუთარი თავის და ოჯახის ფიზიკური გადარჩენისათვის და მერე კორუმპირებულ-კრიმინალურ გარემოში თანამდებობის შენარჩუნებისათვის, დავალებული საქმის ინტერესების ლალატის გარდა, სხვა წყარო ან გზა არ გააჩნია. შიშველი ენთუზიაზმი ამოცანას ვერ გადაჭრის.

გადასახადის შემსუბუქება სასურველია ხაზინაში შემოსავლების თუნდაც დროებითი შემცირების საშიშროების წარმოქმნის გარეშე, პირიქით, ამავედროულად საჭიროა ბიუჯეტში შემოსავლების სწრაფი ზრდა, სახელმწიფო შეკვეთების და სტრატეგიული გადანყვეტილებების გადაუდებელი განხორციელება, ხოლო რაც შეეხება გადასახადების გამარტივებას,

სასურველია მათი ეკონომიკური არსის შენარჩუნებით.

მეტიც, ეს ყოველივე სასურველი კი არა, აუცილებელია, წინააღმდეგ შემთხვევაში, მერე უფრო ღრმა ქაობში აღმოვჩნდებით. შესაძლებელია კი დღევანდელ ვითარებაში ესოდენ „თამამი“ და თან „აუცილებელი“ სურვილების პრაქტიკულად განხორციელება?

სისტემატურად პრიორიტეტული ეს ორივე პრობლემა – ბაზარი და ბიუჯეტი – გადაწყვეტადია და უნდა გადაწყდეს. მათი სწრაფად, ღირსეულად დაძლევისთვის, უნდა ვაჯობოთ უსუსურობის კაპიტულანტურ შეგრძნებას. არაორდინალურად, ღრმა გააზრებით, უშურველად და გაბედულად უნდა მოვიხმაროთ ჩვენს ხელთ არსებული გამოუყენებელი საშუალებები. ერთ-ერთი ასეთი შესაძლებლობაა „სეპ“ სისტემა.“ (ჩხაიძე 2003: 27-29). „ს ვ პ“ სისტემის პრაქტიკული განხორციელებისათვის აუცილებელი იყო ნორმატიული აქტი შემდეგი შინაარსით:

„საქართველოში საფონდო ბაზრის გააქტიურების, სამეწარმეო საქმიანობის ინვესტირების მასშტაბების და ეფექტიანობის გაზრდის, პრივატიზაციის პროცესის სრულყოფის, გადასახადების გადამხდელთა წახალისებისა და ბიუჯეტში შემოსავლების გაზრდის, ეკონომიკურ-ფინანსური საქმიანობის გამჭვირვალებისა და კორუფციის ძირითადი საყრდენების მოშლის მიზნით:

1. პრივატიზაციის პროცესში გადახდის საშუალებად შემოღებული იქნეს საპრივატიზაციო ფული -“საბიუჯეტო ვაუჩერი“, რომელიც გაიცემა გადასახადის გადამხდელზე საშემოსავლო და მოგების გადასახადის სახით ბიუჯეტში შეტანილი თანხის ხუთმაგი (პირობითი სიდიდეა: ხუთმაგი, სამმაგი თუ ათმაგი, არსებითი მნიშვნელობა არ აქვს -ვ.ჩ.) ოდენობით;

1.1. X თარიღიდან, სახელმწიფო ქონების პრივატიზაციის დროს, მოქმედი კანონმდებლობით დაშვებულ ყველა შემთხვევაში, საპრივატიზაციო ფული მიიღება კანონიერი საგადამხდლო საშუალების - ლარის თანაბრად ნომინალში;

1.2. (X-15 დღე) თარიღამდე ფინანსთა სამინისტრო ახდენს

საპრივატიზაციო ფულისემისიას და ეროვნული ბანკი საწყის ეტაპზე ერთი მილიარდი საპრივატიზაციო ფულის ნაღდი (იგულისხმება, რომ ამ „ფულის“ ძირითადი მასა იმოძრავებს უნაღდო ანგარიშსწორებით-ვ.ჩ.) კუპიურების დასამზადებლად იყენებს დიაგონალზე თვალსაჩინოდ და სტანდარტულად ნიშანდებული(შესაძლოა გარკვეული სტანდარტით პერფორირებული ეროვნული ვალუტა - ლარის ბრუნვიდან ამოღებულ კუპიურებს);

2. ეკონომიკის სამინისტრომ (გაფართოებულმა სახელმწიფო ქონების პრივატიზაციის ფუნქციებით), ფინანსთა სამინისტროსთან, ეროვნულ ბანკთან და იუსტიციის სამინისტროსთან შეთანხმებით, (X-25 დღე) თარიღამდე უზრუნველყოს პროცესის ტექნიკური ორგანიზაციის მარეგლამენტირებული ნორმატიული დოკუმენტის შემუშავება და დამტკიცება.“ (ჩხაიძე 2003: 31-32).

აღნიშნული მექანიზმი საქართველოს ნაციონალური მოძრაობის ხელისუფლებამ არ გამოიყენა. მან მიმართა უკიდურესად ადმინისტრირების მექანიზმს გადასახადების ამოსაღებად. საგადასახადო სისტემაში ჯარიმები და სანქციები შეუსაბამოდ მაღალია გადასახადების განაკვეთებთან და მოსახლეობის შემოსავლებთან. მმართველმა პოლიტიკურმა გუნდმა პრივატიზება წარმართა აგრესიულად, თუმცა მაინც ვერ შეძლეს პროცესის გარდატეხა.

საკაპვილისა და ბენდუქიძის ხელმძღვანელობით განხორციელებული ე.წ. „აგრესიული პრივატიზება“, რომელიც განხორციელდა ბენდუქიძის სლოგანით: „იყიდება ყველაფერი -ნამუსის გარდა“ (+“ სტრატეგიული ობიექტი არ არსებობს“) გაანალხებულია ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში

(პავლიაშვილი 2009). აღნიშნული პრივატიზება განხორციელდა „საზოგადოებრივი აზრისა“ და „ობიექტებზე მომუშავე კოლექტივების“ აზრის სრული არალოიალობით (პავლიაშვილი 2009: 104) და მიუხედავად ბიუჯეტში მნიშვნელოვანი თანხების შეტანისა, რჩება როგორც არასწორი პრივატიზების

მაგალითი. ფული „შეიჭამა“ ქვეყანას მდგრადი განვითარებისაკენ ამ პროცესით ნაბიჯი არ გადაუდგამს, შედეგად კი მიიღო ბევრი „საეჭვო ინვესტორი“. წინსწარ იყო ნათელი, ვერც რაოდენობრივი მაჩვენებლით და ვერც ავოგებულებით თანხების სიდიდით ვერ შესრულდებოდა და ასეც მოხდა. პირველ 18 თვეში გასაყიდი ობიექტების ჩამონათვალთან გაიყიდა მხოლოდ 15% და ისიც ფასების მათთვის მოულოდნელი და საგანგაშო კლების ფონზე. შეცდომა ჯიუტად მეორდება. ქართული ოცნების კოალიციის ხელისუფლებაში მოსვლის შემდეგ პრივატიზება არ მოხსნილა დღის წესრიგიდან და ის კვლავ განიხილება სახელმწიფო ბიუჯეტის შევსების წყაროდ. თუმცა, სახელმწიფო შემოსავლების საპრივატიზებო თანხების მობილიზების მიზნით ქართული ოცნების ხელისუფლება უკანასკნელ რესურსებს ეძებს. თუმცა ამ აქტივების ფასი მიზერულია, რადგანაც ყველაფერი საქართველოში დეკაპიტალიზებულია. იმედი იმისა, რომ მინის პრივატიზებით შეიძლება რაიმე მნიშვნელოვანი რესურსების მობილიზება, უპერსპექტივოა, თუ არ შეიცვალა არსებული სისტემა. ახალ რეალობაში ჩვენს მიერ შემოთავაზებული სისტემა კვლავ აქტუალურია. ახალ რეალობაში საპრივატიზებო ფულის განაწილება შეიძლება მოხდეს საქართველოს თითოეულ მოქალაქეზე (ბუნებრივია კაპიტალიზაციის მიზნისა და ინვესტიციის მოზიდვის გარდა აქ შეიძლება სხვა მიზნების ჩართვა და შესაბამისი განაწილების მექანიზმის ამოქმედება).

### **3.2.2. სპს სისტემის ეფექტიანობა, არეალი და მასშტაბი**

**სისტემის ამოქმედების შედეგად მოსალოდნელი პირველი რიგის შედეგები.** საპრივატიზაციო ქონების ყიდვის მსურველთა მხრიდან ამ სპეციალურ ფულზე მოთხოვნა შექმნის ამავე ფულის ფასს (ჩვეულებრივ ფულზე გაცვლის კურსს). საქართველოს მოქალაქეების ხელში ამ ფულის სახით აღმოჩნდება

**არა იმდენად კონკრეტული საპრივატიზებო ქონება, რამდენადაც ამ ქონების გაყიდვის უფლება.** მყისიერად შეწყდება ბაზარზე საფონდო რესურსის დემპინგურ ფასებში მიწოდება, რაც დღეს, ამ ფასეულობათა არსებული წესით პრივატიზებისას, გარდაუვალია.

შედეგად, ასეთი უმარტივესი გზით ამაღლება საფონდო რესურსის ლიკვიდურობა, მრავალჯერადად გაიზრდება პირობითი ერთიანი საფონდო ინდექსი, მოიხსნება უმთავრესი პრობლემა ანუ ამოქმედდება საფონდო ბაზარი, გაჩნდება ეკონომიკური ზრდის მძლავრი ფინანსური წყაროები, მოიზიდება დიდი მასშტაბის “იპოთეკური” საინვესტიციო რესურსები.

**(თუ საპრივატიზებო ფულის განაწილების საფუძველი იქნება გადასახადის გადამხდელზეც მისი გაცემა, მაშინ გადასახადების სიდიდის მიუხედავად (რაც გათანაბრებით განაწილების უარყოფაა, თუმცა შეიძლება გახდეს მიწაზე გადასახადების შემოღების წინაპირობა), გადასახადების გადამხდელებს გაუჩნდებათ საკუთარი დასაბეგრი მოცულობის თვითღვავალიზაციის რეალური სტიმული. ასეთი სასტარტო პირობით პრაქტიკულად შესაძლებელი გახდება საგადასახადო კანონმდებლობის სწრაფი გამარტივება და გადასახადების განაკვეთის შემცირება.)**

ამოქმედდება მეცნიერ-ეკონომისტებში პოპულარული ე.წ. „ლაფერის“ ეფექტი, ოღონდ განმედილი ამ ეფექტის მცოდნეთათვის ცნობილი, „წერტილის მიგნებისა“ და „ინერციულობის“ ანუ „დაყოვნების“ უარყოფითი მომენტებისგან.

**სისტემის მუშაობის არეალი და მასშტაბი.** „სვპ“ სისტემა, ერთი შეხედვით, თითქოს მხოლოდ საპრივატიზაციო ქონებაზე და ბიუჯეტზეა ორიენტირებული, ფაქტობრივად კი მთელ საფონდო ბაზარს, მთელ მაკროეკონომიკურ გარემოს სისტემურად აწესრიგებს. ღონისძიება, უშუალო შეხებით მოიცავს საქართველოს მოსახლეობას ( ან/და მრავალათასობით გადასახადის გადამხდელს), აგრეთვე, პრივატიზაციის პროცესში მყიდველებად ცნობილ იურიდიულ და ფიზიკურ პირებს.



**ბევრად უფრო მნიშვნელოვანია მეორადი პროცესები, რომლებიც წარმოიქმნება ამ მექანიზმთან პირველადი უშუალო შეხების შედეგად.**

მეორადი გავლენა ანუ საფონდო ბაზარზე საპრივატიზაციო საფონდო რესურსის დემპინგულ ფასებში მიწოდების აღკვეთით მიღებული შედეგების არეალი და მასშტაბები, შეიძლება გადაუჭარბებლად ითქვას, რომ ყოვლისმომცველია.

ჯერ ერთი, ძირითადი საფონდო რესურსის - შენობების, მიწების, აქციების საბაზრო ფასის ნახტომისებური, მინიმალური პროგნოზით, დასაწინააღმდეგებელი 10-ჯერადი ზრდა, დიდ სიმდიდრეს შესძენს როგორც მთლიანად სახელმწიფოს, ისე ქვეყანაში შესაბამისი რესურსის თითოეულ მესაკუთრეს, მილიონობით ცალკეულ სუბიექტს. საკუთრებაში არსებული ნაგებობების, მიწების და აქციების ლიკვიდურობის მკვეთრი მატება პირველივე ეტაპზე გააჩენს იგივე იპოთეკურ სანყისებზე, ჯამში, სულ ცოტა 10-15 მილიარდი აშშ დოლარის დამატებითი ინვესტიციის მოზიდვის შესაძლებლობას.

გარდა ამისა, ბიუჯეტის გაზრდით, ღონისძიების არეალი გავრცელდება სახელმწიფო ბიუჯეტის დაფინანსებაზე მყოფ სექტორზე და პროგრამებზე.

ზემოაღნიშნულის შედეგად წარმოქმნილი ეკონომიკური და ფინანსური გარანტიები, ძლიერი სოციალური პროგრამებით გამყარებული პოლიტიკური ვითარება ჩვენს ქვეყანას აუმაღლებს იმიჯს, გაუიოლებს საერთაშორისო ურთიერთობებს.

### **3.2.3. ალტერნატიულ ეკონომიკურ შეხედულებათა ისტორიულ-მენტალური ექსკურსი და ანალიზი საფონდო ბაზრის ჭრილში**

დასავლეთ ევროპაში საბაზრო ეკონომიკა და შესაბამისად, საფონდო ბაზარი საუკუნეების განმავლობაში წყნარად ვითარდებოდა. ჩამოყალიბდა შესაბამისი ეკონომიკური აზროვნ-



ნება – პირობითად ევროპული სკოლა, რომელსაც ლაიტმოტივად გასდევდა, რომ საბაზრო ორიენტირები სწორია. უტყუარი, აქსიომატური შინაარსი შეიძინა მტკიცებამ, რომ **საბაზრო ანუ აუქციონის ფასი ერთადერთი სწორი ფასია**. ამ „წმიდათწმიდა“ დებულების ეჭვის ქვეშ ნებისმიერი ფორმით დაყენებას, ამ სკოლის წარმომადგენელი უვიცობად აღიქვამდა და არც კი მოისმენდა. ამერიკის ახლად აღმოჩენილ კონტინენტზე ძირითადად თავი მოიყარა ბებერი, საბაზრო ევროპიდან წასულმა, საზოგადოების შედარებით გაბედულმა, ინიციატივიანმა, რისკიანმა, კარგი გაგებით ფათერაკების მაძიებელმა ნაწილმა. მათ ოკეანე გადაკვეთეს სწრაფი გამდიდრების იმედითა და სურვილით. ადგილზე ჩასულებს, რა თქმა უნდა, არ დახვდათ „ელდორადო“, ყველას არ ერგო თითო-თითო ესა თუ ის საბადო, მაგრამ უკვე ადგილზე დამკვიდრებულებს, ბუნებრივია, მაინც შერჩათ სწრაფი გამდიდრების სურვილები და ოცნებები. რა ცოდნა და მახსოვრობა ჩაიტანა ამ ხალხმა ამერიკაში? პირველი, რაც მათ გაიხსენეს, იყო ის, რომ ევროპაში, მათ ქვეყანაში, მათ ქალაქში, შესაძლოა მათ ქუჩაზეც კი თუ ვინმე სწრაფად გამდიდრდა, უმეტეს შემთხვევაში საფონდო ბაზარზე წარმატებული, იღბლიანი ოპერაციებით. ამ მენტალობის ხალხისათვის, ამ გზით გამდიდრების მცდელობა სრულიად მისაღები და მიმზიდველი იყო. შედეგად, საზოგადოების ძირითადმა ნაწილმა, მსახიობმა, დიასახლისმა, განგსტერმა, პროფესორმა თუ ფერმერმა, ყველამ საფონდო ბირჟაზე ამოყო თავი. ძირითადად ნილად გაუაზრებლად, მაგრამ შესაშური აქტიურობით ხდებოდა აქციების ყიდვა-გაყიდვა, ერთმანეთს ხელში „აგლეჯდნენ“ აქტივებს, აქაოდა გამიმართლებს და გაემდიდრდებო.

ჭარბმა აჟიოტაჟურმა აქტიურობამ გამოიწვია ის, რომ პირობითად ერთი დოლარის ღირებულების მქონე აქცია აუქციონზე 100 დოლარად იყიდებოდა, ინვესტორს ბირჟა მაღალ ორიენტირებს კარნახობდა. იმ ვითომდა „უტყუარ“ აქსიომაზე დაყრდნობით, რომ **„აუქციონის ფასი ერთადერთი სწორი ფასია“**, ინვესტიციები თამამად დაიძრა ამერიკული ეკონომიკ-

ის მშენებლობისაკენ. პირობითად ერთ დოლარიანი აქციის გირაოს ქვეშ, რომლის ფასი საბირჟო აუქციონებზე 100 დოლარის ფარგლებში კოტირებდა, თამამად გაიცემოდა სესხები 30-40 დოლარის ფარგლებში. ამ კერძო ინვესტიციების ქვეშ ფრთები თამამად გაშალა კერძო სამენარმეო ინიციატივებმა, შეიქმნა სანარმოო სიმძლავრეები, აყვანილი იქნა მუშახელი, შეკვეთილ ან შექმნილი იქნა ახალი ტექნოლოგიები, გამოწერილი იქნა ხარისხიანი ნედლეულ-მასალები და ა.შ., მძლავრი, მომავლის პრაქტიკულად განმსაზღვრელი ბიძგი მიეცა ეკონომიკის აღმშენებლობას. აფიოტაჟური საფუძვლების მქონე, არაობიექტურად მაღალი ფასები, საფონდო ბირჟაზე „იბერებოდა“, „იბერებოდა“ და, როგორც მოსალოდნელი იყო, „გასკდა“. ნათელი გახდა, რომ საფონდო ბირჟაზე 100 დოლარად კოტირებული აქცია, რომლის გირაოს ქვეშ 30 დოლარი იყო სესხად გაცემული, პრაქტიკულად 1 დოლარზე მეტი არ ღირებულა. ინვესტორებმა პანიკურად დაიწყეს საკუთარი სახსრების, თუნდაც დიდი დანაკარგებით, უკან გამოწვევა. წამოწყებული სამენარმეო ინიციატივები შუა გზაზე შეწყდა, დაქირავებული მუშახელი დათხოვნილ იქნა, უარი ითქვა შეკვეთებსა და ვალდებულებებზე, ეს პერიოდი „დიდი დეპრესიის“ სახელით მოინათლა, ფაქტობრივად კი, ეკონომიკაში უკვე აღებული უდიდესი სასტარტო „ფორით“, ამერიკის საფონდო ბაზარი რეალისტური ჩარჩოებისკენ მობრუნდა. ამ ყველაფერმა, საფონდო ეკონომიკურ აზროვნებაში რიგი, აქსიომატურად მიჩნეული დებულებების გადახედვა მოითხოვა.

ახალმა ეკონომიკურმა გააზრებამ, პირობითად ამერიკულმა სკოლამ, ეჭვის ქვეშ დააყენა აუქციონის ფასის სიზუსტის საიმედოობა. განსაკუთრებით საყურადღებო და მნიშვნელოვანია, რომ ხედვას ცალმხრივი, ინვესტორის მხრიდან საგირავნო გარანტიების შემფასებელი თვალთახედვის ხასიათი ჰქონდა. გასაკვირი არაა, ამ ეკონომიკური ანალიზის დამკვეთი, ინვესტორი იყო, რომელმაც მოულოდნელი და მწარე გამოცდილება მიიღო.

შედეგად, ახალ გააზრებას ლაიტმოტივად გასდევდა, რომ **„აუქციონის ფასი შესაძლოა აქტივის რეალურ ფასზე მ ე ტ ი იყოს“** და ინვესტორი კვლავ რომ არ მოტყუედეს, საჭიროა შესწავლილი იქნეს აქტივთან დაკავშირებული ფულადი ნაკადები, ე.წ. „Cash flow“ მარტივად რომ ვთქვათ, იძლევა თუ არა შესასწავლი ობიექტი მოგებას, აქცია დივიდენდს. პირიქით, - ზარალი ხომ არ მოაქვს მას.

ახლა წარმოვიდგინოთ, რომ მთელი პოსტკომუნისტური სივრცის სახით, ახალი, კიდევ ერთი „ამერიკა“ აღმოჩენილი.

**ამ „ახალ ამერიკაში“ თავი მოიყარა პოსტკომუნისტური ქვეყნებიდან „მოსულმა“ საზოგადოებამ, რომელმაც უკეთ ცხოვრების, ასევე გამდიდრების იმედითა და სურვილით, უარი თქვა ცხოვრების ძველ წესზე.**

რა ცოდნა და მახსოვრობა „ჩამოიტანა“ ამ ხალხმა ამ „ახალ ამერიკაში“? საბაზრო ევროპიდან წასული ნამდვილი ამერიკელებისაგან განსხვავებით მათ გაიხსენეს, რომ მათ ქვეყანაში, მათ ქალაქში ან მათ ქუჩაზე თუ ვინმე სწრაფად გამდიდრდა, უმეტეს შემთხვევაში თანამდებობით და ქრთამით, კონტრაბანდის ან ე.წ. „ფონდირებული საქონელის“ ყიდვა-გაყიდვით ანუ „სპეკულიაციით“. ჩვენი მენტალობის ხალხის ძირითადი ნაწილისათვის სხვა გზით გამდიდრების შესაძლებლობა წარმოუდგენელიც კია.

საფონდო ბაზარი, „უცხო“ ხალხთან ერთად რაიმე საერთო საქმეში თანხის ჩადება, მით უფრო ფასიანი ქალაქები, ჩვენი საზოგადოების დიდი ნაწილი ცხოვრებისეული გამოცდილებიდან და მენტალობიდან გამომდინარე, უფრო ირონიულ ღიმილს იწვევს, ვიდრე პრაგმატულ დაინტერესებას. შედეგად, საფონდო ბაზარზე სრულმა პასიურობამ დაისადგურა.

უპრეცედენტო პასიურობამ გამოიწვია ის, რომ პირობითად ერთი დოლარის ღირებულების მქონე აქცია, აუქციონზე 1 ცენტრად იყიდება, ინვესტორს ბირჟა უდაბლეს და სრულიად უინტერესო ორიენტირებს კარნახობს. ზემოთხსენებული „უტყუარი“ აქსიომა, რომ **„აუქციონის ფასი ერთადერთი სწორი ფასია“**, მისი

შემდგომი, „ამერიკული დახვეწით“, რომ „აუქციონის ფასი შესაძლოა აქტივის რეალურ ფასზე მეტი იყოს“, სრულიად აცლის დამაჯერებლობას ახლადმექმნილ რეალობაში უფრო მართალ, დიამეტრალურად საპირისპირო დასკვნას, რომ „აუქციონის ფასი შესაძლოა აქტივის სწორ ფასზე ნაკლებიც კი იყოს“. თვალსაჩინოებისათვის: ფულზე პრივატიზაციის ჩვეულებრივი პროცესის შედეგად, როცა ამა თუ იმ გაჩერებული ქარხნის ფასი აუქციონზე პირობითად 1000 დოლარით განისაზღვრება, „ევროპული სკოლა“ მიიჩნევს, რომ ეს სწორი ფასია, „ამერიკული სკოლა“ კი მიიჩნევს, რომ ეს ფასი დიდია - იმის გათვალისწინებით, რომ ქარხანა გაჩერებულია, მიწის და ქონების გადასახადები, სხვა გარდაუვალ ხარჯებთან ერთად ზარალს იძლევა, ასეთი ქარხნის სწორი ფასი უარყოფითი სიდიდეა. რამდენიც არ უნდა ამტიცო უმარტივესი რამ, - 1000 ცოტაა, მარტო ალაცაფის კარები ან მარტო, თუნდაც მთავარი ინჟინრის კაბინეტის ავეჯი და ტექნიკა ღირს აქვე, თბილისში ბაზრობაზე, სულ ცოტა 2000 დოლარი, არც ერთი „სკოლა“ ყურს არ გათხოვებს.

ხელისუფლების ექსპერტებიც ზემოაღნიშნული სკოლებიდან მიღებული ცოდნით აპელირებენ. პოსტკომუნისტური რეალობის ანალოგი და შესაბამისი გამოცდილება არ არსებობს. ცუდადაა გამოყენებული საქართველოში ინტელექტუალური, მათ შორის მეცნიერ ეკონომისტების პოტენციალი, რომლებიც ხშირად არიან იგნორირებულნი სახელისუფლებო ძალებთან და თვით საზოგადოების უდიდეს ნაწილთან მენტალური შეუთავსებლობის გამო.

**აქქმადი არაა დებულება, რომ პოსტკომუნისტურ სივრცეში, ფულზე მიმდინარე ჩვეულებრივი პრივატიზაციის პროცესში და მის ფონზე „აუქციონის ფასი წარმოდგენილი აქტივის სწორ ფასზე ნაკლებია“. შესაბამისი მიმართულებით აზროვნების განვითარებას, ანუ ახალი, აქამდე უცხო, ეკონომიკური რეალობის შემსწავლელი ახალი სკოლის ჩამოყალიბებას, დამკვეთი არ ჰყავს. „ევროპულ სკოლას“ წყნარი საბაზრო ეკონომიკა ჰყავდა დამკვეთად, „ამერიკულ სკოლას“ – დანყებული**

დიდი მშენებლობის მოულოდნელი შეწყვეტით გაოგნებული ინვესტორი, ხოლო ჩვენი, ახალი, უცნაური რეალობის შესწავლისათვის ესოდენ ახალი სკოლის დამკვეთი არავინაა. აქ, „დიდი დეპრესიის“ წინა, ამერიკულ პერიოდთან შედარებით, სწორედ საპირისპირო პოლუსზე, ისტორიული „დიდი გამოცოცხლები“ წინა პერიოდში ვიმყოფებით.

შემოთავაზებული მიდგომა რომ გააზრებული და მხარდაჭერილი იქნეს, საჭიროა, მშენებლობის თვალსაჩინო შეწყვეტის ნაცვლად, პირიქით, ცარიელ ადგილზე დავინახოთ მომავალი, ჟურეცედენტო აღმშენებლობა-განვითარების მზა შესაძლებლობა. ამის დანახვას კი, როგორც სჩანს ახალი (განსხვავებული) ეკონომიკური აზროვნების სკოლის შექმნა სჭირდება. დაჭირდება პოლიტიკური ნება და პოლიტიკური ძალა, რომელიც შეძლებს ამ შესაძლებლობის ამოქმედებას.

### **3.2.4. საბაზრო ფასებზე ზემოქმედება და დაინტერესებული აქტიორები**

**საბაზრო ფასებზე ზემოქმედება** და „სვპ“ სისტემის გზით ქონების საბაზრო ფასის ზრდის შესაძლებლობა ყველაზე ძნელად დასაჯერებელია. სტანდარტული კითხვაა: „თუ დღეს მყიდველებს ამ უზარმაზარი( სახელმწიფოს საკუთრებაში დარჩენილი) ქონების შესაფერ ფასში შესასყიდი ფული არა აქვს, ხვალ საიდან გაჩნდება ასეთი ფული?“.

მოთხოვნა-მიწოდების ფუნდამენტალური კანონით, ბაზარზე ნებისმიერი საქონლის ჭარბი მიწოდება რომ ამ საქონლის საბაზრო ფასს ამცირებს, ამას მტკიცება არ სჭირდება.

მაგალითად, ქალაქის ერთ-ერთ ბაზარს რომ მიადგეს ვაშლით დატვირთული მრავალტონიანი 100 სატვირთო მანქანა, ცხადია, იმ ერთ-ორ დღეში, სანამ საქონლის ეს დიდი პარტია არ გაიყიდება, ამ ვაშლის და ბაზარში გლეხის მიერ შემოტანილი ვაშლის ფასი ერთნაირად შემცირდება. მანამდე თუ 1 კილოგრამი 2 ლა-

რი ღირდა, იმ დღეებში, ბაზარზე, ალბათ, მთელი ყუთის ფასი 10 თეთრს არ ასცდებოდა. ამავე დროს სხვა, ბაზარზე, ისეთივე ვაშლის ფასი შესაძლოა არც დაეცეს. გააჩნია ბაზრებს შორის დაშორებას. მყიდველი, რომელიც ძირითადად ხორცის, კარტოფილის და სადილისათვის საჭირო სხვა პროდუქტებისათვისაა იქ შესული და თან 2 კილოგრამი ვაშლიც სურს, იქვე იყიდის და 4 ლარის ეკონომიისათვის ბაზრიდან ბაზარში სირბილს არ დაინებებს. ეს ნათელია. ზემოთდასმული სტანდარტული შეკითხვა სხვა რამის ახსნას ითხოვს - **ხალხისათვის გაყიდვის უფლების გადაცემით, რატომ გაიზრდება (ანუ ნაკლებად რატომ შემცირდება ძველი) გასაყიდი ფასი.** ეს იმიტომ მოხდება, რომ გაყიდვის უფლებამიღებული ადამიანები ასე იაფად, ყუთს 50 თეთრადაც, ნამდვილად აღარ დათმობენ, ამჯობინებენ სახლებში ნაილონ, დააკონსერვებენ, „კომპოტებს“ გააკეთებენ, ან შეეცდებიან თავისი მცირე ნაწილი გაუფუჭებლად შეინახონ და მერე, ნელ-ნელა გაყიდონ. შედეგად, ბაზარზე შეწყდება დემპინგურ დაბალ ფასში მისი მიწოდება და აღსდგება რეალური ფასი.

თვალსაჩინო მაგალითად, ალბათ გამოდგება ადრე გადაღებული ამერიკული ფილმიც. ხდებოდა ფერმერებისათვის მიწების გადაცემა. დიდი ტერიტორია ნაკვეთებად დაიყო, მონიშნა და ფერმერებს შორის მოეწყო შეჯიბრება - ვინც რომელ ნაკვეთთან მიასწრებდა, ნაკვეთიც მისი იყო.

რა ეკონომიკური გაკვეთილი დევს ფილმის ამ ფრაგმენტში?

იმ დროს სხვა, უკვე კერძო მიწები, იქვე ახლოს ან ცოტა მოშორებით, პირობითად, ვთქვათ, კვადრატული მეტრი 10 დოლარი ღირდა. ხელისუფლებას იმ (შეჯიბრით უფასოდ მოპოვებული) მიწების ფულზე გაყიდვა რომ მოენდომებინა, ფერმერებს საკმარისი თანხები არ ექნებოდათ და აუქციონზე 1 კვ.მეტრის ფასი პირობითად 5 ცენტსს არ გადააჭარბებდა. ეს ელვისებურად გამოინვევდა სხვა კერძო მესაკუთრეების მხრიდან თავისი 10 დოლარიანი მიწების იაფად გაყიდვას, რადგან თუნდაც 10-ჯერ იაფად, 1 დოლარად გაყიდვით მიღებული ფულით, აქ მეტ მიწას იყიდდნენ. შედეგად მოხდებოდა ის, რაც ჩვენში ხდება,

საფონდო რესურსის ფასი მკვეთრად დაეცემოდა.

სულ სხვაა ფილმში ნაჩვენები სახით მიწის დარიგება. **შეიძლება ამას გაყიდვის უფლების გადაცემაც დავარქვათ.** მას მერე, რაც უფულო ფერმერმა ნაკვეთთან მიასწრო, ის მასთან, უკვე როგორც მიწის მესაკუთრესთან მისულ მყიდველს 10 დოლარზე ნაკლებ ფასად „ერთ გოჯსაც“ აღარ დაუთმობს. ძალიან თუ დასჭირდა ფული, უკვე თავის მიწას გირაოში ჩადებს და ბანკიდან მიიღებს ე.წ. „იპოთეკურ“ სესხს. უკიდურეს შემთხვევაში, შესაძლოა, 9 დოლარად თავისი მიწის მხოლოდ მცირე ნაწილი გაიმეტოს.

ამის შესაძლებლობა აშშ-ი ხელისუფლებას იმიტომ ჰქონდა, რომ სახელმწიფოს განკარგულებაში იყო მიწა, რომელიც არავის, მათ შორის არც აბორიგენების საკუთრებაში არ იყო ფიქსირებული. ანუ ერთხელ იყო ასეთი შესაძლებლობა. იგივე შესაძლებლობა ისტორიულად წარმოეშვა საქართველოს ხელისუფლებას. **დღეს ეს მიწები დეკაპიტალიზებულია, საჭიროა მათი რეკაპიტალიზაცია.**

„სვპ“ სისტემის ამოქმედების შემდეგ საპრივატიზებო ფულის პატრონს მაგალითად, როცა ეცოდინება, რომ მისი ვაუჩერები დაახლოებით, ვთქვათ, 1000მ<sup>2</sup> სასოფლო-სამეურნეო მიწის, ან 100 კვადრატული მეტრი სასაწყობო ფართის ან საშუალო სიდიდის სააქციო საზოგადოების 1-3% აქციების ყიდვა-გაყიდვის უფლებაა, ის ამ უფლებას სახელმწიფოსავით 2, 4 და თუნდაც 100 ლარად არავის დაუთმობს. რომც არ სჭირდებოდეს, მოუვლის, შვილიშვილებს შეუნახავს და ასე იაფად არ გაანიავენს. შედეგად, ბაზარზე ასეთი ქონების უაზროდ დაბალ ფასში მიწოდება შეწყდება, ვისაც ის ნამდვილად დასჭირდება, 20 ათასად თუ არა, 2-3 ათასად ნამდვილად იყიდის.

**ამასთან საყურადღებოა, რომ, როცა სახელმწიფოს გასაყიდი მიწები ამოენურებადა მიწის ბაზარზე მხოლოდ კერძო სუბიექტები დარჩებიან, მას მერე თანხა ერთისგან მეორე კერძო სუბიექტის ხელში გადადის. ფულზე პრივატიზებისაგან განსხვავებით, გადახდილი თანხა არ „იყლაპება“, ბრუნვაში რჩება,**



ბაზარს ჯამური გადახდის უნარი არ აკლდება და ბრუნვის ხარჯზე, პირობითად ერთმა და იგივე 100-მა მილიონმა დოლარმა, შეიძლება ჯამში, რამდენიმე მილიარდი დოლარის ქონების შეძენა-გასხვისების ანგარიშსწორება შეძლოს.

სწორედ ეს საფუძველი აკლია საქართველოს მიწის ბაზარს, რათა მისი ფასი და ლიკვიდურობა ღირსეულად მაღალ დონეზე შენარჩუნდეს.

ვის შეიძლება დააინტერესოს აღნიშნულმა სისტემამ?

პირველი, საფონდო ბაზრის გაცოცხლება აინტერესებს უმსხვილეს ინვესტორს და ადგილობრივ მესაკუთრე-მენეჯერებს.

ინვესტორს, რომელსაც თავისუფალი აქვს პირობითად მილიარდი დოლარი, უპირველეს ამოცანად ესახება ამ თანხის თუნდაც მინიმალური პროცენტით, ოღონდ საიმედო დაბანდება. რამდენიმე ათეული მილიონი უღირს ამ ამოცანის შესრულება. უმთავრესი პარამეტრებით, ყველაზე მიმზიდველი მიმართულება ამ სახსრების დაბანდებისათვის, პოსტკომუნისტური სივრცეა. თეორიულად სწორედ აქაა ინვესტიციების პოტენციურად ყველაზე უფრო ფართომასშტაბური და მაღალეფექტიანი გამოყენების ნოყიერი ნიადაგი.

აქ სახეზეა წარმატებისათვის საჭირო კომპონენტების დიდი ნაწილი, რომელთა არ ქონის შემთხვევაში, მათ შესაქმნელად გიგანტური სახსრებიც კი უძლური აღმოჩნდებოდა, ხოლო გვაკლია, პროპოციული შედარებით, სრულიად მცირე ნაწილი, მაგრამ დღეს ამ მცირე ნაწილის შესაქმნელად საჭირო ფულადი სახსრების მოზიდვაც დიდი პრობლემაა.

რას ვგულისხმობთ „დიდი“ და „მცირე“ ნაწილების ქვეშ?

გვაქვს: წარმოებისათვის საჭირო, სატრანსპორტო, ენერგო, ჰიდრო, ტელე და სხვა კომუნიკაციებით უზრუნველყოფილი, გამოუყენებელი შენობა-ნაგებობები, ტერიტორიები, ნედლეულისა და გასაღების ბაზრები, სასურველი ბუნებრივი და გეოგრაფიული გარემო, მისაღები ეკოლოგია, კლიმატი, გვყავს მუშახელი, და სხვა.

არ გვაქვს: ბაზარზე კონკურენტუნარიანი ანუ მაღალხარისხიანი პროდუქციის იაფად მწარმოებელი ტექნიკა და ტექ-

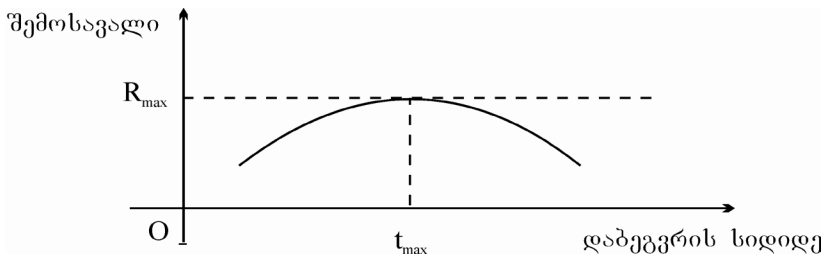


ნოლოგიები. ძირითადი და განმსაზღვრელი ესაა. ისიც აღსანიშნავია, რომ ასევე არ გვაქვს მენარმისათვის სასურველი გარემო, თუმცა ცალკეული მაგალითები გვიჩვენებს, რომ არსებულ გარემოშიც კი, საკმარისი ინვესტირების და მაღალპროდუქტიულობის მიღწევის პირობებში, წარმატებული საქმიანობა მაინც შესაძლებელია.

არსებული რეალობის ტიპიური მდგომარეობა გულისხმობს, რომ თითქმის ყველგან შესაცვლელია არსებული ტექნოლოგიები, რითაც უზარმაზარი პოტენციული რეალურ, მაღალმომგებიან სანარმოო სიმძლავრეებად გადაიქცევა. თუ ყველაფერს, რაც გვაქვს, ანუ წარმატებისთვის საჭირო კომპონენტების „დიდ“ ნაწილს ბაზარი ოდნავ უფრო მეტი რეალურობით შეაფასებს, თუ ამ პროცესში ქვეყნის უმთავრესი ბუნებრივი სიმდიდრეები, წიაღი, ტყეები და წყლის რესურსებიც ჩაერთვება, მაშინ, ამ გიგანტური რესურსის კაპიტალიზაციის ფონზე, მისი გირაოს ქვეშ, ინვესტიციის მოზიდვა აღარ გაჭირდება. ინვესტორი, ამ გიგანტური უზრუნველყოფის 3-5%-ითაც კი ყოველგვარი რისკის გარეშე მიიღებს უდიდეს უკუგებას, ჩვენი მენარმე და მთლიანად ეკონომიკა კი არნახულ წარმატებას იხეიმებს.

**მ ე ო რ ე, ე.წ. „ლაფერის“ ეფექტი, ოღონდ სრულყოფილი სახით და რეალური შედეგით, როდესაც ნაკლები საგადასახადო ნნეხით შესაძლებელი იქნება მეტი თანხების მობილიზება ბიუჯეტში. ეს აინტერესებს როგორც მენარმეს, ისე სახელმწიფოს.**

როგორც ცნობილია, ლაფერის მრუდს აქვს შემდეგი სახე:



ნახ. 7

დავუშვათ, რომ ჩვენ ვეთანხმებით ლაფერის იდეას იმის შესახებ, რომ გადასახადის სიდიდის ზრდა ჯერ ინვესტორების შემოსავლის ზრდას და შემდეგ,  $t_{max}$  -ზე უფრო დიდი სიდიდეებისთვის, შემოსავალი იწყებს კლებას ნულამდე. აქედან გამომდინარეობს დასკვნა: თუ ქვეყანაში გადასახადები უფრო დიდია, ვიდრე  $t_{max}$ , საჭიროა მათი შემცირება  $t_{max}$  -მდე, რის შედეგად მოხდება შემოსავლების მაქსიმიზაცია. მარტივია (!), მაგრამ მხოლოდ იმის შემდეგ, როცა ჩვენ ვიცით  $t_{max}$  -ის სიდიდე. რეალურ ეკონომიკაში  $t_{max}$  უცნობია. მის დასადგენად ანალიზის და პროგნოზის სხვადასხვა მეთოდებს მიმართავენ. მაგრამ, როგორც წესი,  $t_{max}$  -ის დადგენა რთული პრობლემაა და გარდაუვალია ცდომილების დაშვება. ამიტომ, საუბარი იმის შესახებ, რომ  $t_{max}$  ზუსტადაა დადგენილი და ნაპოვნი სიდიდე კანონმდებლობით უნდა დავანესოთ, დიდ საფრთხეს შეიცავს, რადგან  $t_{max}$  -ის შეფასების გარდაუვალ გადახრას  $t_{max}$  -ის ჭეშმარიტ მნიშვნელობიდან, შეუძლია გამოიწვიოს შემოსავლების შემცირება, ხოლო შეცდომის გამოსწორებას სჭირდება კანონმდებლობის შეცვლა, რაც არც თუ ისე იოლი (და დროში განელილი) საქმეა. გავიხსენოთ ისიც, რომ ეკონომიკა ინერციული სისტემაა და იმ შემთხვევაშიც კი როცა  $t_{max}$  ძალიან ზუსტი შეფასებაა, საჭიროა დრო იმისთვის, რომ გაიზარდოს შემოსავალი ანუ სხვა სიტყვებით, დადებითი ეფექტი დროში წანაცვლებულია. მეორეს მხრივ, დაბეგვრის სიდიდის შემცირება მყისიერად ამცირებს ბიუჯეტს, ხდება მისი სეკვესტრირება, სოციალური პროგრამების დაუფინანსებლობა და შედეგად პოლიტიკური დაძაბულობის გაღრმავება. ეს კი რიგ შემთხვევაში (მაგ. საქართველოში) დაუშვებელია. ამიტომ, ერთი შეხედვით, შეიკრა ჯადოსნური წრე. რას გვთავაზობს ახალი მეთოდოლოგია? გავიხსენოთ, რომ გადასახადის ყოველი ლარი მყისიერად კომპენსირდება. ამასთან კომპენსაციის დონე იცვლება საბაზრო პირობებზე დამოკიდებულებით. სხვა სიტყვებით, საბაზრო მექანიზმი თავად ადგენს  $t_{max}$  -ის რეალურ საუკეთესო შეფასებას, კანონის ფორმალური ცვლილე-

ბის გარეშე და შესაბამისად, ბიუჯეტის შემცირების გარეშეც.

დაახლოებით ასეთივე სქემას აქტიურად იყენებენ წამყვანი ამერიკული ფინანსური ინსტიტუტები ახალი ფინანსური პროდუქტების სამართლიანი ფასის საბაზრო მექანიზმებზე დაყრდნობით დადგენის დროს. როგორც პრაქტიკამ აჩვენა, რთული, მეცნიერებატევადი მეთოდებით დადგენილი ფასი და საბაზრო ფასი ძალიან ახლოსაა ერთმანეთთან.

ეს კიდევ ერთი, ირიბი დამტკიცებაა „სვპ“ სისტემის სიჯანსაღისა.

**მ ე ს ა მ ე, საფონდო ბაზრის გაცოცხლება, მისთვის ლიკვიდურობის დაბრუნება, აინტერესებს მოსახლეობას.**

დღეს, ჯერ კიდევ გვყავს საკუთრების მფლობელთა შესაშურად ფართო ფენა. მიუხედავად სიდუხჭირისა, უმეტესობამ შეინარჩუნა ბინა, აგარაკი და ა.შ. თვით აშშ-ში ან ვთქვათ საბერძნეთში საზოგადოების დიდი და საკმაოდ წარმატებულად დასაქმებული ნაწილიც კი „კრედიტი“ ცხოვრობს.

„კრედიტში“ ან ქირით აქვთ შესაძლოა უკეთესი, მაგრამ მაინც არა საკუთარი სახლი, მანქანა, აგარაკი თუ იახტა. ჩვენი სივრცის უმთავრესი პრობლემა ისაა, რომ თითოეული ჩვენთაგანის კერძო საკუთრებაში არსებულ ძირითად ქონებას გამოცლილი აქვს კუთვნილი საბაზრო ფასი, დეკაპიტალიზებულია. ქონება გვაქვს, სიმდიდრე არა.

დღეს საქართველოში რომ აღმოჩნდეს უდიდესი სიმდიდრე, ვთქვათ, აზერბაიჯანის ნავთობრესურსის ტოლფასი მარაგი, ცხადია ქვეყანას დიდი სიმდიდრე შეემატება, მაგრამ სიმდიდრის ასეთი მატება ვერ მოგვცემს მთელი საზოგადოების კეთილდღეობის მატების გარანტიას. მეტიც, არსებული რეალობის ფონზე, თუ ამ სიმდიდრეს რაიმე ცუდი, ძველი ან ახალი ძალა დაეპატრონება, თეორიულად არც უკუსვლა იქნება გამორიცხული. გამორიცხული არაა, ასეთმა ძალამ საზოგადოების უკვე სრული დამონება ისურვოს, გარკვეულწილად ეს მოახერხოს კიდევ და თავი უცებ ფეოდალურ შუა საუკუნეებში ამოგვაცოფინოს. **არასაბაზრო წარმოშობის მატება,**

**ნებისმიერი „ზეციური თუ მიწიერი წყალობა“ ამ ეტაპზე, ჩამოყალიბებული სამოქალაქო საზოგადოების არ არსებობის ფონზე, შესაძლოა არასასიკეთოდაც მოგვიბრუნდეს.**

ეკონომიკური თვალთახედვით ასეთი „შავი პესიმიზმის“ მერე ისევ განხილვის თემას დავუბრუნდეთ. წარმოვიდგინოთ „სვპ“ სისტემის შემოღებამ, როგორც მოსალოდნელია, მართლაც თავიდანვე ერთიანად გაზარდა ჩვენში გაუფასურებული საფონდო რესურსის საბაზრო ფასი. ცხადია, ქვეყანას უზარმაზარი სიმდიდრე შეემატება. **ზუსტად იგივე ქონების მქონე ქვეყანა, ბევრად მდიდარი გახდება.** დაახლოებით ისევე, ოჯახის სხვენში ან სარდაფში დიდი ხანია უყურადღებოდ მიგდებული ნახატები მცირე ნაკლის მქონე „რემბრანდტი“ და „გოგენი“ რომ აღმოჩნდეს, ზუსტად იგივე ქონების მქონე ღარიბი ოჯახი უცებ უმდიდრესი გახდება.

**ამ სისტემით შემომატებული სიმდიდრე, თავიდანვე, უფართოესი სპექტრით ნაწილდება ხალხში. ეკონომიკურად მოლონიერებული და ბაზრის საკითხებში უკვე საკმაოდ გაცნობიერებული, ძლიერი და გააზრებული ინიციატივების მქონე საზოგადოება, აღარავის დაემონება.** გარდა კერძოსი, უკეთ დააფინანსდება სახელმწიფო პროგრამებიც და მკაცრად მოეთხოვება ხელისუფლებას ნაკისრი ვალდებულებების შესრულება.

**შესაძლოა, უკეთესიცაა, აქამდე რომ ვერ მოხერხდა ამგვარად გამდიდრება.** საბაზრო გარემოში გამოუცდელი საზოგადოება სავარაუდოა დახარბდებოდა საკუთარი, ბოლომდე გაუაზრებელი ინიციატივების განხორციელების ფართოდ გადაშლილ, „ძვირ“ შესაძლებლობებს და ბევრი მათგანი, ალბათ, დაკარგავდა სწორედ იმ ქონებას (ფაქტია, მიუხედავად ყველაფრისა, ზოგმა „კაპიკებადაც“ კი მოახერხა გაკოტრება), რომელიც ხანგრძლივ პერიოდში, ბაზარზე უმოწყალო გაუფასურებისა და ინვესტორთა მხრიდან ინტერესის არ არსებობის გამო, დღემდე შეუნარჩუნდათ. ისიც ნათქვამია: „მგლის შიშით, ცხვარი ვის გაუწყვეტიაო“. იმედი უნდა ვიქონიოთ,

რომ ამჯერად „სვპ“ სისტემის ამოქმედების სწორედ ოპტიმალური დრო დაგვიდგა.

რაც შეეხება ამ დაინტერესებული მხარეების აქტიურობას, მას ადგილი ჰქონდა მხოლოდ პ ი რ ვ ე ლ ი მიმართულებით, პირობითად უმსხვილესი ინვესტორის მხრიდან. **ეს რეფორმების საწყის ეტაპზევე, პრივატიზაციის პროცესში ვაუჩერული მექანიზმის დანერგვის მცდელობაში გამოიხატა.**

ამ მცდელობის მიზანი ჩვენს სივრცეში ფართომასშტაბიანი ინვესტიციების მომგებიანი განხორციელების შესაძლებლობის, ანუ ჩვენივე საფონდო ბაზარზე დაყრდნობით მათი უკუგების გარანტიების, ჩვენი საფონდო რესურსის საბაზრო ფასის, ჩვენი პირობითი საფონდო ინდექსის სიდიდის შესაძლო სიმაღლეზე შენარჩუნება იყო.

ჩვენვე მოგვეცა არჩევანი, ვაუჩერით გამოხატული ეს საშუალება, ჩვენს მიერვე შერჩეული ფორმით გამოგვეყენებინა. ამისთვის, სესხად და საჩუქრად, საკმაოდ სოლიდური თანხები გამოიყო. ყველამ – ჩეხეთმა, რუსეთმა, ჩვენ თუ სომხეთმა განსხვავებული ფორმით, სხვებმა კიდეც სხვა ფორმით ვისარგებლეთ ამ საშუალებით. საერთო იყო მხოლოდ ის, რომ „მოუმნიფებელი, ბავშვური გონებით“, მთელს ამ სივრცეში ვერსად აღვიქვით მისი „სამკურნალო თვისებები“, დავინუნეთ და უარი ვთქვით მასზე. მსხვილი ინვესტორის „ლობმა“ ხელი ჩაიქნია.

პირველი მიმართულებით მცდელობა შეწყდა. მეორე და მესამე მიმართულებით, გააზრებული (მომნიფებული) დამკვეთი არ არის გამოკვეთილი და არც აქტიურობაა შესამჩნევი

სისტემის ამოქმედება საჭიროებს პირველ ბიძგს- დირექტიულობის ტექნიკურად მინიმალურ დონეს, მაგრამ უთუოდ ღრმად გააზრებულ უმაღლეს პოლიტიკურ და სახელმწიფოებრივ ნებას.

პრაქტიკულად საჭიროა მხოლოდ შესაბამისი მოკლე კანონის მიღება. ამ კანონიდან გამომდინარე ინსტრუქციისა და პროცესის მარეგლამენტირებელი უმარტივესი დოკუმენტის შექმნა.

მნიშვნელოვანია „სვპ“ სისტემის თვითმართვადი და თვით-რეგულირებადი ხასიათი, ზემოდან რაიმე განსაკუთრებული მეურვეობის გარეშე ქმედუნარიანობის გარანტიები.

ამავე დროს, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, რომ სისტემა მოქმედებს დამოუკიდებლად და მიუხედავად იმისა, რამდენად საიმედოა ხელისუფლება, რაოდენ ღრმა და ყოვლისმომცველია აუცილებელი სტრუქტურული გარდაქმნები და რეფორმები, ან რა წარმოშობის და დაძაბულობის ხელშემშლელი ფაქტორები არსებობს, მაინც წყვეტს მის წინაშე მდგარ ამოცანებს.

### **3.3. „სვპ“ სისტემის მუშაობის გარანტიები და მოსალოდნელი შედეგები**

**უპირველეს გარანტიაა** პროცესის პოლიტიკური გადანყვეტილების გარდა მსოფლიო ბანკის, სავალუტო ფონდის, მთლიანად დასავლური ეკონომიკური აზროვნების მძლავრი მხარდაჭერის მოპოვება.

საუბარი აღარაა იმაზე, რომ ბუნებრივად, სწრაფად და ამომწურავად მოხდება მათი ყველა არსებული და მომავალში შესაძლო რეკომენდაციების სრული შესრულება.

მნიშვნელოვანია ისიც, რომ ამ მიდგომის ფონზე, რეკომენდაციების შესრულების მიმდინარე პროცესში ყოველგვარი საფუძველი გამოეცლება არსებულ უნდობლობას და ეჭვებს მათი სასურველობისა და მიზანშეწონილობის მიმართ.

**სისტემის მუშაობის უმთავრესი გარანტი გახდება საზოგადოების და ხელისუფლების ინტერესთა თანხვედრა, როდესაც „სვპ“ სისტემა** ამოქმედებიდან რამდენიმე თვეში მოიტანს შედეგს. თვითდაფინანსებადი და გარკვეულწილად სახელმწიფოს მხრიდანაც ინფორმაციული მხარდაჭერით სისტემა სწრაფად დაიჭერს კუთვნილ, ღირსეულ ადგილს მოსახლეობის ფართო ფენის, პოლიტიკური ძალებისა და ხელისუფლე-

ბის ცნობიერებაში, იქცევა ეროვნულ საკუთრებად. თუნდაც სრულიად იდეალურად იქნეს მიჩნეული შემოთავაზებული სისტემა, მას ჭირდება სამართლებრივი სასტარტო აქტი და პრივატიზაციის დასრულებამდე ამ გადანყვეტილების პრინციპულად უცვლელობის გარანტიები.

მიუხედავად მისი უკიდურესი სიმარტივისა, ამგვარი მასშტაბური ღონისძიების ცხოვრებაში გატარება, მით უმეტეს, რომ პირდაპირი ანალოგია „კომპლექსში“ არ არსებობს, ყველა შედეგის მთელი სისრულით გააზრების შემთხვევაშიც კი საჭიროებს სწორედ მძლავრ პოლიტიკურ ნებას. საჭიროა ოფიციალურად დეკლარირებული მიმართულება პრაქტიკულად იქნეს გააზრებული და აღიარებული.

კრიტერიუმები, რითაც შეიძლება შეფასდეს „სვპ“ სისტემის ეფექტიანობა და ფუნქციონირება უპირველეს ყოვლისა, საფონდო ბაზრის აქტიურობის და ძირითადი საფონდო რესურსის საბაზრო ფასის, პირობითი ერთიანი საფონდო ინდექსისა და კაპიტალიზაციის ზრდაა.

ბაზრის ამოქმედებასთან ერთად დასაბეგრი ბაზის თვითლევალიზაციის წახალისებით მივიღებთ უფრო მარტივ და უფრო ლიბერალურ საგადასახადო გარემოს, ბიუჯეტში ანარციხების მკვეთრ ზრდას.

შედეგის შეფასება შესაძლებელი იქნება აგრეთვე საინვესტიციო გარემოს გააქტიურებით, სამენარმეო აქტივობის ამაღლებით, ანუ მოზიდული ინვესტიციების, სამენარმეო საქმიანობაში ჩართული სუბიექტების, ფინანსური სახსრებისა და დასაქმებულების ელემენტარული დათვლით, მიღებულის დღეს არსებულთან შედარებით.

რეზერვი დიდია და ამ სისტემის ამოქმედება პირველ ეტაპზე ალბათ მოგვეცემს სულ მცირე: საფონდო რესურსის საბაზრო ფასის, დასაბეგრი ბაზისა და მოზიდული ინვესტიციების მრავალჯერად ზრდას. შესაბამისად გაიზრდება სამენარმეო აქტივობა და დასაქმება. საშუალება მოგვეცემა დავივიწყოთ ბიუჯეტის დეფიციტი, რეალურად და უმტკივნეულოდ შევამ-



სუბუქოთ მოქმედი ბეგარის სიმძიმე გადასახადების რაოდენობისა და პროცენტული სიდიდის შემცირებით, წავახალისოთ სამეწარმეო აქტივობა.

ეკონომიკურ პროცესებში პრაქტიკულადაც მხოლოდ ამ რანგის ხელშემწყობი ჩარევა დარჩება შესაძლებელი და მისაღები.

შედეგად, ვფიქრობთ, ნათლად გამოიკვეთება მაკროეკონომიკური და შესაბამისად, ფინანსური სტაბილიზაციისაკენ (დღეს საწინააღმდეგო მიმართულებით) მიმავალი კონტური. რა შედეგებს მოგვცემს „სვპ“ სისტემა?

**ამ ღონისძიებით საფონდო ბაზარი იმ დონეზე გაცოცხლდება, რომ ბოლოსდაბოლოს პრაქტიკულად დასრულდება ტრანსფორმაციის პერიოდი და საქართველო გადავა უკვე დემონტირებული ცენტრალიზებული გეგმური ეკონომიკიდან საბაზროზე. სასიკეთოდ შეიცვლება საკუთრებრივი ურთიერთობები, მეურნე სუბიექტების ფუნქციონირების და ფინანსური კავშირების ფორმები, შედეგებისადმი საზოგადოების ყველა ფენის დაინტერესების ხარისხი. ფუჭ ადმინისტრირებას ჩაენაცვლება საკრედიტო ხასიათის თვითმართვადი და გამჭვირვალე ეკონომიკური მექანიზმი, რაც უზრუნველყოფს საბაზრო სუბიექტების ეკონომიკური თავისუფლებისა და პასუხისმგებლობის განუყოფელობას, სამეწარმეო აქტივობის და საბიუჯეტო შემოსავლების ერთობლივ მკვეთრ ზრდას, ჩრდილოვანი ეკონომიკის შევიწროებას, სოციალური და სხვა სახელმწიფო პროგრამების ღირსეულ გაფართოებას, საშუალო ფენის ჩამოყალიბებას, ეკონომიკური სისტემის მდგრადობას;**

**საშუალო ვადიან პერიოდში (1-1,5 წლის განმავლობაში) საქართველო გახდება სწრაფად მზარდი ეკონომიკის მქონე კაპიტალისტურ ქვეყნად.** ეს მიდგომა, ერთის მხრივ, ყველაზე თამამ, ნაირნაირ პოპულისტურ ან უბრალოდ, ბოლომდე გაუთვლელ შეპირებებთან შედარებითაც კი მრავალჯერ მეტ სიკეთეს უქადის როგორც მენარმეებს, ისე მოსახლეობას და მთლი-



ანად სახელმწიფოს, ხოლო მეორეს მხრივ, დღეს სერიოზულად მიჩნეულ, მძლავრად მხარდაჭერილ ასეთი მიდგომებისა და შეპირებებისაგან განსხვავებით, სრულიად რეალისტურია.

გასაგები მიზეზების გამო, უამრავი ოპონენტი, მოსალოდნელია, რომ ეჭვის ქვეშ დააყენებს შედეგის მიღების ვადის სიმცირეს გადაჭარბებული ოპტიმიზმის გამო.

აღნიშნულთან დაკავშირებით მოკლედ შეიძლება ითქვას, რომ არა თუ ამ ტიპის და მასშტაბის, ბევრად უფრო უმნიშვნელო გადაწყვეტილებებზეც კი, საფონდო ბაზარი და შესაბამისად, მთელი ეკონომიკა ელვისებურად რეაგირებს. ჩვენ რომ რეფორმადასრულებული, ჩვეულებრივი საბაზრო ქვეყანა ვიყოთ, მაშინ რამდენიმე თვეზე კი არა, ნუთუბზე, საათებზე იქნებოდა საუბარი. ერთ ორ დღეში, ქვეყანაში მკვეთრად გაუმჯობესდებოდა ეკონომიკური პარამეტრების მთელი სპექტრი. საშუალოვადიანი პერიოდი, ფაქტობრივად „რამდენიმე თვე“ სწორედ იმის გათვალისწინებითაა ნათქვამი, რომ გარკვეული მცირე ვადა ცვლილებების გასაცნობიერებლად, ჩვენი ბაზრის მონაწილე სუბიექტებს უთუოდ დაეკარგებათ, მაგრამ „ჯაჭვური რეაქცია“ შედეგს დიდადაც არ დააყოვნებს, ერთეულებს ასეულები მიბაძავენ, ასეულებს ათასეულები და ა.შ..

თუ გადაწყდება საგადასახადო სტიმულირების კომპონენტის შეტანა, მაშინ განაწილების არათანაბრობის მიუხედავად, მცირე დროის შემდეგ, საზოგადოება მოინონებს ისეთ ცვლილებებს, რომლის საფუძველზეც თითოეული მკაფიოდ შეიგრძნობს საკუთარი ფინანსური სიძლიერის და დამოუკიდებლობის მატებას. უფრო გამჭვირვალე გახდება ამა თუ იმ მეურნე სუბიექტის წარმატება ეყრდნობა თუ არა კანონიერ და საზოგადოებრივად სასარგებლო საქმიანობას. მოხსნის გაუთავებელ ეჭვებს. დიდი სიმდიდრე, როგორც ცივილიზებულ სამყაროშია მიღებული, ნელ-ნელა გახდება დიდი ცოდნის და პატიოსანი პროფესიონალიზმის ნიშანი. ამ პროცესით დიდწილად განეიტრალდება ეკონომიკის „ჩრდილოვან“ ნაწილში დარჩენის ინტერესი და სურვილი.

ლონისძიება ამავე დროს არ შეიცავს თანმდევ საშიშროებებს, ტექნიკურად მარტივია, არ ითხოვს მნიშვნელოვან დაფინანსებას, დაკანონების შემდეგ თვითნაზღაურებადი, თვითრეგულირებადია და აღსრულების პროცესს არ დასჭირდება მუდმივი სახელმწიფო მონიტორინგ-პატრონაჟი.

„სვპ“ სისტემის მთავარი პრობლემა, სისტემის პარადოქსული ნაკლი ისაა, რომ სწორედ იმ პრობლემების გამო (სასურველი ინვესტიციების, ოპტიმალური მენეჯმენტის ძიება და ა.შ.), გადანყვეტილების მიმღებ პირებს უჭირთ ამავე პრობლემების სისტემურად და ერთიანად დაძლევის მიზნით შეთავაზებულის, ამ უმარტივესი სისტემის გააზრება და დანერგვის ინიცირება. სისტემის სიმარტივე მისი ყველაზე დიდი პრობლემაა. მარტივი, თურმე ამავედროულად რთულიცაა, რადგან ხშირად უხეშად ეჯახება მყარად ჩამოყალიბებულ სტერეოტიპებს, უნებურად იწვევს უნდობლობას, შიშს, შორიდანვე უარყოფის და განხილვისაგან თავის არიდების სურვილს. წარმოშობს აგრეთვე ბუნებრივ, გასაგებ მოთხოვნასაც, მოიძებნოს დასაბუთებული უარყოფა. ეს მაშინ როდესაც საქართველოში მსგავსი გამოცდილება ვაუჩერული პრივატიზების სახით არსებობს და რაიმე სოციალურ-ეკონომიკურ ექსპერიმენტთან საქმე არ გვაქვს.

„ბიუჯეტური პრივატიზაციის“ ეფექტიანობა და შედეგიანობა მტკიცდება ყველა ცნობილი მოდელით (ეს დაამტკიცა თეიმურაზ ტორონჯაძემ. ჩხაიძე 2003: 80-105). თავის დროზე გაანგარიშებები ეხებოდა გადასახადის გადამხდელებზე საპრივატიზებო ფულის გაცემას, თუმცა ამ მეთოდს აქვს უნივერსალური შესაძლებლობები და ის შეიძლება ერთ ან რამოდენიმე კონკრეტულ შემთხვევაში გამოვიყენოთ, თუმცა ამით არ შემოისაზღვრება მისი შესაძლებლობები. უმთავრესი აქ ისაა, რომ მოხდება საპრივატიზაციო ქონების რეალიზაციის უფლების გადაცემა (დელეგირება) სახელმწიფოს მხრიდან კერძო ხელში. ამ ფაქტის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი შედეგი იქნება ის, რომ დროითი წნეხი, რომელიც მოქმედებს სახელ-

მნიფოს მიერ ჩატარებულ პრივატიზაციაზე (პრივატიზაციის დროითი ჩარჩოები), მოიხსნება: კერძო მესაკუთრე გაყიდის ქონებას მაშინ, როცა ჩათვლის საჭიროდ. ამრიგად, ლიკვიდურობის დონის დამწვევი ერთ-ერთი ძირითადი ფაქტორი - დროგანეიტრალებული იქნება. მეორე, მნიშვნელოვანია ისიც, რომ გამყიდველის როლში სახელმნიფოს ჩაანაცვლებს ლეგიტიმური კერძო ინტერესების მქონე ქონების ახალი მფლობელი. ამიტომაც შეწყდება ბაზარზე ქონების მიწოდება დემპინგურ ფასებში, როგორც ამას სახელმნიფო აკეთებს. შესაბამისად ქონების ღირებულება მხოლოდ ამით თუნდაც მცირედ, მაგრამ მაინც გაიზრდება. ღირებულების ზრდის ამამოძრავებელი მექანიზმი დევს იმ აქტში როდესაც საპრივატიზაციო ფულის სანაცვლოდ მიღებულ იქნება ფიქსირებული აქტივები (მიწა, კომუნიკაციები, შენობები და ა.შ.). დღევანდელ დღეს, მიწოდების შოკის გამო შექმნილია პარადოქსალური სიტუაცია, როცა მთელი ფირმა, თავისი დირექტორის კაბინეტიანად და ალყაფიანად ღირს უფრო ნაკლები, ვიდრე დირექტორის კაბინეტში მდგომი ტელევიზორი ან სანარმოს ალყაფი. ცხადია, ფიქსირებული აქტივების შინაგანი მნიშვნელობა არ შეესაბამება მის ღირებულებას. პირველივე შემთხვევები დაიწყებს საპრივატიზებო სფეროს ეკონომიკის მიწოდების შოკიდან გამოყვანას. **ფულზე ტენდერებით პრივატიზების დროს ფასი ძირითადად არასაბაზრო კონკურსის და არა კონკურენციის მექანიზმით ხორციელდება. ამიტომ ასეთი ფასწარმოქმნა ყოველ შემთხვევაში ინდივიდუალურია და ობიექტურ სურათს ვერ მოგვცემს.**

## თავი 4. წარმოების ფაქტორების დეკაპიტალიზაციის დაძლევის ისტორიული შესაძლებლობა

საზოგადოებრივ საკუთრებაზე დაფუძნებული ეკონომიკური სისტემების პრულარისტული საკუთრებაზე დაფუძნებულ ეკონომიკურ სისტემებზე გადასვლისას ყველა სხვა მოვლენის გამსაზღვრელად იქცა წარმოების ყველა ფაქტორის - შრომის, კაპიტალის, მიწის გაუფასურება, უფრო სწორად ღია ეკონომიკის პირობებში მათი დაბალი კაპიტალიზაცია და აქედან გამომდინარე საინვესტიციო შიმშილი. ამ პრობლემის სიმწვავე მოიხსნა ევროკავშირში განეწიანებული ყოფილი სოციალისტური ქვეყნებისა და საბჭოთა რესპუბლიკებისათვის, ხოლო ყველა დანარჩენისათვის აქტუალურია ტრანსფორმაციის პერიოდის თითქმის მეოთხედი საუკუნის შემდგომაც. ყველა ამ ფაქტორზე არსებობდა დირექტიული ფასი დადგენილი სუბიექტური მოსაზრებებით (ფასების დამდგენი ადმინისტრაციული ორგანოების - ე.წ. ფასების კომიტეტების-მიერ). ფასების თავისუფლება ყველაზე მეტად შეეხო შრომის ბაზარს და აქ პროცესები ბაზრის სტიქიური მოქმედებით განვითარდა უმრავლეს შემთხვევაში, რასაც მოჰყვა სამუშაო ძალის გადინება განვითარებული ეკონომიკისა და მაღალი ანაზღაურების მქონე შრომის ბაზრებისაკენ. კაპიტალის შემთხვევაშიც - მისი მოძრავი ნაწილი სწრაფად მოექცა თავისუფალი ფასწარმოქმნის სისტემაში. მართალია ეს განხორციელდა „ბარბაროსული“ მეთოდებით, როდესაც მთელი ქარხნები, ხაზები, მანქანა-დანადგარები გაიყიდა ჯართის სახით, მაგრამ პროცესი არ გაჩერებულა. ასეთ ფონზე დროში გაიჭიმა უძრავი კაპიტალისა და მიწის (ფართო გაგებით მთელი ბუნებრივი რესურსების) საბაზრო ურთიერთობებში ჩართვის პროცესი. გლობალიზაციის პირობებში ფუნდამენტური წარმოების ფაქტორების გვერდით მენარმეობისა და ინოვაციების გარდასულ უფრო და უფრო დიდი ყურადღება ექცევა დროს ფაქ-

ტორს. ტრანსფორმაციის პერიოდის დასრულება და საბაზრო ეკონომიკაში სრულფასოვანი ჩართვა საქართველოს ტიპის ქვეყნისათვის უმნიშვნელოვანესი გამოწვევაა. ამასთან, საქართველოს გააჩნია უდიდესი ისტორიული შანსი სწორად გამოიყენოს მემკვიდრეობით მიღებული უზარმაზარი სიმდიდრე, რომელიც ე.წ.სახელმწიფო საკუთრების სახით არსებობს და მოახდინოს გარღვევა საქართველოს მოსახლეობის ეკონომიკურ მდგომარეობაში მათი გამდიდრების მიმართულებით. ამისათვის აუცილებელია საკუთრებითი ურთიერთობის გარდაქმნის დასრულება, კაპიტალის რეალური ბაზრის შექმნა და ბუნებრივი რესურსების ამ ბაზარში ჩართვა.

#### **4.1. საფონდო ბაზრის შესახებ**

საქართველოში საფონდო ბაზრის მდგომარეობის დასახასიათებლად იმ ნაწილში, სადაც მონაწილეობს არა მარტო პროფესიონალები და სპეციალიზებული იურიდიული პირები, არამედ მოსახლეობა აღსანიშნავია ერთი არასასიამოვნო ფაქტი: ის დღესაც განვითარების საწყის სტადიაზეა, როგორც 1999 წელს, როდესაც გატარდა ყველაზე მნიშვნელოვანი რეფორმა ამ სფეროში აშშ-ს დახმარებით. არც ის ჩანს, თუ როგორ აპირებს ქვეყანა ამ სფეროს განვითარებას, რომელზედაც პირდაპირაა დამოკიდებული ეკონომიკაში ინვესტიციების მოზიდვა და ბუნებრივი ეკონომიკური განვითარების გზაზე ქვეყნის გადასვლა. სიტუაცია იმდენად პარადოქსულია, რომ საფონდო ბაზართან დაკავშირებით, 15 წლის წინანდელი მოსაზრება აქტუალურია. ჩვენი აზრით (ჩხაიძე 1999): უდაოდ აუცილებელია ლიკვიდური საფონდო ბაზრის შექმნა, განვითარება და სრულყოფა. ამის გარეშე ეკონომიკური კრიზისი გარდაუვალია. ფაქტია, თვით ამერიკის შეერთებულ შტატების და ნებისმიერი სხვა მაღალგანვითარებული ქვეყნის ეკონომიკასაც აზნაზარებს საფონდო ინდექსების ოდნავი დაცემა.

დღეს საქართველოში მსგავსი ინდექსი ნულოვან დონეზეა, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ფაქტობრივად არ არსებობს და ამ ეტაპზე მის განვითარებაზე საუბარი ნაადრევია. ჯერ აუცილებელია ბაზრის შექმნა, ამ საქმეში ხელშემშლელი ძირეული პრობლემების გამოვლენა და დაძლევა. უამისოდ ქვეყნის ეკონომიკური ცხოვრება ვერ მოწესრიგდება.

გულუბრიყვილოდაც რომ წარმოვიდგინოთ, რომ ყველა სხვა ეკონომიკური პრობლემა დავძლიეთ, რამენაირად, თუნდაც არაბუნებრივად, ხელოვნურად და ჰიპოთეტიური მეგობრების დახმარებით ავაკონინეთ განვითარებული დასავლური ტიპის ყველა სხვა ეკონომიკური საფუძვლები, მხოლოდ ამ ერთი პრობლემის მოუგვარებლობა იქნება საკმარისი მიღწეული ეკონომიკური სიძლიერის ხუხულასავით დასანგრევად.

როცა ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონი შევექმენით, ჩვენ ფაქტიურად დავეთანხმეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნას, მაგრამ თავი არ შევიწიხეთ ფიქრით, როგორ დავაჩქაროთ პროცესი. ჩვენთან არსებულ გარემოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეალურად ჩამოყალიბებისათვის რა როგორ შევცვალოთ, რათა დავაჩქაროთ სასურველი საბოლოო შედეგი. რათა დროის მნიშვნელოვან პერიოდში ეს კანონი მკვდრადშობილი არ გვედოს.

რატომ ვაკეთებთ იმას, რაც ჯერ არ გვარგია, მხოლოდ მომავალში გამოგვადგება და არ ვცდილობთ იმას, რაც დღესვეა აუცილებელი? ამას უბრალო ახსნა აქვს. ადგილი აქვს ელემენტარულ, მარტივ ინტერესთა თანხვედრას. ერთის მხრივ უცხოეთის მხარეს, ... სურთ, იოლად აითვისონ პროექტით გათვალისწინებული თანხა, მეორეს მხრივ კი საქართველოს მხარეს ბევრ ჯგუფს აქვს სურვილი მიიღოს საფონდო ბაზრის განვითარების პროექტში თანამონაწილეობის უფლება და ამისთვის მზად არიან, ტენდერში გამარჯვებისათვის სრულად დაეთანხმონ თამაშის შემოთავაზებულ წესს. მეტიც, ბევრს ჩვენი მხრიდან, რამდენიმე პროფესიონალის გარდა, საფონდო ბაზრის შექმნისთვის უფრო ქმედითი ღონისძიებები ვერც კი

წარმოუდგენია. შედეგად მიმდინარეობს ე.წ. „შემოქმედებითი საქმიანობა“, რაც პრაქტიკულად ნიშნავს კანონების, წესებისა და ინსტრუქციების საკმარისად საქმიანი და ღრმა გააზრების გარეშე თარგმნას, სწავლებას, საბირჟო ინსტიტუტების შექმნას და აღჭურვას, მოკლედ, ყველაფერს იმას, რისი გაკეთებაც სწორი და საჭირო იქნებოდა რომელიმე განვითარებული კაპიტალისტური ქვეყნის ხანმოკლე ომის ან სტიქიის შედეგად განდგურებულ რომელიმე პროვინციაში, მაგრამ სრულიად არ პასუხობს საქართველოში საფონდო ბაზრის შექმნის განსხვავებულ მოთხოვნებს....

არ არის საკმარისი სხვაგან არსებული საფონდო ბაზრების თუნდაც საუკეთესოდ მარეგულირებელი კანონებისა და კანონქვემდებარე აქტების სრულად გადმოტანა. თუ არ იქნა სათანადო მოთხოვნა-მიწოდება, თუ არსებული გარემოს მოუნესრიგებლობის გამო მეორად ბაზარზე არ გვეყოლა ფასიანი ქაღალდების რეალურად არც მყიდველი და არც გამყიდველი, სულაც რომ ხელუხლებლად გადმოვიტანოთ რუსთაველზე ლონდონის ბირჟა თავის შენობით, ტექნიკით, პერსონალით და წესებით, ვერ იმუშავებს.

ვერ იმუშავებს იმიტომ, რომ ჩვენთან არ არსებობს მიწოდება უზრუნველყოფილი მოთხოვნით და მოთხოვნა უზრუნველყოფილი მიწოდებით.

იმედი, რომ ბირჟის შექმნის შემდეგ თავისთავად გაჩნდება ან დაჩქარდება მოთხოვნა-მიწოდება მცდარია.

როგორც წესი, ჯერ ჩნდება ინტენსიური მოთხოვნა-მიწოდება, შემდეგ ბროკერები, შემდეგ საბროკეროები და შემდეგ ბირჟები. პირიქით არ ხდება. მაქსიმუმ, რასაც შეიძლება ადგილი ჰქონდეს, ესაა საბროკეროების შექმნას დაასწროს ბირჟის შექმნამ, მაგრამ თვით საფონდო ბაზრის შექმნამდე ბირჟის შექმნა ნამდვილად გაუგებარია.

შევეცადოთ, გავერკვეთ.

რატომ არ არსებობს საქართველოში საფონდო ბაზარი?

იმიტომ, რომ ფაქტობრივად არ არსებობს მეორად ბაზარ-



ზე წარმოდგენილი საფონდო რესურსების არც მყიდველი და არც გამყიდველი, ბაზრის ეს ორი მთავარი სუბიექტი. რა უშლის ხელს მეორად ბაზარზე, ვთქვათ, უკვე კერძო საკუთრებაში არსებული აქციების ყიდვა-გაყიდვას? ამას ხელს უშლის სახელმწიფოს საკუთრებაში დარჩენილი უზარმაზარი საპრივატიზებო ქონების (მ.შ. ასეულ მილიონობით ცალი ასეთივე აქციის) გაყიდვის დაკანონებული წესი.

კერძოდ, სახელმწიფო იმდენად დაბალ ფასში ყიდის თავის საკუთრებაში დარჩენილ საპრივატიზაციო ქონებას, რომ შექმნილი ფონი საფუძველს აცლის მეორად ბაზარზე, უკვე კერძო საკუთრებაში არსებული ქონების ყიდვა-გაყიდვის შესაძლებლობასაც კი. აქციების არცერთი კერძო მესაკუთრე არ თვლის დასაშვებად ასე იაფად გაყიდოს თავისი საკუთარი აქციები და ამავ დროს არც ერთი პოტენციური ინვესტორი არ გადაიხდის კერძო ბაზარზე შემოთავაზებულ ფასს, თუ ასეთივე ქონების შეძენა სახელმწიფოსაგან შეუძლია ნულოვან აუქციონებზე, შეუდარებლად ნაკლებ ფასად.

სულ სხვაა, როცა წინასწარ შექმნილია ინტენსიური მოთხოვნა-მიწოდების გარემო, თუნდაც სტიქიური ბაზარი. შემდეგ მისი ცივილიზებულ ფორმებში მოქცევა, რა თქმა უნდა, აუცილებელიცაა და იოლიც.

თუ მაინც უკუღმა ვიმოქმედებთ, ჯერ ბირჟას შევქმნით და მერე ვიფიქრებთ სტიქიური ბაზრისათვისაც კი აუცილებელი წინაპირობის შექმნაზე, რეალური მყიდველებისა და გამყიდველების, საფონდო ბაზრის ამ მთავარი სუბიექტების გაჩენაზე, ბევრს წავაგებთ. წავაგებთ არა მარტო დროში და ფინანსურად, რაც მთავარია, მოვახდენთ თვით ბირჟის იდეის, რეფორმის ამ უმნიშვნელოვანესი ელემენტის დისკრედიტაციასაც.

რატომ იქცევა ასე სახელმწიფო? რა თქმა უნდა არა იმიტომ, რომ ხელოვნურად გააღრმავოს ეკონომიკური კრიზისი ან ხელი შეუწყოს დიდი ხანია ტერმინად ქცეულ „პრივატიზაციას“.

აქ საქმე უფრო სერიოზულადაა, რაც ასევე სერიოზულ ანალიზს საჭიროებს.



ასეა არა მარტო საქართველოში, არამედ საერთოდ პოსტკომუნისტურ სივრცეში - ყველა იმ ქვეყანაში, სადაც სახელმწიფო ქონების განკერძოებას მასობრივი ხასიათი ენიჭება და თანაც, შეზღუდულ ვადებში. იქმნება ხოლმე სტანდარტული სიტუაცია. ამ სტანდარტულ სიტუაციას ახასიათებს ის, რომ, როგორც წესი, დიდი სხვაობაა გასაყიდი ქონების ფასსა და მოსახლეობის გადახდის უნარს შორის. ეს ობიექტური კანონზომიერებაა, ქონების მასობრივი განსახელმწიფოებრიობის ფონზე სხვაგვარად არც არის შესაძლებელი. ასეთ დროს ნებისმიერ ქვეყანაში, განუვითარებელსა თუ განვითარებულში, არსებული ძირითადი საშუალებების ჯამური ღირებულება მრავალჯერ აღემატება ბრუნვაში საერთოდ არსებული ფულის ჯამურ ოდენობას. თანაც ბრუნვაში არსებული ფული ოდენობით შეესაბამება და ძირითადად იხარჯება კიდევ წარმოებულ და შემოთავაზებულ საქონელსა და მომსახურებაზე, კვებაზე, ცხოვრებისეულ სხვა მოთხოვნილებებზე. შედეგად რაღაც მიზეზული თანხა რჩება დანაზოგის სახით საპრივატიზაციო ქონების შესაძენად, განსაკუთრებით საწარმოო კაპიტალის დაგროვებისადმი პოსტკომუნისტური მოსახლეობის მენტალიტეტის პირობებში.

ჯანსაღი მაკროეკონომიკური თვალსაზრისით მასობრივი პრივატიზაცია უნდა გაგრძელდეს და ბოლოსდაბოლოს უნდა დამთავრდეს. ამასთან უნდა ვიცოდეთ, რომ ქვეყანაში ამ პროცესის მიმდინარეობისას, როცა დიდი მოცულობის სახელმწიფო ქონება შეზღუდულ ვადაში უნდა განკერძოვდეს, შეუძლებელია სახელმწიფომ ქონების შესაბამისი თანხის მიღების იმედი იქონიოს. ნებისმიერ ქვეყანაში და არა მარტო ჩვენთან, როგორც უკვე აღინიშნა, ბრუნვაში არის, უხეშად რომ ვთქვათ, „ცხოვრებისათვის“ საჭირო ფულადი მასა, ანუ აუცილებლად განსაკერძოებელი მილიარდობით ლარის ღირებულების ქონების შესაბამისი თანხა ასეთ დროს ადგილობრივ ბრუნვაში უბრალოდ არ არსებობს. შესაბამისი მოცულობის თანხის ბრუნვაში დამატება კი შეუძლებელია – ეს ინფლაცია-

ას გამოიწვევს. თუ რაიმე არ შეიცვალა, სახელმწიფო იძულებული ხდება, საკმაოდ ძვირად ღირებული ქონება ნულოვანი აუქციონებით და კონკურსებით ფაქტობრივად უფასოდ გასცეს კერძო მფლობელების ხელში.

ჩვენ ხშირად ვაკრიტიკებთ პრივატიზაციის პროცესს, ვამბობთ, რომ ქონება კარგად ვერ წარვადგინეთ, ვერ მოვანონეთ პოტენციურ მყიდველებს ან პროცესს გამჭვირვალებად დავაკელით და ამიტომაც იაფად გაყიდეთ. ხშირად ასეთი მსჯელობა საფუძველშივე მცდარია. რაც შეეხება მაღალი გადახდის უნარის მქონე ცალკეულ, გინდ უცხოელ და გინდ შინაურ ინვესტორს, ის სრულიად იოლად აპროგნოზებს ამ, როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ისედაც სტანდარტულ სიტუაციას, ელის ფასის ობიექტურად კანონზომიერ დაბალ დონეზე ჩამოყალიბებას და, რა თქმა უნდა, ამ ქონების შესაძენად ბევრად მეტს არ გაიღებს.

ასეთი ვითარება აუფასურებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს. ანულებს არა მარტო სახელმწიფო საკუთრებაში, არამედ მეორად ბაზარზე, უკვე კერძო საკუთრებაში არსებულ საფონდო რესურსს, ასეთი გაუფასურება ავტომატურად იწვევს ქვეყანაში არსებული ყველა სხვა ქონებისადმი ინტერესის შესაბამის დაქვეითებას. ზემოთაც აღინიშნა და კვლავ ვიმეორებთ, აქციების არცერთი კერძო მესაკუთრე არ თვლის დასაშვებად ასე იაფად გაყიდოს თავისი საკუთარი აქციები და ამავე დროს არცერთი პოტენციური ინვესტორი არ გადაიხდის კერძო ბაზარზე შემოთავაზებულ ფასს, თუ ასეთივე ქონება შეუძლია სახელმწიფოსაგან შეიძინოს ნულოვან აუქციონებზე, შეუდარებლად ნაკლებ ფასად.

გაგონილი გექნებათ ლეგენდა, რომ სადღაც, აფრიკაში, რომელიღაც ველურ ტომში, უძვირფასესი ბრილიანტი შეიძლება კამფეტის ერთ პრიალა ქაღალდში გაიცვალოს და მათ ორ ქაღალდსაც კი არავინ აძლევს (თვით კამფეტს მითუმეტეს). მასობრივი პრივატიზაციის პროცესის ფონზე თითქმის ასევეა ყველა პოსტსოციალისტური ქვეყნის და მათ შორის ჩვენი საქმე.

საფონდო, მათ შორის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ქვეყნის ეკონომიკური წარმატების ეს უმნიშვნელოვანესი ინსტიტუტი, მკვდარია. საფონდო ინდექსი ნულის ტოლია.

განვითარებულ საფონდო ბაზრებზე აქციების ამ დონის ტოტალური გაუფასურების მომენტს ჩასაფრებული ელოდება ამ ბაზრების ყველა მონაწილე, რადგან იძლევა სწრაფი გამდიდრების საშუალებას, მაგრამ ხდება ძალიან იშვიათად, შეიძლება მონაწილის ცხოვრებაში ერთხელ და გრძელდება დროის ისტორიულად მეტად მცირე მონაკვეთში. როგორც წესი ასეთ სიტუაციას ადგილი აქვს სრულიად მოულოდნელი და ფართომასშტაბიანი ფინანსური კატასტროფით გამოწვეული პანიკის ფონზე. ასეთ დროს სასწრაფოდ ხდება დაბანდებული სახსრების გამონვევა, გაუფასურებული საფონდო რესურსის მაქსიმალური ოდენობით გამოსყიდვა და ამავდროულად საფონდო ბაზარზე მოთხოვნა-მიწოდების ბალანსის თვითაღდგენა.

ღმერთმა ნუ ქნას, ასეთი მომენტი მათთან ჩვენსავით უსაშველოდ გაიწელოს დროში. ეს საკმარისი იქნებოდა ნებისმიერი განვითარებული ქვეყნის ეკონომიკის სრულად დასანგრევად.

ჩვენთან მოწინავე ტექნოლოგიების კრიტიკიუმებით თუ ვიმსჯელებთ, მეტად დასანგრევი არც არაფერია, მაგრამ საბაზისო საფონდო რესურსების გაუფასურების გაჭიანურებით ამ სფეროსადმი ფინანსური ინტერესი იმდენად ქვეითდება, რომ არ არსებობს სათანადო გადახდისუნარიანი მოთხოვნილება პროცესის თანხმლებ ისეთ აუცილებელ საქმიანობაზეც კი, როგორიცაა აქციონერთა რეესტრების კვალიფიციური წარმოება, კვალიფიციური აუდიტორული თუ დეპოზიტარული მომსახურება. ეს მომენტი თავის მხრივ გამოორიცხავს ავტორიტეტულ უცხოურ საფონდო ბირჟებზე ჩვენი აქციებით დაინტერესებას, მსოფლიოს შესაბამის სისტემებში ინტეგრაციას.

თუ ადექვატურად რადიკალური ღონისძიება არ გატარდა, სულ მცირე რამდენიმე წელი, პრივატიზაციის მიმდინარე პროცესის დამთავრებამდე, ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების

ბაზრის განვითარებას და არც ეკონომიკური კრიზისიდან თავის დაღწევის მცდელობებს არავითარი პერსპექტივა არ გააჩნია.

თუ ეკონომიკური განვითარების თავისუფალი ანუ ბუნებრივი, საბაზრო ვარიანტი ვარჩიეთ, არ შეიძლება წარმატების მიღწევა ფასიანი ქაღალდებისა და მინის ბაზრის გარეშე.

**ძნელი არაა დავინახოთ, რომ მიწებიც, ამ ეტაპზე სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული უდიდესი ფასეულობა, იგივე ფაქტორებს ემორჩილება და თუ ეს გააზრებული არ იქნა, თუ ჩვენ არ გვინდა მიწებიც გავაუფასუროთ, ჩვენს მიერ ქვემოთ შემოთავაზებულ მექანიზმში ეს რესურსიც უნდა გამოვიყენოთ. მით უმეტეს, რომ საგანგაშო სიმპტომები უკვე სახეზეა. მთელ მსოფლიოში ჩვენთვის ცნობილი მონაცემებით 1 კვ. მ. მიწა ათეულობით აშშ დოლარი ღირს, ჩვენთან კი ხშირად ყველა პარამეტრით უკეთესი მიწა, თან უზრუნველყოფილი კომუნიკაციებით, რამდენიმე თეთრადაც ვერ იყიდება და შესაბამისად ვერც საგირავნო ფუნქციას ასრულებს - შესაბამისი ინვესტიციები ნულოვან დონეზეა.**

ასეთი რეალობა გამანადგურებელ ზეგავლენას ახდენს ქვეყნის საინვესტიციო პოტენციალზე. დღეს უკვე ბევრი კერძო სუბიექტი ფლობს საკმარისად დიდი საბაზისო ქონებრივი შემადგენლობის საწარმოო კაპიტალს. ხშირად საკუთრებაში აქვთ პოტენციურად მძლავრი წარმოება ათეულობით ჰექტარი მიწით და რამდენიმე ათეული შენობა-ნაგებობებით, უზრუნველყოფილი სატრანსპორტო ჰიდრო და ენერგოკომუნიკაციების ძვირადღირებული ინფრასტრუქტურით, კაპიტალის გასაცოცხლებლად, მის ასამოქმედებლად, ტექნოლოგიების ნაწილობრივ განსაახლებლად, ნედლეულის შესაძენად და ა.შ. სჭირდებათ შედარებით მცირე სანყისი საბრუნავი სახსრები, სულ რამდენიმე ათასი დოლარი, მაგრამ ამ მცირე თანხების მოზიდვასაც ვერ ახერხებენ.

რა ქნას ასეთ დროს გაჩერებული ქარხნის მესაკუთრემ? დაცვის და სხვა მინიმალურ ხარჯებს თავიც რომ დავანებოთ,

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ქონების და მიწის გადასახადი ქარხანას აკოტრებს. არადა, საპრივატიზაციო აქციების ყიდვა ასე იაფად რომ არ შეიძლებოდა და ამიტომ კერძო აქციები რომ არ უფასურდებოდა, მეორადი ემისია, მცირე ნაწილის გაყიდვა ან დაგირავება საკმარისი იქნებოდა საჭირო თანხების მოსაზიდად და საწარმოს მცირე მასშტაბში მაინც ასამოქმედებლად. რა შეიძლება გაკეთდეს ამ მოჯადოებული წრიდან თავის დასაღწევად? ლოგიკურად ჩნდება აუცილებლობა გამოირიცხოს საპრივატიზაციო აქციების ძალიან დაბალ ფასში, ანუ ფაქტობრივად უფასოდ შექმნის საშუალება, თანაც ეს უნდა მოხერხდეს პრივატიზაციის პროცესის შეუფერხებლად. როგორ შეიძლება ამის მოხერხება?

უხეში ფინანსური ზარალისაგან თავის დაცვისათვის ქვეყანას რჩება ალბათ ერთადერთი გამოსავალი. სახელმწიფო ქონების პრივატიზების პროცესს თავისი ფული უნდა ჰქონდეს და „ჩვეულებრივ ცხოვრებას“ - თავისი. ამის ერთგვარი დასტურია სახელმწიფო ქონების პრივატიზების პროცესში და თანაც არა მარტო პოსტსოციალიტურ სივრცეში **გამოყენებული „ვაუჩერის“ ტიპის საპრივატიზაციო** ფასიანი ქაღალდების ნაირსახეობანი. პოსტსაბჭოური მენტალიტეტის პირობებში და თუნდაც სტანდარტულ საბაზრო ურთიერთობებში განსწავლული ეკონომიკური აზროვნებისათვის, სერიოზული სპეციალური ცოდნის გარეშე, გართულებულია საპრივატიზაციო ფასიანი ქაღალდის ეკონომიკური შინაარსის გააზრება და ახსნაც კი, არადა ის ფაქტობრივად ერთადერთი ინსტრუმენტია, რომელსაც ძალუძს ძირეული პოლიტიკური გარდაქმნების პერიოდში ქვეყნის საინვესტიციო პოტენციალი დაიცვას სრული გაუფასურებისაგან.

შევეცდებით, სხვადასხვა გზით და რამდენიმე მარტივი მაგალითით ავხსნათ საპრივატიზაციო **ფასიანი ქაღალდის მართლაც საკმაოდ რთული, სპეციფიური, სტანდარტული ეკონომიკური აზროვნებისგან საინტერესოდ განსხვავებული ეკონომიკური შინაარსი.**

ჯერ მოდით დავსვათ კითხვა, რა შედეგი მოყვება, თუ ერთ მშვენიერ დღეს ხალხს უამრავი რაოდენობით და თუნდაც რაიმე კანონზომიერების გარეშე დაურიგებენ სპეციალურ ფულს, რომელიც შეიძლება გამოყენებული იქნეს გადახდის საშუალებად მხოლოდ პრივატიზაციის პროცესში, ჩვეულებრივი კანონიერი საგადამხდელო საშუალების ლარის თანაბრად და ამ ფულით სხვა რამის შექმნა შეუძლებელი იყოს?

უმეტესობა ალბათ იტყვის, რომ: 1. სახელმწიფო იმ მცირე თანხასაც ვერ მიიღებს, რასაც ახლა იღებს პრივატიზაციის პროცესის შედეგად; 2. ქონება უფასოდ ჩაუფარდება ხელში იმ ხალხს, რომელთაც არ ექნებათ ამ სანარმოო სიმძლავრეების ამოქმედების შესაძლებლობა და მხოლოდ მინისა და ქონების გადასახადები ამ სანარმოებს გააკოტრებს; 3. არაფერს სასიკეთოს ეს ღონისძიება არ მოიტანს.

კი, ბატონო, არაფერია ამ დასკვნაში გასაკვირი. ეს დასკვნა, შემდეგ ტექსტში „შესაძლო დასკვნად“ მოვიხსენიოთ და მოდით მსჯელობა შესაძლო დასკვნის მესამე პუნქტით დავინყოთ, სადაც ნათქვამია, რომ „არაფერს სასიკეთოს ეს ღონისძიება არ მოიტანს“. განვიხილოთ სანინააღმდეგო მოსაზრება: „სახელმწიფო ქონების პრივატიზების პროცესისათვის სპეციალური ფულის გამოშვება გამოიწვევს ქვეყანაში არსებული საფონდო რესურსების ლიკვიდურობის ამალღებას“ და გავერკვეთ, რა საფუძველს ეყრდნობა ასეთი ოპტიმიზმი. პირველ რიგში, უნდა დავინახოთ, რომ ასეთი ღონისძიების შედეგად ჩვეულებრივი ფულით უფრო ნაკლები საპრივატიზებო ქონების შესყიდვა გახდება შესაძლებელი, ვიდრე ეს შესაძლებელია სპეციალური ფულის გამოშვებამდე, გამოთავისუფლებული ქონება კი გაიცემა „უფასოდ“ ანუ სპეციალური ფულის სანაცვლოდ.

სწორედ პრივატიზების პროცესისათვის მიზნობრივად გამოშვებულ ფული იძლევა საშუალებას პრივატიზების პროცესისათვის გამოყოფილ იგივე შეზღუდულ ვადაში და იგივე დაბალი გადახდის უნარის პირობებში მეტი თანხა იქნეს გადახ-

დილი ერთეული საპრივატიზაციო ქონების შესაძენად.

თუ მთელი მოსახლეობის გადახდის უნარი - 100 ლარია, მაშინ მთელი საპრივატიზებო ქონება ამ შემთხვევაში პირობით 100 ლარად შეისყიდება. თუ საპრივატიზებო ფულს გამოვუშვებთ, მაშინ პირობით 100 ლარად შეისყიდება სპეციალური ფულის მხოლოდ მცირე ნაწილი და შესაბამისად მისი მეშვეობით შესყიდულ იქნება მთელი საპრივატიზებო ქონების მხოლოდ ნაწილი. შედეგად, პრივატიზაციის პროცესი, საფონდო ბაზრისადმი უარყოფითი გავლენის ნაწილში, ფაქტობრივად დასრულდება და თან შეუფერხებლად გაგრძელდება ისე, რომ არ დაკარგავს დინამიურობას, კონკურენტულ გარემოს.

თუ წარმოდგენილი მაგალითი გაუგებარია, შეგვიძლია სხვანაირად ავხსნათ. მოვახდინოთ აბსტრაგირება და წარმოვიდგინოთ, რომ ქვეყანაში მხოლოდ ერთი ადამიანია და მას მხოლოდ 10 ლარი აქვს, რომლითაც რამდენიმე დღე უნდა იცხოვროს, გაერთოს და ა.შ., ამ დროს კი სამ დღეში მსხვილი საწარმო უნდა გაიყიდოს. ვთქვათ „ფეროშენადნობი“. ეს საწარმო, თავისი ძირითადი ქონებრივი შემადგენლობით გინდა ასი მილიონი და გინდაც ასი მილიარდი ლარიც რომ ღირდეს, მისი საწყისი გასაყიდი ფასი 10 ლარს ვერ გადააჭარბებს, ხოლო აუქციონის შედეგად, მაღალი გადახდის უნარის მქონე გარეშე ინვესტორის ჩარევის შემთხვევაშიც კი გაყიდვის საბოლოო ფასი 11 ან საუკეთესო შემთხვევაში 20 ლარი იქნება. მთავარ როლს თამაშობს წინასწარ იოლად პროგნოზირებადი 10 ლარიანი ორიენტირი. აი, სწორედ ეს ორიენტირი ეკარგებათ მაღალი გადახდის უნარის მქონე პოტენციურ მყიდველებს, როცა ამ პროცესში ერთვება განსხვავებული ტიპის ფასიანი ქალაქი. კერძოდ, თუ ამავე უტირრებულ მაგალითში წარმოვიდგენთ, რომ ქვეყნის ამ ერთადერთ მოქალაქეს ამ ქონების შესაძენად მიეცა სპეციალიზებული ფასიანი ქალაქები (საპრივატიზებო ფული), რეალური მყიდველი იძულებული ხდება ამ ქალაქების გამოსყიდვა სცადოს. დავფიქრდეთ შედეგზე. სუბიექტი, რომელიც ცდილობს თავისუფალი თანხით



შეიძინოს რაც შეიძლება მეტი ქონება, შეეცდება ხსენებულ პირობითი მოქალაქისაგან შეიძინოს რაც შეიძლება იაფად რაც შეიძლება მეტი სპეციალური საპრივატიზებო ფული. სურვილი, რომ იგივე 11 ან 20 ლარად გამოისყიდოს მთელი სპეციალური ფული და მთლიანად შეიძინოს შესაბამისი ქონება, მყიდველს რაღა თქმა უნდა ექნება, მაგრამ მოქალაქემ იცის რა, რომ ამ ფულით შეუძლია შეისყიდოს უზარმაზარი ქონება (რომლის მართვით ვთქვათ ალაცაფის კარები ღირს 1000 ლარი), ის, რა თქმა უნდა, არც 20 და არც 100 ლარად ამ სპეციალურ ფულს მთლიანად არ გაყიდის. რადგან მას ამავე დროს სჭირდება ნამდვილი ფულიც, მის ხელში არსებული პირობითად 100 მილიონი საპრივატიზებო ფულიდან ამ ფასად ის ალბათ მხოლოდ მცირე ნაწილს, ვთქვათ, ერთ მილიონს გაყიდის და არც მყიდველი იტყვის უარს ამ ფასად შესაბამისი ქონების ერთი პროცენტი მაინც იყიდოს, რამეთუ ამ მაინც იაფ ფასზე უფრო იაფი შემოთავაზება ფაქტობრივად არც პრივატიზაციის პროცესში და არც კერძო ბაზარზე არ იარსებებს.

ეს ნიშნავს ლიკვიდურობის ამაღლებას. დღეს არსებულ ფასთან შედარებით რამდენჯერმე ძვირად ქონების შეძენა სასურველი და საძებნი გახდება. სხვაგან სად, თუ არა სწორედ საფონდო ბირჟაზე გახდება მხოლოდ შესაძლებელი როგორც აქციების, ისე ამ სპეციალური საპრივატიზაციო ფულის, ამ ერთგვარი საფონდო ინდექსის დატვირთვის მატარებელი ფასიანი ქაღალდის, შენონასწორებული ფასის დადგენა და კოტირება.

რას ვამტკიცებთ ასე მონდომებით?

გვინდა დავასაბუთოთ, რომ ჩვეულებრივი ფულით ისევ ისე იაფად საპრივატიზებო ქონების შეძენა პრაქტიკულად შეუძლებელი გახდება, როგორც ეს შეიძლება დღეს, საპრივატიზებო ფულის გამოშვებამდე.

მაღალი გადახდის უნარის მქონე მყიდველს, დღეს, რაც არ უნდა დიდი სურვილი ჰქონდეს იყიდოს ესა თუ ის საპრივატიზებო ქონება, მან იცის, რომ ნებისმიერი წესით მონყობილ აუქცი-



ონზე ან კონკურსზე მას სერიოზული ფასის გადამხდელი მონინაალმდევე არ შეხვდება და კონკრეტულად რა მცირე თანხა დასჭირდება აუქციონის მოსაგებად, ძნელი გასათვლელი არაა.

როცა ბაზრის ამ სეგმენტში სპეციალური ფულის გამოშვებით ხელოვნურად ვზრდით გადახდის უნარს, ამით ფაქტიურად უფასოდ ვარიგებთ საპრივატიზებო ქონების უდიდეს ნაწილს ანუ ვამცირებთ ნამდვილი ფულით შესასყიდი ქონების რაოდენობას. ნამდვილ ფულთან მიმართებაში საპრივატიზებო ქონების მიწოდება მცირდება. იგივე მოთხოვნის პირობებში მიწოდების შემცირება მოთხოვნა-მიწოდების კანონით ზრდის ბაზარზე მიწოდებული საქონლის ერთეულის (ჩვენ შემთხვევაში აქციის) ფასს. დაახლოებით ისევე, როგორც ბაზარში ერთი და იგივე რომელიმე ხილი იაფია, როცა ბევრია და ძვირია, როცა ცოტაა.

ამა თუ იმ საპრივატიზებო ქონების ყიდვის დიდი სურვილის და თან მაღალი გადახდის უნარის მქონე ინვესტორი, სპეციალური ფულის გამოშვების შემთხვევაში, ველარც კი იოცნებებს ისევ ისე იაფად ჩაიგდოს ხელში საპრივატიზებო ქონება, როგორც ეს უპრობლემოდ შეიძლებოდა საპრივატიზებო ფულის გამოშვებამდე.

რას მოგვცემს ასეთი შედეგი.

მოდით, ისევ წარმოვიდგინოთ ამჟამად გაჩერებული ქარხანა ან ფაბრიკა, ვთქვათ, მეფრინველეობის, რომელსაც უჭირავს 100 ჰექტარი მიწის ნაკვეთი მასზე განლაგებული 30-მდე კაპიტალური ნაგებობით (ასეთი ბევრია). მსოფლიოში ვერც ერთ კაპიტალისტურ ქვეყანაში 40 დოლარზე იაფად 1 კვ. მეტრ ასეთ მიწას ვერ ნახავთ. ყველაფერს რომ თავი გავანებოთ, მარტო ამდენი ასეთი მიწა, სულ ცოტა, რამდენიმე ათეული მილიონი დოლარი უნდა ღირდეს, მაგრამ ჩვენს დღევანდელ რეალობაში ასეთი ფაბრიკის დაგირავების ქვეშ ვერცერთი ბანკიდან რამდენიმე ათას დოლარსაც კი ვერ ისესხებთ, თუნდაც მაღალი წლიური პროცენტით, რადგან სესხის დაუბრუნებლობის შემთხვევაში ასეთი ფაბრიკა ჩვენს არსებულ ბა-

ზარზე რამდენიმე ათას დოლარზე ძვირად ვერ გაიყიდება. ამ თემაზე ზემოთ ზოგადად გვექონდა საუბარი, ამ კონკრეტულ მაგალითზე კი უფრო ნათლადაა პრობლემა გამოკვეთილი. რა უნდა იღონოს მესაკუთრემ? გაჩერებულ ფაბრიკასაც საკმაო ხარჯი აქვს, ამას ემატება ქონების და მიწის გადასახადი და ამ ფაბრიკის გაკოტრებას, ქონების ვალებში დაკარგვას დიდი დრო არ სჭირდება. ამ ეტაპზე ფაბრიკის მთელი სიმძლავრით ამოქმედება მისთვის ფუჭი ოცნებაა, მაგრამ მცირე ნაწილს მაინც აამუშავებდა, მცირე მოგების მიღებით ზარალს მაინც შეამცირებდა და საკუთრებას არ დაკარგავდა, რამდენიმე ათასი დოლარის სესხება მაინც რომ შეეძლოს. ჩვენ არ გვაქვს ილუზია, რომ შემოთავაზებული ღონიძიების გატარებით ასეთი ფაბრიკის ფასი საფონდო ბაზარზე უცებ მრავალი მილიონი დოლარი გახდება, მაგრამ საფუძვლიანად ვართ დარწმუნებული, რომ საპრივატიზებო ფულის გამოშვების შედეგად საფონდო ბაზარზე კონკრეტულად ამგვარი ქონების ფასი სულ ცოტა 1 000 000 დოლარად მაინც და თანაც მყარად იქნება კოტირებული. ასეთ ფონზე უკვე ნებიმიერი ბანკი გასცემს სესხად, სათანადოდ ლიკვიდური ამ ქონებით უზრუნველყოფის ქვეშ, საწყისად საკმარის თანხას.

თუმც საკმაოდ გრძლად, ვფიქრობთ, დამაჯერებლად დასაბუთდა განსახილველი „შესაძლო დასკვნის“ მესამე პუნქტის საწინააღმდეგო მოსაზრება და გარკვეულწილად პასუხი გაცა მეორე პუნქტსაც.

მოდით ეხლა ხსენებული მეორე პუნქტის შესახებაც ვისაუბროთ. აქ საუბარი იყო, რომ „ქონება უფასოდ ჩაუვარდებათ ხელში იმ ხალხს, რომელთაც არ ექნებათ ამ საწარმოო სიმძლავრეების ამოქმედების შესაძლებლობა და მხოლოდ მიწისა და ქონების გადასახადები ამ საწარმოებს გააკოტრებს“. დღეს ეს ნამდვილად ასეა და დღეს უფრო მეტადაა სწორედ ამ აზრის გამოთქმის საფუძველი, ვიდრე სპეციალური ფულის შემოღების შემდეგ.

მხოლოდ და სწორედ საპრივატიზაციო ფულის გამოშვების

შემდეგ უჩნდებათ მენარმეებს დამატებითი საშუალება აამოქმედონ და დღეს ასე ფატალურად გარდაუვალ გაკოტრებას გადაარჩინონ საწარმოები.

მართლაც, როგორც ვხედავთ, მხოლოდ ამ პროცესისთვის სპეციალურად გამოშვებულ ფასიან ქალაქს ძალუძს რიგი პრობლემების მოგვარება. სწორედ ასეთი ეკონომიკური შინაარსის გამო ეს ინსტრუმენტი ანალოგიურ პროცესებში ყველა ქვეყანამ გამოიყენა, ამა თუ იმ ფორმით, და ეს ტოტალური გასულელების გამო არ იყო. მხოლოდ ამ გზით ხდება შესაძლებელი მასობრივი პრივატიზაციის ფონზე მოთხოვნა-მიწოდების განონასწორება, რაც მთავარია, მთლიანად საფონდო ბაზრის სასტარტო მინიმალურ დონეზე გამოცოცხლება.

უნდა ითქვას ისიც, რომ ქვეყნის ეკონომიკის მმართველმა ძალამ ეს თავის დროზე ვერაფრით გაიგო და ვაუჩქერიზაციის პროცესი ძალისძალად, ეკონომიკური შინაარსის გაუცნობიერებლად, როგორც რაღაც მონითალო შეფერილობის, ისევე თითქოსდა, გამათანაბრებელი, მხოლოდ პოლიტიკური ღონისძიება, მოვალეობის მოხდის მიზნით და რამდენადმე დამახინჯებულად ძლივს ჩაახლავფორთა. თანაც ამ პროგრამის ქვეშ საპრივატიზაციო ქონების ძალიან მცირე ნაწილი იქნა გამეტებული.

დილეთანტურად გადაწყდა, რომ არ ვარგა ამხელა ქონების „უფასოდ“ დარიგება და უკეთესია მათი ფულზე გაყიდვა, ამოგებული ფულით კი ბიუჯეტის შევსება. თითქოს, სწორი და გასაგები სურვილია, მაგრამ საქმე ასე მარტივად არ ყოფილა. საფონდობაზრის გაუფასურებით ბიუჯეტმა საბოლოო ჯამში შეუდარებლად მეტი დაკარგა, ვიდრე მიიღო, რომ აღარაფერი ვთქვათ არასაბიუჯეტო ფინანსურ დანაკარგებზე.

ფაქტიურმა შედეგებმა ნათლად გვიჩვენა ამ ინსტრუმენტის მომგებიანობა: ელემენტარული არითმეტიკული შედარებით, ნათლად დავინახავთ, რომ 150 მლნ. ღირებულების სახელმწიფო ქონების ვაუჩქერებზე გაყიდვისას ქვეყნის მოსახლეობამ 15 მილიონზე მეტი მიიღო (3 მილიონმა ადამიანმა 5-5 ლარი),

მაშინ, როცა შემდეგში, ჯერ, 200 მლნ. ღირებულების ქონების ნულოვან აუქციონზე გაყიდვით, მხოლოდ 5 მლნ. შევიდა ბიუჯეტში, მეორედ კი, კიდევ უფრო მეტი ქონების გაყიდვით, კიდევ უფრო ნაკლები და ეს ტენდენცია გაგრძელდა მასობრივი პრივატიზების მანძილზე. ციფრებით დასტურდება ის, რასაც ზემოთ ვამტკიცებდით. საპრივატიზაციო სახელმწიფო ქონება, მ.შ. აქციები სპეციალური, თუნდაც ნაკლებად სრულყოფილი ინსტრუმენტის გამოყენებაზე უარის თქმის შემდეგ გაუფასურდა.

ეს ფაქტი შეიძლება ჩავთვალოთ „შესაძლო დასკვნის“ პირველ პუნქტის ოპონირებად.

ისმის კითხვა: თუ ეს ნამდვილად ასეა, მაშინ რატომ არ უნდა არც ოფიცოზს და არც საზოგადოებას „ვაუჩერის“ სახელის გაგონებაც კი?

მთავარი აქ თანმდევი პოლიტიკური პრობლემებია. საქმე ისაა, რომ საპრივატიზაციო ფასიანი ქალაქი ჩვენთვის ცნობილი „ვაუჩერის“ სახით თუნდაც ეკონომიკურად უფრო სრულყოფილი და უფრო მომგებიანიც ყოფილიყო, მისი პრაქტიკაში გამოყენებისას, ყურადღება პოლიტიკურ გართულებებზე იყო გასამახვილებელი. აუცილებელი იყო და სრულიად შესაძლებელიც პოლიტიკური გართულება წინასწარ განჭვრეტილი და თავიდან აცილებული ყოფილიყო. აღარ ღირს დაგვიანებული საუბარი, რა როგორ უნდა გაკეთებულიყო და არ გაკეთდა.

ვაუჩერიზაციის (ჩვენს ახლო წარსულში სრულყოფილად ვერ განხორციელებული) პროცესიც კი თუმც ნულოვან აუქციონებთან შედარებით უფრო სამართლიანი იყო (თითოეულ მოქალაქეს მიეცა უფლება, თავად გადაენწყვიტა იმ ეტაპზე გასაყიდად გამოტანილი სახელმწიფო ქონების თავისი წილი გაეყიდა, თუ თავის საკუთრებაში დაეტოვებინა), როგორც პირიქით ხდება ხოლმე, მან უფრო მეტი პრეტენზია და პოლიტიკური პრობლემა გააჩინა. ერთის მხრივ თითოეულმა მოქალაქემ თავი მოტყუებულად ჩათვალა, რადგან გასაყიდი ქონებიდან თავი

ვისი წილის ფასი, ჩვენს რეალობაში, ვთქვათ, 5 ლარი, მეტად მცირედ მიიჩნია, მეორეს მხრივ კი ეს მცირე ფასი თვითონვე შექმნეს, რადგან მოქალაქეთა დიდი უმეტესობა მათთვის უცხო და გაუგებარ ამ ფასიან ქალაქს პირველსავე შესაძლებლობისას ამ მეტად მცირე ფასადაც იცილებდა. ბევრს საერთოდ არც აუღია. ამგვარი პოლიტიკური გართულებები „ნულოვანი აუქციონებისას“ არ აღინიშნება, რადგან პროცესში ბაზრის პრინციპების მცოდნე პირები იღებენ ძირითადად მონაწილეობას.

თუ ამ მოკლე ინფორმაციას ჯეროვნად გავიაზრებთ და გავანალიზებთ, ხოლო მომგებიანობის გამო მაინც გავზედავთ და შევეცდებით ამ ინსტრუმენტის აღდგენას, აუცილებლად და უპირველეს ყოვლისა უნდა გამოვრიცხოთ რაიმე, თუნდაც უსაფუძვლო, პოლიტიკური გართულებები.

მეტიც, თუ არ დავჯერდებით აპრობირებულ უპირატესობას და საპრივატიზაციო ფასიანი ქალაქის ფარულ ეკონომიკურ ეფექტს გარკვეული სახესხვაობით და კიდევ უფრო ეფექტიანად გამოვიყენებთ, თუ კვლავ გამოვუშვებთ ე.წ. „საპრივატიზაციო ფულს“, მაგრამ მას როგორც ზემოთ ვახსენეთ – „ყოველგვარი კანონზომიერების გარეშე“ კი არა, პირიქით, „ვაუჩრებზე“ უფრო გონივრულად დავარიგებთ, მოგვეცემა არა მარტო ფასიანი ქალაქების ბაზრის, არამედ საერთოდ ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების დაჩქარების შესაძლებლობაც. თანაც ყოველგვარი, მ.შ. პოლიტიკური და თუნდაც ტექნიკური გართულების გარეშე.

შედეგად, ქვეყნის ეკონომიკის სათანადო გაჯანსაღების, ქვეყანაში წარმოებული ბიზნესის ყველა ნაირსახეობის მაქსიმალურად შესაძლო ლეგალიზაციის ფონზე, შესაძლებელი გახდება ჩვენთვის სასურველ დონეზე განვითარდეს ფასიანი ქალაქების ბაზარი საქართველოში, მოხდეს მისი ღირსეული და მომგებიანი ინტეგრაცია მსოფლიო საფინანსო სისტემაში, საფუძვლიანად შეენწყოს ხელი საბიუჯეტო და სხვა მნიშვნელოვანი ეკონომიკური და ფინანსური პრობლემების გადაჭრას.

## 4.2. მიწის პრივატიზება და კაპიტალიზაცია

პრივატიზების პროცესი სოფლის მეურნეობაში სხვადასხვა ფორმითა და ტემპით წარიმართა. აქ აქცენტი გაკეთდა მიწაზე და მასთან დაკავშირებით იყო გამოხატული მეტ ნაკლებად სისტემური მიდგომა. ხოლო სხვა ქონებაზე, რაც გააჩნდა კოლმეურნეობებსა და საბჭოთა მეურნეობებს, აგრეთვე ცეკავშირს, რაიმე კომპლექსური მიდგომა არ განხორციელებულა - მოხდა მათი სრული დეკაპიტალიზაცია, განადგურება და დატაცება და მხოლოდ ზოგიერთი მათგანის არასისტემური პრივატიზება.

როგორც ცნობილია, საბჭოთა სისტემის პირობებში მიწა მთლიანდ იყო ნაციონალიზებული და ეკუთვნოდა სახელმწიფოს. სასოფლო-სამეურნეო მიწის უდიდესი ნაწილით სარგებლობდნენ სახელმწიფო მეურნეობები და კოლმეურნეობები, მხოლოდ მცირე ნაწილი ჰქონდა სარგებლობაში გადაცემული მოსახლეობას. საქართველოში სოფლის კომლს პირად სარგებლობაში გააჩნდა მხოლოდ 0.15-0.25 ჰა მიწა ე.წ. „პირადი დამხმარე მეურნეობის“ სახით, რომელიც მოიცავდა სასოფლო-სამეურნეო სავარგულის 6-7%-ს.

90-იანი წლების პირველ ნახევარში დაიწყო სოფლის მეურნეობის რეფორმები და გადაიდგა მნიშვნელოვანი ნაბიჯები მიწის კერძო საკუთრებაში გადასაცემად.

1992 წელს საქართველოში მიწის რეფორმის პროცესი დაიწყო. მისი მიზანი იყო მიწების განაწილება და განაწილებული მიწების საბოლოოდ კერძო მფლობელებისათვის გადაცემა. ამის შესაბამისად ჩამოყალიბდა 850000 ჰა საპრივატიზაციო მიწის ფონდი, რომელიც მოიცავდა საოჯახო ნაკვეთების მიწის 200 000 ჰა-ს და დამატებით 650 000 ჰა-ს, რომელიც უნდა დამატებოდა არსებულ საოჯახო ნაკვეთებს. საპრივატიზაციო ფონდი შეადგენდა მთელი სასოფლო სამეურნეო ფართობის 30%-ზე ნაკლებს და მასში შედიოდა სახნავი და მრავალწლიანი კულტურების ფართობები. საპრივატიზაციო პროგრამით

მინა მოსახლეობას უფასოდ გადაეცემოდა.

შემდგომ მთავრობამ შეიტანა ცვლილებები გასანაწილებელი სასოფლო-სამეურნეო სავარგულების სიდიდეში (მინის შესახებ საქართველოს კანონმდებლობათა კრებული 2001: 258, 260, 264, 265.). საბოლოოდ გადაწყდა, რომ, გლეხებს შეეძლოთ გაეზარდათ საბჭოთა პერიოდიდან დაწყებული მათ გამგებლობაში არსებული 0.25 ჰა მინის ნაკვეთები მაქსიმუმ 1.2 ჰა-მდე. ის ვინც ცხოვრობდა სოფლად, მათ დაემატათ 1 ჰა მინა, ხოლო ქალაქად მაცხოვრებლებს, რომლებსაც კავშირი ჰქონდათ სოფელთან, გადაეცათ 0.25 ჰა მინები დასამუშავებლად, ქალაქის იმ მოსახლეობას კი, რომლებსაც მინა მხოლოდ საცხოვრებლად სჭირდებოდათ, გადაეცათ მხოლოდ 0.15 ჰა მინა. მეცხოველეობაში დასაქმებულ გლეხებს გადაეცათ 5 ჰა-მდე მინის ფართი. სამი თვის განმავლობაში დადგენილებებში შეტანილი ცვლილებები მეტყველებენ გადწყვეტილებების მიღების სირთულეებზე და სპონტანურობაზე.

1992 წლის მინის პრივატიზაციის შესახებ დადგენილების კვალდაკვალ განხორციელდა კოლექტიური და სახელმწიფო მეურნეობების რეორგანიზაცია, თუმცა არ იყო მკაფიოდ გარკვეული თუ როგორ უნდა წარმართულიყო გარდაქმნა.

ამ პერიოდისათვის სულ სასოფლო-სამეურნეო სავარგული შეადგენდა დაახლოებით 3 019 500 ჰა-ს (საქართველოში სასოფლო-სამეურნეო სავარგულების მინის პრივატიზების და იჯარით გაცემის მიმდინარეობის შესახებ 2001:4). ამავე დროს სოფლად მცხოვრებ 772,5 ათას კომლზე გაანგარიშებით საშუალოდ ერთ კომლზე მოდიოდა 3,9 ჰა სავარგული, აქედან დაახლოებით 1,4 ჰა სახნავი და მრავალწლიანი ნარგავი და 2,5 ჰა სათიბ-საძოვარი.

მინის რეფორმები გაგრძელდა ორი წლის შემდეგაც. 1994 წლის დეკემბერში საქართველოს პრეზიდენტმა გამოსცა ბრძანებულები მინის პრივატიზაციის პროცესის დაწყების შესახებ იმ რაიონებში, სადაც მინა ჯერ კიდევ არ იყო განაწილებული.



1995 წელს განაწილებული იყო მთელი სასოფლო სამეურნეო ფართის დაახლოებით 20 პროცენტი, სახნავი მიწების და მრავალწლიანი კულტურებით დაკავებული მიწების დაახლოებით ნახევარი, ხოლო დანარჩენი კი კვლავ რჩებოდა კოლექტიური და სახელმწიფო მეურნეობების ხელში, რომელთა წარმოება და ეფექტიანობა სულ უფრო მცირდებოდა.

90-იანი წლების პირველ ნახევარში მიწების განაწილება ხდებოდა ისე, რომ იურიდიულად მიწას კვლავ სახელმწიფო ფლობდა, ხოლო კერძო ფერმერებს არ ჰქონდათ მკაფიოდ განსაზღვრული უფლებები.

1996 წელს მიღებული იქნა „სასოფლო-სამეურნეო დანიშნულების მიწის საკუთრების შესახებ“ კანონი, რომლის შესაბამისად დაიწყო მიწის იჯარით გაცემის პროცესი, და მოსახლეობას განაწილებული მიწა გადაეცა კერძო საკუთრებაში. 1997 წლის 25 ნოემბრიდან სამოქალაქო კოდექსის ამოქმედებასთან დაკავშირებით ეს კანონი ძალადაკარგულად გამოცხადდა. პარლამენტის დადგენილებით (#330, 28.06.1996) სასოფლო-სამეურნეო მიწის იჯარის მაქსიმალური ვადა განსაზღვრული იყო 49 კალენდარული წლით; 10 წელზე მეტი ვადით სახელმწიფო საკუთების მიწების იჯარაზე ნებართვას გასცემდა მიწების გამოყენებისა და დაცვის სახელმწიფო კომისია, სოფლის მეურნეობის სამინისტროსათან და სატყეო დეპარტამენტთან შეთანხმებით. აღნიშნულ პერიოდში მიწების რეგისტრაციის თანამედროვე სისტემა არ არსებობდა, რაც მიწის ბაზრის ფორმირების ხელისშემშლელ ბარიერს შეადგენდა.

საქართველოს 2004 წლის სასოფლო-სამეურნეო აღწერის შედეგად კი მთლიანად მეურნეობათა სარგებლობაში მიწის ფართობმა შეადგინა 886,8 ათასი ჰა, მათ შორის საკუთრებაში არსებულმა 578,2 ათასი ჰა, სახელმწიფოსაგან იჯარით აღებულია მიწამ შეადგინა 295,9 ათასი ჰა, ხოლო კერძო პირისაგან იჯარით აღებულია მიწამ შეადგინა 12,6 ათას ჰა. მეურნეობათა სარგებლობაში მთლიანი მიწის ფართობიდან სასოფ-



ლო-სამეურნეო მიწა შეადგენდა 839,7 ათას ჰა და არასასოფლო-სამეურნეო მიწა შედგენდა 47,1 ათას ჰა-ს. მეურნეობათა სარგებლობაში არსებული სასოფლო-სამეურნეო მიწებიდან სახნავი შედგენდა 56,2 %-ს, მრავალწლიანი ნარგავები 11,9 %-ს, და სათიბ საძოვრები 31,8 %-ს (საქართველოს 2004 წლის სასოფლო-სამეურნეო აღწერა.2005: 33,36,39).

აღნიშნული პერიოდისათვის არ იყო საკუთრებაში გადაცემული ან იჯარით გაცემული, და რჩებოდა სახელმწიფოს უშუალო განკარგულებაში 1355,7 ათასი ჰა, ანუ მთელი სავარგულების 44,8 %-ი, მათ შორის სახნავის 17,5 %-ი, მრავალწლიანი ნარგავების 20,1 %, სათიბის 38,5 % და საძოვრის 61,6 %.

მიწის რეფორმის კვალდაკვალ განხორციელდა ტრადიციული მსხვილი მეურნეობების დანაწევრება. რეფორმებმა აქცენტი აიღო მსხვილი სოციალისტური ტიპის მიწათსარგებლობის სისტემის დაშლაზე და მცირე ფერმერული მეურნეობის განვითარებაზე. საკმაოდ **მაღალი სიღარიბისა და უმუშევრობის პირობებში მიწების განაწილება ემსახურებოდა მხოლოდ შინამეურნეობების მიერ საკუთარი მოთხოვნების დაკმაყოფილების მიზანს**(იმიგრაციის გავლენა მიწის გასხვისებასა და სოფლის მეურნეობის განვითარებაზე საქართველოში 2013).

მიწების განაწილება სხვადასხვა რეგიონში სხვადასხვა ტემპით და ნაჩქარევად მიმდინარეობდა. მიწის ნაკვეთები დანაწევრდა, და წარმოიშვა მცირე ფერმერული მეურნეობები, რის შედეგად, საქართველოს სასოფლო-სამეურნეო სავარგულების ძირითადი ნაწილი არაეფექტიანი გამოდგა, რაც ართულებდა სასოფლო-სამეურნეო წარმოების გაფართოებას. დაშლილი და დანაწევრებული მეურნეობები ვერ იძლეოდნენ იმის კომპენსაციას, რაც მოყვა მსხვილი საბჭოთა მეურნეობების დაშლას. სასოფლო-სამეურნეო პროდუქციის წარმოება თანდათანობით მცირდებოდა. მხოლოდ მიწების განაწილებაზე დაფუძნებული რეფორმებით სოფლის მეურნეობის განვითარება შეუძლებელი აღმოჩნდა. მიწის განაწილებამ ხელი

შეუწყო ოჯახების უმეტესობას საკუთარი თავის გამოეკვება მათთვის მიცემული მიწის ნაკვეთებიდან. შინამეურნეობების უმეტესი ნაწილი ორიენტირებული გახდა თვითუზრუნველყოფაზე და მთლიანად ახასიათებდა მეტად დაბალი სასაქონლო წარმოების დონე. ამის საილუსტრაციოდ, 2004 წლის 3350 შინამეურნეობის შერჩევითი დაკვირვების მონაცემებით სოფლის შინამეურნეობის საშუალოთვიურ შემოსავლებში შემოსავლები სოფლის მეურნეობის გაყიდვიდან შეადგენდა მხოლოდ 20%-ს(საქართველოს სტატისტიკური წელიწდეული 2005: 75-77).

2003 წელს „ვარდების რევოლუციით“ მოსული ხელისუფლებამ კურსი აიღო სახელმწიფო საკუთრების პრივატიზაცია-სა, მიმზიდველი ბიზნეს-გარემოს შექმნაზე. სახელმწიფოს საკუთრებაში დარჩენილი სასოფლო-სამეურნეო სავარგულები რომელიც იჯარით იყო გაცემული, გადაეცა კერძო სექტორს.

2003 წლამდე სასოფლო სამეურნეო მიწის 75 პროცენტი სახელმწიფოს მფლობელობაში რჩებოდა. კერძო საკუთრებაში იყო სახნავი ფართობის საერთო მოცულობის 54,6%, მრავალწლიანი ნარგავების 68,5 %, სათიბის –29,3% და საძოვრის – 4,7 %. ხოლო ფიზიკურ და იურიდიულ პირებზე იჯარით გაცემული იყო მთელი სასოფლო-სამეურნეო სავარგულის მხოლოდ 29,9 %-ი;

2005 წლიდან განხორციელდა სასოფლო-სამეურნეო დანიშნულების მიწების ფართო პრივატიზება როგორც აუქციონით, ასევე პირდაპირი მიყიდვისა და კონკურენტული შერჩევის წესით. მიუხედავად ამისა, სოფლის მეურნეობის მდგომარეობა ვერ გაუმჯობესდა და პრივატიზების პროცესი ვერ იქცა კაპიტალიზაციის ფორმად, **მესაკუთრეთა დაბალი კაპიტალდაბანდების** გამო. 2003-2010 წლებში სოფლის მეურნეობაში მშპ შემცირდა 20.3 პროცენტით, მაშინ როდესაც ნომინალური მშპ გაიზარდა 49.1 პროცენტით.

მთლიანი მშპ და მშპ სოფლის მეურნეობაში

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
სოფლის მეურნეობა, ნადირობა და სატყეო მეურნეობა, თევზჭერა და მეთევზეობა (მლნ. ლარი მუდმივ 2003 წლის ფასებში)	1653	1523	1706.2	1506.5	1555.7	1486.8	1385.8	1318.9
სოფლის მეურნეობა, ნადირობა და სატყეო მეურნეობა; თევზჭერა, მეთევზეობა (2003=100, პროცენტი)	100,0	92,1	103,2	91,1	94,1	89,9	83,8	79,8
მშპ საბაზრო ფასებში (2003=100, პროცენტი)	100,0	105,9	116,0	126,9	142,6	145,9	140,4	149,1

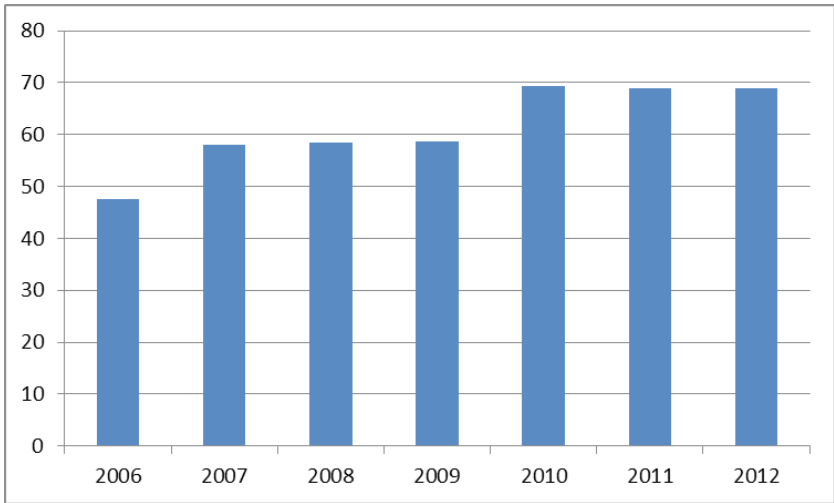
წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,  
www.geostat.ge

გარდა ამისა, საქართველოში პირდაპირი ინვესტიციების წილი სოფლის მეურნეობაში დარჩა დაბალი. 2007-12 წლებში წელს სოფლის მეურნეობის წილი მთლიან უცხოურ პირდაპირ ინვესტიციებში და საბანკო სესხებში შეადგენდა შესაბამისად საშუალოდ 1.5 პროცენტს და 1.7 პროცენტს, რაც მეტყველებს ამ სექტორის დაბალ მომგებიანობაზე.

ყოველივე ამის შედეგად შემცირდა საგარეო ვაჭრობაში სოფლის მეურნეობის პროდუქტების წილის და გაიზარდა იმპორტირებული სოფლის მეურნეობისა და კვების პროდუქტების წილი სოფლის მეურნეობის მთლიან გამოშვებაში, რაც სოფლის მეურნეობის დაბალკონკურენტუნარიანობას ავლენდა და ფაქტობრივად ამ დარგის კაპიტალიზაციის დაბალი დონით იყო განპირობებული.

**დიაგრამა**

**იმპორტირებული სოფლის მეურნეობისა და კვების პროდუქტების წილი სოფლის მეურნეობის მთლიან გამოშვებაში**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური

დღეს ჯერ კიდევ მიწის დიდი ნაწილი არ არის კაპიტალიზირებული და იგი რჩება სახელმწიფოს ხელში. სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული მიწის ფართობი შეადგენს მთელი ფართობის 87%-ს, კერძო საკუთრებაში გადაცემულია სასოფლო-სამეურნეო სავარგულების მეოთხედი, სახნავი ფართობების 54,6%, მრავალწლიანი ნარგავების 68,5%, სათიბის 30% და საძოვრების 4,7%.

2011 წლიდან დაწყებული დაიწყო მიწების აუქციონზე გაყიდვა, მაგრამ პრივატიზების პროცესი ვერ დაჩქარდა ამ დარგში კაპიტალიზაციის შესაბამისი მექანიზმების უქონლობის გამო.

**მიწის კაპიტალიზაცია** ქართველ კანონმდებელს სასოფლო-სამეურნეო მიწის გასხვისებასთან დაკავშირებული რეგულაციების შემოღების დღიდან, საკმაოდ დიდ თავსატეხს უჩენდა, რამდენადაც ყოველთვის საკამათო იყო ასეთი კატეგორიის მიწის უცხოელების მიერ შეძენის საკითხი და მისი ფართო ვაუჩერიზაცია და საყოველთაო პრივატიზაცია. საკითხი იმდენად პრობლემატური აღმოჩნდა რომ 2012 წელს ამ თემაზე საკონსტიტუციო სასამართლომაც კი იმსჯელა თავის გადაწყვეტილებაში.

სასოფლო-სამეურნეო დანიშნულების მიწის გასხვისებასთან დაკავშირებული პრაქტიკის ანალიზისას ჩანს, რომ სახელმწიფოს ერთის მხრივ, სურდა, რომ შეეზღუდა ან საერთოდ აეკრძალა უცხოელების მიერ მიწის შეძენა, უპირატესობა მიეცა ადგილობრივი მოსახლეობისათვის და უგულებელყოფდა მის მასობრივ პრივატიზებას. მეორეს მხრივ, დემოკრატიული და ლიბერალური მიდგომების განვითარებისათვის აუცილებელი იყო მისი ლიბერალიზაცია და მიწების კაპიტალიზაცია.

გავრცელებული აზრით, სასოფლო-სამეურნეო დანიშნულების მიწის ნაკვეთებს მცირემიწიანი აგრარული ქვეყნებისათვის განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს. სასოფლო-სამეურნეო დანიშნულების მიწა არის სასიცოცხლოდ აუცილებელი სივრცე, წარმოების უალტერნატივო საშუალება, რომელიც არსებითად განსაზღვრავს ქვეყნის პოლიტიკურ-ეკონომიკური დამოუკიდებლობის ხარისხს. მათი უცხო ქვეყნის მოქალაქეებზე გასხვისების აკრძალვის მთავარი დანიშნულება უფრო მდიდარი ქვეყნების მოქალაქეთა მიერ იაფი მიწის მასობრივი შესყიდვის თავიდან აცილება იყო, რასაც შეიძლება უარყოფითი ზეგავლენა მოეხდინა სახელმწიფოს ეკონომიკურ უსაფრთხოებაზე, გარემოს დაცვასა და ქვეყნის უშიშროებაზე. საკუთრების უფლების ასეთი შეზღუდვის

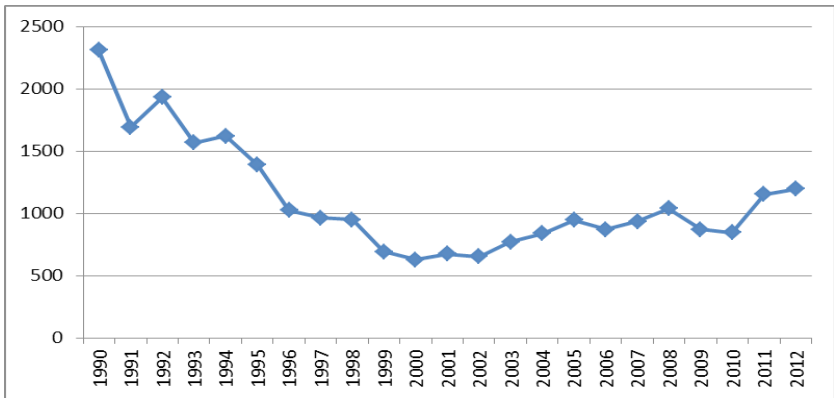
მიზანს წარმოადგენდა სახელმწიფოს საჯარო ინტერესი, უზრუნველყო მინის რაციონალური გამოყენების საფუძველზე ორგანიზებული მეურნეობა და აგრარული სტრუქტურის გაუმჯობესება. ითვალისწინებდნენ ასევე სასოფლო-სამეურნეო დანიშნულების მიწების სტრატეგიულ მნიშვნელობას ქვეყნის უსაფრთხოების, გარემოს დაცვის, ეკონომიკისა და ჯანმრთელობის დაცვის სფეროში.

ასეთი შეზღუდვების შედეგად მინის კაპიტალიზაცია და ინვესტიციების განახორციელება სოფლის მეურნეობის სფეროში შეფერხდა. 2014 წლის 31 დეკემბრამდე გამოაცხადა მორატორიუმი მიწების გაყიდვის შესახებ უცხოელ ინვესტორებზე,<sup>1</sup>.

„შეკავებული“ პრივატიზების საფუძველზე და კაპიტალიზაციის პროცესის შეფერხების შედეგად სოფლის მეურნეობაში სულ უფრო შემცირდა დამუშავებული მიწების რაოდენობა და ამ სექტორში დამატებული ღირებულების წარმოება.

**დიაგრამა 1**

**სოფლის მეურნეობაში შექმნილი დამატებული ღირებულება (მლნ აშშ დოლარი მიმდინარე ფასებით)**



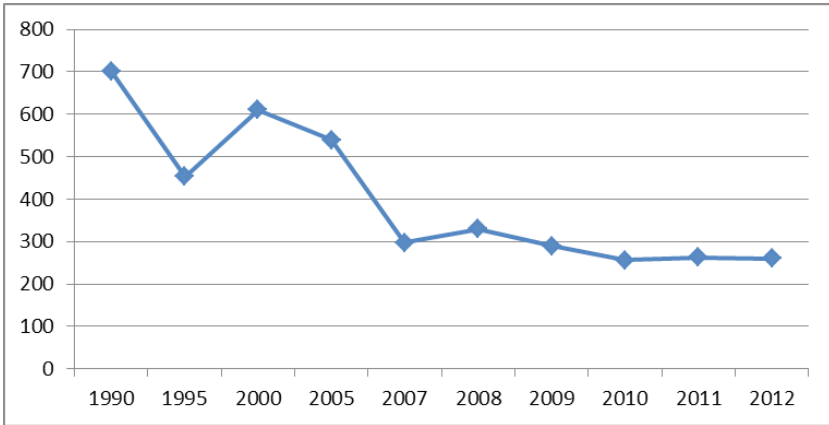
წყარო: [www://atabank.Worldbank.org](http://atabank.Worldbank.org)

1 2014 წლის ზაფხულში საკონსტრუქციო სასამართლოს გადაწყვეტილებით, ეს მორატორიუმი გაუქმდა.

2010 წელს 1990 წელთან შედარებით დამუშევებული ფართობების მოცულობა შემცირდა 2.5- ჯერ. თუ 1990 წელს მუშავდებოდა 700 ათასი ჰა მიწა, 2006-2012 წლებში საშუალოდ 300 ჰა-ზე ნაკლები მიწა დამუშავდა.

დიაგრამა 2

ნათესი ფართობების დინამიკა



წყარო: ბუნებრივი რესურსები და გარემოს დაცვა საქართველოში 2012. საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, გვ. 14. <http://www.geostat.ge/cms/site-images/-files/georgian/agriculture/sakartvelos%20bunibrivi%20resursebi%20da%20garemos%20dacva-2012.pdf>

ამდენად, შეიძლება დავასკვნათ, რომ პრივატიზების შეფერხება უარყოფითად ზემოქმედებს ეკონომიკური ზრდაზე. მიწის კაპიტალიზაციისათვის აუცილებელია სახელმწიფო ქონების პრივატიზების დაჩქარება.

დღეს საქართველოში სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული მიწის ფართობი შეადგენს მთელი ფართობის 87%-ს, კერძო საკუთრებაში გადაცემულია სასოფლო-სამეურნეო სავარგულების მეოთხედი, სახნავი ფართობების 54,6%, მრავალწლიანი ნარგავების 68,5%, სათიბის 30% და საძოვრების 4,7%.<sup>1</sup>

1 ეს მონაცემები 2003 წლის სასოფლო-სამეურნეო აღწერის შედეგად განისაზღვრა. შემდგომ პერიოდში ხელისუფლებას, ფაქტობრივად, მიწის ბალანსი არ უწარმოებია.

## საქართველოს მიწის ფონდი (ათასი ჰა)

	საერთო ფართობი	სასოფლო-სამეურნეო სავარგული	სახნავი	მრავალწლიანი ხარ-ბავები	სათიბი	სამოვარი
ფართობი სულ: მათ შორის:	7628,4	3025,8	801,8	263,8	143,8	1796,6
კერძო საკუთრებაში გადაცემული მიწა	948,9	767,3	438,5	180,5	44,5	84,5
სახელმწიფო საკუთ- რების მიწა	6679,5	2258,5	363,3	83,3	99,8	1712,1

წყარო: ბუნებრივი რესურსები და გარემოს დაცვა საქართველოში 2012. საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, გვ. 14. <http://www.geostat.ge/cms/site-images/-files/georgian/agriculture/sakartvelos%20bunibrivi%20resursebi%20da%20garemos%20dacva-2012.pdf>

როგორც ეს ციფრები მეტყველებენ, სახელმწიფოს საკუთრებაში არსებული მიწების პრივატიზება დღემდე საკმაოდ „თავშეკავებულად“ მიმდინარეობდა. სახელმწიფო ქონების გადაცემა კერძო საკუთრებაში და მისი კაპიტალიზაციის დაჩქარება სოფლის მეურნეობის კრიზისული მდგომარეობიდან გამოსვლის პირობაა.

დღესდღეობით განსაზღვრულია სახელმწიფო ქონების განკარგვის შემდეგი ფორმები: სახელმწიფო ქონების პრივატიზება; მართვის უფლებით გადაცემა; რეალიზაცია; ლიზინგის ფორმით გადაცემა; განაწილება და განადგურება საქართველოს კანონმდებლობით დადგენილი წესით. პრივატიზება,



ელექტრონული ან/და საჯარო აუქციონის, პირდაპირი მიყიდვის, კონკურენტული შერჩევის საფუძველზე პირდაპირი მიყიდვისა და უსასყიდლო გადაცემის ფორმებით განკარგვას გულისხმობს. უშუალოდ სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული სასოფლო-სამეურნეო დანიშნულების მიწის პრივატიზების ფორმებია:

ა) აუქციონი; ბ) პირდაპირი მიყიდვა.

როგორც ნათელია მიწების მასობრივი პრივატიზება, როგორც კაპიტალიზაციის ფორმა არ არის გათვალისწინებული, რაც ერთის მხრივ ანელებს მიწის როგორც რესურსის კაპიტალიზაციის პროცესს, ხოლო მეორეს მხრივ კი ქმნის ინერტულობას ინვესტიციების მოზიდვაში. ამიტომ ამ პროცესის დაჩქარება მასობრივი პრივატიზებით მნიშვნელოვანია ამ დარგის შემდგომი განვითარებისათვის და მიწის ბაზრის ფორმირებაში.

ამდენად, ემპირიული ანალიზიდან ჩანს, რომ საფონდო ბაზრის განვითარება არის ეკონომიკის ზრდის ერთ ერთი პირობა, რომელიც საბანკო სექტორთან ერთად იზიდავს კერძო კაპიტალს. მართალია ისინი ერთმანეთის ალტერნატივას წარმოადგენენ, მაგრამ ერთმანეთს ავსებენ საფინანსო ბაზრებზე და როდესაც საბანკო სექტორისათვის ზოგიერთი დარგი მაღალრისკიანია და კრედიტების გაცემას ერიდება- საფონდო ბაზარი ამ სფეროს ინვესტირებას უფრო თამამად ახდენს. ამის მაგალითია სოფლის მეურნეობა და მიწების კაპიტალიზაციის პროცესი, რომელიც მასობრივ პრივატიზებას დაექვემდებარება. ამ გარემოებას ემატება სახელმწიფოს მარეგულირებელი ნორმები, რომელიც მიმართული უნდა იყოს ბიზნესის გამარტივებისაკენ.

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.

## დასკვნა

საქართველოს ტრანსფორმაციის პერიოდისათვის დამახასიათებელია კაპიტალის თავდაპირველი დაგროვების სტადიისათვის ბუნებრივი კანონზომიერებები. კერძოდ, პრივატიზებაზე დამყარებულ კაპიტალიზაციას არ მოუხდენია ინდუსტრიალიზაციის განვითარება, არამედ მან შექმნა ქონების გადანაწილებისა და ეკონომიკის რესტრუქტურის პირობა. ამავ პერიოდში, საინტერესოა ისიც, რომ ფინანსურ სექტორში კაპიტალის დაგროვება ხორციელდებოდა უფრო სწრაფად, ვიდრე რეალურ სექტორში, რის საფუძველზეც წარმოიშვა დისპროპორციები და კრიზისული მოვლენები, რამდენადაც ეკონომიკის დაკრედილება გახდა ძვირადღირებული და რისკიანი. ამ ეტაპზე საფონდო ბაზარი იყო სუსტად განვითარებული და იგი არ მოიაზრებოდა საბანკო კრედიტის ალტერნატიულ ფორმად. მხოლოდ სახელმწიფო პრივატიზება ასრულებდა კაპიტალიზაციის ძირითადი ფორმის როლს.

პოსტკომუნისტური რეფორმების შედეგად საქართველოში წარმოების ფაქტორების კაპიტალიზაციის დონე მასობრივად კვლავ დაბალია, არ შეინიშნება მათი ღირებულების ზრდის დინამიკა. სახელმწიფო საკუთრების მნიშვნელოვანი ნაწილის პრივატიზების მიუხედავად ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ოც წელზე მეტია იმყოფება განვითარების საწყის სტადიაზე. ის ვერ ასრულებს ვერც კაპიტალიზაციის, ვერც ინვესტიციების მოზიდვის ფუნქციებს. ქვეყანამ ვერ მოახერხა უზარმაზარი რაოდენობის ქონების ადექვატურ სიმდიდრედ ქცევა. ყველა რეფორმა წყვეტდა ტექნიკურ ამოცანას: ან ცენტრალიზებული ეკონომიკის დემონტაჟის, ან ეკონომიკური ზრდის, ან საკუთრების განსახელმწიფოებრიობის და ა.შ. გარდაქმნათა ვერც ერთმა მიმართულებამ ვერ უზრუნველყო მოსახლეობის გამდიდრება და გარდამავალი პერიოდის დასრულება. ნაწილობრივი პრივატიზების შედეგად ვერ იქნა ამოქმედებული კაპიტალის ბაზარი, არ მოხდა გარღვევა

ეკონომიკის განვითარებაში, ინვესტიციების მოზიდვასა და სიღარიბის დაძლევაში. ქვეყანაში მიმდინარე ეკონომიკური პროცესები აცდენილია მსგავს პროცესებს განვითარებულ ქვეყნებში. ამიტომ ერთი და იგივე პროცესი იძლევა სხვადასხვა შედეგს. დასრულების გარეშე პრივატიზება არ იძლევა იმავე შედეგს. ისევე როგორც შედეგს არ იძლევა ქვეყნის ეკონომიკური პოლიტიკა მთლიანად. ამიტომ უნდა მოხდეს უარის თქმა უშედეგო აქტივობებზე და მოხდეს ეკონომიკურ პოლიტიკის კორექტირება. ეს ახალი შეფასება მოცემულია დებულებაში საქართველოში ჯერ ერთი, საკუთრივ ტრანსფორმაციის ეკონომიკის გამო და შემდეგ, აქ განვითარებული პროცესების სპეციფიკიდან გამომდინარე შექმნილი არაორდინალური მდგომარეობის შესახებ. ეს დასკვნაა გამოტანილი საზოგადოების სამსჯავროზე. ამ დასკვნიდან ლოგიკურად გამომდინარეობს შესაბამისი - არაორდინალური გადანყვეტილებების მიღებისა და მოქმედების ამოცანა. მიზეზი რაც აფერხებს საქართველოში საფონდო ბაზრის განვითარებას ისაა, რომ სახელმწიფოსგან ჭარბი მიწოდებისა და მიწოდების მოლოდინის გამო, ფაქტობრივად არ არსებობს მეორად ბაზარზე წარმოდგენილი საფონდო რესურსების არც მყიდველი და არც გამყიდველი, ბაზრის ეს ორი მთავარი სუბიექტი. რა უშლის ხელს მეორად ბაზარზე, ვთქვათ, უკვე კერძო საკუთრებაში არსებული აქციების ყიდვა-გაყიდვას? ამას ხელს უშლის სახელმწიფოს საკუთრებაში დარჩენილი უზარმაზარი საპრივატიზებო ქონების (მ.შ. ასეულ მილიონობით ცალი ასეთივე აქციის) გაყიდვის დაკანონებული წესი. კერძოდ, სახელმწიფო იმდენად დაბალ ფასში ყიდის თავის საკუთრებაში დარჩენილ საპრივატიზაციო ქონებას, რომ შექმნილი ფონი საფუძველს აცლის მეორად ბაზარზე, უკვე კერძო საკუთრებაში არსებული ქონების ყიდვა-გაყიდვის შესაძლებლობასაც კი. აქციების არცერთი კერძო მესაკუთრე არ თვლის დასაშვებად ასე იაფად გაყიდოს თავისი საკუთარი აქციები და იმავე დროს არც ერთი პოტენციური ინვესტორი არ გადაიხდის

კერძო ბაზარზე შემოთავაზებულ ფასს, თუ ასეთივე ქონების შეძენა სახელმწიფოსაგან შეუძლია ნულოვან აუქციონებზე, შეუდარებლად ნაკლებ ფასად. ეს ეხება ყველა იმ სიკეთეს, რომელსაც სახელმწიფო ყიდის საფონდო ბაზრის გარეთ არსებული პრივატიზების ფორმებით. დღეისათვის მხოლოდ ასეთი ფორმები გამოიყენება. ეს ეხება მიწას და ბუნებრივ რესურსებს საერთოდ. საპრივატიზებო მასას ეს უკანასკნელი შეადგენს დღეისათვის. ეს ამავე დროს არის ამ ისტორიულ მოცემულობაში საქართველოს მოქალაქეებისათვის მასობრივი გამდიდრების (იგივე: არსებული პრობლემების გადაჭრის) ბოლო შანსი. ეს შესაძლებელია მათი არა დეკაპიტალიზებული სტატუსით პრივატიზებაში, არამედ ამისთვის ისეთი მექანიზმის გამოყენებაში, რომელიც საშუალებას მისცემს ქვეყანას მოძიებულ იქნა ინვესტიციების შიდა წყარო საქართველოში კაპიტალიზაციის განხორციელებისა და ეკონომიკური ზრდისათვის. ამ საკითხის ინოვაციური გადაწყვეტისათვის ნაშრომში შემოთავაზებულია საპრივატიზაციო ფულის, იგივე „საბიუჯეტო ვაუჩერის“, შემოღება, რომლითაც მოხდება დარჩენილი საპრივატიზაციო ქონების შესყიდვა. საპრივატიზაციო ქონების ყიდვის მსურველთა მხრიდან ამ სპეციალურ ფულზე მოთხოვნა შექმნის ამავე ფულის ფასს (ჩვეულებრივ ფულზე გაცვლის კურსს). საქართველოს მოქალაქეების ხელში ამ ფულის სახით აღმოჩნდება არა იმდენად კონკრეტული საპრივატიზებო ქონება, რამდენადაც ამ ქონების გაყიდვის უფლება. მყისიერად შეწყდება ბაზარზე საფონდო რესურსის დემპინგურ ფასებში მიწოდება, რაც დღეს, ამ ფასეულობათა არსებული წესით პრივატიზებისას, გარდაუვალია. შედეგად ამ ღონისძიებით საფონდო ბაზარი იმ დონეზე გაცოცხლდება, რომ ბოლოსდაბოლოს პრაქტიკულად დასრულდება ტრანსფორმაციის პერიოდი და საშუალო ვადიან პერიოდში (1-1,5 წლის განმავლობაში) საქართველო გახდება სწრაფად მზარდი ეკონომიკის მქონე კაპიტალისტურ ქვეყნად.

განვითარების შემდგომი ეტაპია კორპორატიული კაპი-

ტალიზმის ფორმირება, სადაც საკუთრების აქციონერულ ფორმის როლი და ამ საზოგადოებების ძალაუფლებაც ეკონომიკაში სულ უფრო იზრდება. საკრედიტო ურთიერთობები მოიცავენ მთელს ეკონომიკას და მის პარალელურად ყალიბდება ფასიანი ქაღალდების მზარდი ბაზარი, რომელიც სააქციო საზოგადოებების და ბანკთაშორისი დავალიანებების ხარჯზე ახდენს კაპიტალის ზრდაზე მულტიპლიკატორულ ეფექტს. კაპიტალიზაციის ევოლუცია კაპიტალის ფუნქციისა და კაპიტალის საკუთრების გამიჯვნას ასახავს. ამ დაპირისპირებაში კაპიტალის ფუნქცია სულ უფრო და უფრო მეტად კაპიტალის ტიტულის ძალაუფლებას ექვემდებარება, რაც გახდა კიდევ 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის პირობაც. ამის საფუძველზე გაიზარდა კაპიტალის მობილობაც, რომელიც ერთი დარგიდან გადაედინება მეორე დარგში, ერთი ქვეყნიდან - მეორე ქვეყანაში და ყველგან მას ერთადერთი მოტივი აქვს - დამატებითი შემოსავლების მიღება. კაპიტალის მობილობა და მისი ლიკვიდობა კი უზრუნველყოფილია სხვადასხვა სახის ფინანსური ინსტრუმენტებით და ინსტიტუტებით, რომლის განვითარებული მაგალითიც დასავლეთის ქვეყნებია, ხოლო ჩანასახოვანი ან განუვითარებელი ფორმით კი იგი დღეს არსებობს გარდამავალ ქვეყნებში.

დღეს ტრანზიტულ ქვეყნებში პრიორეტიტულია საბანკო კრედიტი, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი კი ჩამოყალიბების პროცესშია ( ამ ბაზრის ძირითადი ინსტრუმენტებია აქციები და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები).

საქართველოში პრივატიზების პროცესში დანაზოგები სრულიად არ იყო/არ არის საკმარისი ინვესტიციების, როგორც ეკონომიკის ზრდის წინაპირობის განსახორციელებლად. ქვეყანა დღესაც უცხოურ ინვესტიციებზეა დამყარებული, მათ შორის უცხოურ კრედიტებზეც, რომელიც საგარეო ეკონომიკური ვალის ზრდის წყაროა. რაციონალურია შიდა დაგროვების ხარჯზე განხორციელდეს ინვესტირება, რისთვისაც ფინანსური შუმაველების ინსტიტუტის გაფართოება და სრულყოფაა საჭირო.

სუსტად კაპიტალიზირებული ფინანსური ინსტიტუტები კაპიტალის მოზიდვას ვერ ახერხებენ, ისინი არასაიმედონი არიან და მაღალი რისკები ახასიათებთ. მათი კაპიტალიზაცია ხდება სხვადასხვა ფორმებით - საკუთარი რეზერვების გაზრდით, სესხების მოზიდვით, კონცენტრაციითა და კონსოლიდაციის სხვადასხვა ბიზნეს სტრატეგიების გზით, აქციების გაყიდვით, სადივიდენდო პოლიტიკით და სხვ. ყველა ეს მეთოდი კაპიტალიზაციის ზრდის პირობაა. მისი გამოყენება ეფუძნება ენ. „ჩანაცვლების ეფექტს,“ და ყოველი ინსტრუმენტი მხოლოდ მისი ეფექტიანობის მიხედვით გამოიყენება. მათზე ზემოქმედებს მრავალი მაკროეკონომიკური ფაქტორი: ეკონომიკის მასშტაბი, ინფლაციური მოლოდინი, დოლარიზაციის დონე, „ჩრდილოვანი ეკონომიკა,“ და სხვ. ეს ყველაფერი მოხდება, მაგრამ არსებობს დროს ფაქტორი. გლობალიზაციის პირობებში ფუნდამენტური წარმოების ფაქტორების გვერდით მენარმეობისა და ინოვაციების გარდა სულ უფრო და უფრო დიდი ყურადღება ექცევა დროს ფაქტორს. ტრანსფორმაციის პერიოდის დასრულება და საბაზრო ეკონომიკაში სრულფასოვანი ჩართვა საქართველოს ტიპის ქვეყნისათვის უმნიშვნელოვანესი გამოწვევაა. ამასთან, საქართველოს გააჩნია უდიდესი ისტორიული შანსი სწორად გამოიყენოს მემკვიდრეობით მიღებული უზარმაზარი სიმდიდრე, რომელიც ე.წ.სახელმწიფო საკუთრების სახით არსებობს და მოახდინოს გარღვევა საქართველოს მოსახლეობის ეკონომიკურ მდგომარეობაში მათი გამდიდრების მიმართულებით. ამისათვის აუცილებელია საკუთრებითი ურთიერთობის გარდაქმნის დასრულება, კაპიტალის რეალური ბაზრის შექმნა და ბუნებრივი რესურსების ამ ბაზარში ჩართვა, რომლის არაორდინალური გადანაცვება საპრივატიზებო ფულის შემოღება.ამ მექანიზმისა და შემოთავაზებული ვაუჩერული სისტემის დანერგვა:

– უზრუნველყოფს საპრივატიზაციო ქონების შესასყიდი ფასის მნიშვნელოვან ამაღლებას პრივატიზაციის პროცესის შეუფერხებლად;

– მნიშვნელოვნად გაზრდის საფონდო ბაზარზე წარმოდგენილი რესურსების ლიკვიდურობას და უზრუნველყოფს მათ საკმარისად მყარ კოტირებას;

– არსებულ სანარმოო სიმძლავრეებს და მიწებს შესძენს საგირავნო ფუნქციას;

– უზრუნველყოფს საკრედიტო რესურსების გაიაფებას და ხელმისაწვდომობას;

– მნიშვნელოვნად აამაღლებს სამენარმეო აქტივობას;

– უზრუნველყოფს ბიუჯეტის რამდენჯერმე ზრდას, დღეს გამოუყენებელი რესურსებით დასაბეგრი არეალის თვითღეგალიზაციის წახალისების და გაჩერებული სიმძლავრეების ამოქმედების ხარჯზე, რაიმე განსაკუთრებული და ყოველდღიური სახელმწიფო პატრონაჟის გარეშე;

– ფინანსურად უზრუნველყოფს ხელფასების, პენსიებისა და შემწეობათა ზრდას, მით უმეტეს, მათ შეუფერხებელ გაცემას. ნაცვლად ჩრდილოვანი ეკონომიკისა, საარსებო მინიმუმის ძირითადი წყარო იქნება კანონიერი შემოსავლები;

– გაამარტივებს და შეამსუბუქებს საგადასახადო წნეხს. მოგვცემს მაღალ გადასახადებთან ერთად სხვადასხვა სახის მოსაკრებლების, გადასახადების საერთო რაოდენობის შემცირების შესაძლებლობას. მენარმეთათვის ნაკლებად მტკივნეულს და სასურველსაც კი გახდის გადასახადების გადახდას;

– უზრუნველყოფს სახელმწიფო შიდა და საგარეო დავალიანებათა შემცირებას;

– ფინანსურად უზრუნველყოფს ჯანდაცვისა და განათლების პროგრამების რამდენჯერმე გაფართოებას. მეცნიერების, კულტურის, სპორტის და სახელმწიფოებრივად მნიშვნელოვანი სხვა პროგრამების მხარდაჭერას;

– ფინანსურად უზრუნველყოფს მენარმეობისათვის და მთლიანად საზოგადოებისათვის აუცილებელი, ცივილიზებული სამართლებრივი გარემოს შექმნას. სახელმწიფოსა და კერძო სუბიექტებს შორის ურთიერთპასუხისმგებლობის გათანაბრებას;

– შეამცირებს კრიმინალური თუ სახელმწიფო რეკე-  
ტით კანონიერი კერძო ფინანსური და ქონებრივი წარმა-  
ტებისშევიწროვების შესაძლებლობას;

– ფინანსურად უზრუნველყოფს მიმზიდველი სამენარმეო  
გარემოს შექმნას, რაც ფართო სპექტრით მოიზიდავს უცხო-  
ურ ინვესტიციებს, დააბრუნებს სხვა ქვეყნების ეკონომიკაში  
ჩვენგანვე განთესილ ფინანსურ რესურსებს;

– შექმნის სახელმწიფო ეკონომიკური უსაფრთხოების რე-  
ალურ საფუძველს.

**და ბოლოს:** მაშინ, როცა ქვეყანას ასე უჭირს, როცა საჭი-  
რო თანხების სასურველი პირობებით მოზიდვა სიკვდილ-სი-  
ცოცხლის უამრავ გადაუდებელ პრობლემას გადაუნყვეტდა  
ქვეყანას და მისი მოსახლეობის უმეტესობას, დანაშაულის  
ტოლფასია თუნდაც 1 ტრილიონი აშშ დოლარის საბაზრო ლი-  
რებულების ძირითადი აქტივები, მხოლოდ ქვეყნის მამების  
უნიათობის გამო, გამიჯნული იყოს ეკონომიკისგან.



## ბამოყენებული წყაროებისა და ლიტერატურის სია

1. ასათიანი 2005: ასათიანი რ., პატარა ქვეყანას დიდი შეცდომების უფლება არა აქვს. სიახლე, თბილისი, 2005

2. ასლანიშვილი 2013: ასლანიშვილი დ., საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი: სიტუაციური ანალიზი და სამომავლო პერსპექტივა, ეკონომისტი, 2013, # 4.

3. ბუნებრივი რესურსები და გარემოს დაცვა საქართველოში 2012: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, [http://www.geostat.ge/cms/site\\_images/\\_files/georgian/agriculture/sakartvelos%20bunebrivi%20resursebi%20da%20garemos%20dacva\\_2012.pdf](http://www.geostat.ge/cms/site_images/_files/georgian/agriculture/sakartvelos%20bunebrivi%20resursebi%20da%20garemos%20dacva_2012.pdf);

4. ბარათაშვილი...2011: ბარათაშვილი ე., ჯოლია გ., გოზელიშვილი ნ., მამალაძე ი., სეხნიაშვილი დ., ჩახვაშვილი დ., ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირება. წიგნი 1. თბილისი, 2011.

5. ბახტაძე 2006: ბახტაძე ლ., ფინანსური ბაზარი, თბილისი, 2006.

6. ბურკაძე 1973: ბურკაძე ვ., მიწის ეკონომიკური შეფასება და მისი გამოყენება, თბილისი, 1973.

7. გელაშვილი 2006: გელაშვილი დ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მაკროეკონომიკური რეგულირება პოსტკომუნისტური ტრანსფორმაციის პირობებში. დისერტაცია. პ. გუგუშვილის სახ. ეკონომიკის ინსტიტუტი. 2006.

8. თვალჭრელიძე... 2011: თვალჭრელიძე ა., სილაგაძე ა., ქეშელაშვილი გ., გეგია დ., საქართველოს სოციალ-ეკონომიკური განვითარების პროგრამა, თბილისი, 2011

9. იმიგრაციის გავლენა მიწის გასხვისებასა და სოფლის მეურნეობის განვითარებაზე საქართველოში. ევროპული ინიციატივა-ლიბერალური აკადემია თბილისი. აშშ განვითარების სააგენტო, „აღმოსავლეთ-დასავლეთის მართვის ინსტიტუტი“.

2013. <http://ici.ge/news/evropuli-iniciativa-liberaluri-akademia-tbilisi-angarisis-prezentacias-gamartavs.html>;

10. კეინსი 1995: კეინსი ჯ. „დასაქმების, პროცენტისა და ფულის ზოგადი თეორია“, ქუთაისი, 1995.

11. კირტავა. 2012: კირტავა ი., ფასიანი ქაღალდების ბაზარი 2012 წელს. BPI, 2013, 28 სექტემბერი. [http://www.bpi.ge/index.php?option=com\\_content&view=article&id=18076%3A2013-09-28-06-59-50&catid=973%3A2013-06-16-15-59-22&Itemid=186&lang=ka](http://www.bpi.ge/index.php?option=com_content&view=article&id=18076%3A2013-09-28-06-59-50&catid=973%3A2013-06-16-15-59-22&Itemid=186&lang=ka)

12. ლორთქიფანიძე 2005: ლორთქიფანიძე მ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, თბილისი, 2005;

13. მარქსი 1954: მარქსი კ., კაპიტალი, ტ.1, თბილისი, 1954

14. მალაზონია: მალაზონია გენადი, ფასიანი ქაღალდების როლი ფულის მიმოქცევის რეგულირებაში: ავტორეფ...ეკონ. მეცნ.კანდ. 08.00.05 / თსუ. - თბ., 2001.

15. მესხია 2011: მესხია ი., საერთაშორისო ვაჭრობა. თბილისი, 2011

16. მიწის შესახებ საქართველოს კანონმდებლობათა კრებული. თბ.: მიწის მართვის სახელმწიფო დეპარტამენტი, 2001

17. პაპავა 2002: პაპავა ვ., პოსტკომუნისტური კაპიტალიზმის პოლიტიკური ეკონომია და საქართველოს ეკონომიკა, თბილისი, 2002

18. პავლიაშვილი 2009: პავლიაშვილი ს., პრივატიზაციის ფენომენი და პრობლემები საქართველოში, თბილისი, 2009.

19. საქართველოს სტატისტიკური წელიწდეული 2005. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო, სტატისტიკის დეპარტამენტი, თბილისი, 2005 წ.

20. საქართველოში სასოფლო-სამეურნეო სავარგულების მიწის პრივატიზების და იჯარით გაცემის მიმდინარეობის შესახებ 01.04.2003 წლის მდგომარეობით. თბ.: მიწის სახ. დეპარტამენტი, 2004წ.

21. საქართველოში სასოფლო-სამეურნეო სავარგულების მიწის პრივატიზების და იჯარით გაცემის მიმდინარეობის შესახებ 01.04.2001 წლის მდგომარეობით. თბ.: მიწის სახ. დეპარტამენტი, 2001წ.

22. საქართველოს 2004 წლის სასოფლო-სამეურნეო აღწერა. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო, სტატისტიკის დეპარტამენტი, თბ., 2005.

23. საქართველოს ეროვნული ბანკი <https://www.nbg.gov.ge>

24. სვანაძე 1998: საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. რედაქტორი: ვ. სვანაძე, თბილისი, 1998;

25. ქოქიაური...2008: ქოქიაური ლ., შონია ნ., ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბილისი, 2008;

26. შეფასების საერთაშორისო სტანდარტები. საქართველოს ქონების შემფასებელ ექსპერტთა ინსტიტუტი, თბილისი, 2012

27. ჩხაიძე 1999: ჩხაიძე ვ., როგორ გავმდიდრდეთ, ანუ ჩვენი გზა ეკონომიკური კეთილდღეობისაკენ, თბილისი, 1999

28. ჩხაიძე...2003: ჩხაიძე ვ., ტორონჯაძე თ., რა გვიშველის. »სვკ« სისტემა, თბილისი, 2003

29. ჩხაიძე 2003: ჩხაიძე ი., კონკურსი „ეკონომიკური სასწაული ქართულად«, გაზეთი „ახალი ვერსია“, 2003 წ. №№ 14(91); 15(91); 16(92); 18(94)

30. ჩხაიძე 2014: ჩხაიძე ი., კაპიტალიზაციის შესახებ ეკონომიკური შეხედულებების ძირითადი მიმართულებები, ბიზნესი და კანონმდებლობა, 2014, № 5.

31. ჩხაიძე 2014: ჩხაიძე ი., კაპიტალიზაციის მექანიზმი და მისი განვითარების წინააღმდეგობები საქართველოში, ეკონომიკა, 2014, № 10-12.

32. ჩხაიძე 2014: ჩხაიძე ი., პრივატიზება და კაპიტალიზაციის ზემოქმედება ეკონომიკურ ზრდაზე, ეკონომიკა, 2014, № 10-12.

33. ხუციშვილი 2001: ხუციშვილი ვასილი, ფულადი და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ჩამოყალიბების თავისებურებანი საქართველოში საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პერიოდში: ავტორეფ... ეკონ. მეცნ. კანდ. 08.00.05. - თბილისი, 2001.

34. ჯიბუტი 2003: ჯიბუტი მ., საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბილისი, 2003

35. ჯიბუტი... 2004: ჯიბუტი მ., ყორანაშვილი ქ. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი. თბილისი, 2004

36. ჯიქიძე 2012: ჯიქიძე ლევანი, ბირჟის ორგანიზაციის ქსელური მოდელის დამუშავება (ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოდელზე) დის... დოქტ. აკად. ხარ. / ხელმძღვ.: კ. კამკამიძე; ზ. გასიტაშვილი; საქ. ტექ. უნ-ტი; თბილისი, 2012

37. ჭანკოტაძე 2005: ჭანკოტაძე თამარ, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზაცია და მისი სრულყოფის გზები საქართველოში: (საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მაგალითზე): დის... ეკონ. მეცნ. კანდ. 08.00.07 / სამეცნ. ხელმძღვ.: ესტატე ბოლოკაძე ; თსუ. - თბ., 2005.

38. ჭითანავა 2001: ჭითანავა ნ., გარდამავალი პერიოდის სოციალური-ეკონომიკური პრობლემები, თბილისი, 2001

39. ჭითანავა 2012: ჭითანავა ნ., საქართველოს ეკონომიკის მეტამორფოზები და პერსპექტივები, თბილისი, 2012

40. Albert, M.(1993) Capitalism Vs. Capitalism. Trans. Paul Haviland, NY, Four Walls Eight Windows.

41. „20 Years of Independence: Transformation of Georgian Agricultural System“. European Initiative, Liberal Academy, East-West Management Institute. G-Pac, USAID 2012.

42. Aoki, M., Kim, H.-K.(1995) Corporate Governance in Transitional Economics:Insider Control and The Role of Banks, Washington: The World Bank.

43. Armour...2011: Armour J., Mayer C., Polo A., Regulatory

Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets. 2011, 28 December. file:///C:/Users/misha/Desktop/Capitalization-Dissert.%20Djibuti%202014/SSRN-id1678028.pdf

44. Atje 1993: Atje R., Jovanovic B., Stock markets and development. *European Economic Review* 1993, 37 <http://ideas.repec.org/p/man/cgbcpr/32.html>

45. Burns 1998: Burns L., Kreyer R. «Taxation of Income from Business and Investment». Ch. 16. 1998. <http://imf-iew.info/external/pubs/nft/1998/tlaw/eng/ch16.pdf>.

46. Krippner 2011: Krippner G. R., Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance. Publication: February 2011.

47. Capitalization rate - <http://www.investopedia.com/terms/c/capitalizationrate.asp>;

48. Capitalize - <http://www.investorwords.com/719/capitalize.html>

49. Capitalization - <http://www.yourdictionary.com/capitalization>

50. Chapter 2. Literature Review of Stock market. <http://nccur.lib.nccu.edu.tw/bitstream/140.119/33947/6/93306406.pdf>

51. 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>

52. Coffee, J.C.(1996) Institutional Investors in Transitional Economics: Lessons from the Czech Experience. In: Corporate governance in Central Europe and Russia: V.I. Banks, Funds and Foreign Investors. R.Fydman, C.Gray, eds., London Central European University Press

53. The Criticism Of The Modigliani And Miller Hypothesis Finance Essay. UKEssays.com. The UK, s expert provider of custom essays. <http://www.ukessays.com/essays/finance/the-criticism-of-the-modigliani-and-miller-hypothesis-finance-essay.php>

54. „The Stock Market Casino“. The WMail Newsletter Essays, Volume II - Issue #18: December 2001. <http://www.working-minds.com/WMessay18.htm>;

55. 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).

56. Devereux, B., Smith W. “International risk sharing and economic growth“. *International Economic Review*. Volume: 35 (1994). Issue (Month): 3 (August).

57. Doing Business 2014. Economy profile: Georgia. [http://doingbusiness.org/reports/global-reports/~/\\_media/giawb/doing%20business/documents/profiles/country/GEO.pdf](http://doingbusiness.org/reports/global-reports/~/_media/giawb/doing%20business/documents/profiles/country/GEO.pdf); <http://doingbusiness.org/rankings>

58. El-Wassal, A. Kamal, 2005, „Understanding the Growth in Emerging Stock Markets,“ *Journal of Emerging Market Finance*, Vol. 4 (3).

59. Eugene F. Fama. *Random Walks in Stock Market Prices*. Graduate School of Business University of Chicago, Selected papers, #16. [http://www.chicagobooth.edu/~/\\_media/34F68FFD-9CC04EF1A76901F6C61C0A76.PDF](http://www.chicagobooth.edu/~/_media/34F68FFD-9CC04EF1A76901F6C61C0A76.PDF)

60. Eugene E. Fama. *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*. *Journal of Financial Economics*. Volume 49, Issue 3, 1 September 1998. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X98000269>

61. 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>

62. Elerman, O. (1998) Voucher Privatization with Investment Funds: An Institutional Analysis, Washington, The World Bank

63. Foster, William. (2008). Money to Grow On. Stanford Social Innovation Review. Fall 2008. [http://www.ssireview.org/articles/entry/money\\_to\\_grow\\_on](http://www.ssireview.org/articles/entry/money_to_grow_on)

64. Greta R. Krippner, Capitalizing on Crisis.The Political Origins of the Rise of Finance.Publication: February 2011

65. Keating, Elizabeth and Peter Frumkin. (2003). Reengineering Nonprofit Financial Accountability: Toward a More Reliable Foundation for Regulation. Public Administration Review, January/February). 2003. [http://faculty.maxwell.syr.edu/acbrooks/Pages/Courses/Documents/NP\\_Econ/Keating%20&%20Frumkin%20PAR%202003.pdf](http://faculty.maxwell.syr.edu/acbrooks/Pages/Courses/Documents/NP_Econ/Keating%20&%20Frumkin%20PAR%202003.pdf)

66. Maria K. Boutchkova, William L. Megginson. Privatization and the Rise of Global Capital Markets. Financial Management (Fall 2000)..<http://faculty-staff.ou.edu/M/William.L.Megginson-1/prvmktgrpFM-nv0.pdf>

67. Market Capitalization -<http://www.investopedia.com/terms/m/marketcapitalization.asp>;

68. Miller, Clara.(2003). Hidden in Plain Sight: Understanding Nonprofit Capital Structure. The Nonprofit Quarterly, Spring 2003. <http://nonprofitfinancefund.org/files/docs/2010/NPQSpring03.pdf>

69. Mishkin, Frederic, 2001, „Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in EmergingMarket Countries, “ NBER Working Paper No. 8087, (Cambridge: NBER).

70. MCX Stock Exchange. Capital Markets Research Dossier. December 2013. [http://www.mcx-sx.com/SX-Content/common/Knowledge-Centre/Research-Dossier/2014/January/MCXSX\\_Research\\_Dossier\\_Dec\\_13.pdf](http://www.mcx-sx.com/SX-Content/common/Knowledge-Centre/Research-Dossier/2014/January/MCXSX_Research_Dossier_Dec_13.pdf)

71. Hamid Mohtadi and Sumit Agarwal. Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Coun-

tries. <http://faculty.apec.umn.edu/mohta001/PA1-4-01.pdf>

72. Stephen Morris and Hyun Song Shin, Risk management with Independent Choice. Oxford Review of Economic Policy, vol. 15, no 3, 1999. <http://www.princeton.edu/~smorris/pdfs/risk-management.pdf>

73. Saunders, A. (2000) Financial Institutions Management. A Modern Perspective, McGraw-Hill.

74. Saunders, A. (1999), Credit risk Measurement: New Approaches to value at risk and other paradigms, Wiley, №4

75. Sharpe, W., Alexander, G. (1990) Investments, Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.

76. Jonathan Nitzan, Shimshon Bichler, (2009). Capital as Power. A Study of Order and Creorder. RIPE Series in Global Political Economy. New York and London: Routledge.. [http://bnarchives.yorku.ca/259/02/20090522\\_nb\\_casp\\_full\\_indexed.pdf](http://bnarchives.yorku.ca/259/02/20090522_nb_casp_full_indexed.pdf)

77. John Armour, Colin Mayer, Andrea Polo. Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets. 28 December 2011. <file:///C:/Users/misha/Desktop/Capitalization-Dissert.%20Djibuti%202014/SSRN-id1678028.pdf>

78. Jansen, M.(1968) The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. Journal of Finance, 23, 369-416

79. Ryan, William P. (2001). Nonprofit Capital: A Review of Problems and Strategies. Fannie Mae Foundation and Rockefeller Foundation. <http://community-wealth.org/sites/clone.community-wealth.org/files/downloads/paper-ryan.pdf>

80. Robert J. Shiller. Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership. NBER Working Paper No. 13553, Issued in October 2007. <http://www.nber.org/papers/w13553>; <http://www.nber.org/papers/w13553.pdf>

81. Ross Levine. Stock Markets:A Spur to Economic Growth. Finance & Development / March 1996, <http://www.imf.org/exter>



nal/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf

82. Ross Levine; David Renelt. A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. *The American Economic Review*, Vol. 82, No. 4. (Sep., 1992), pp. 942-963. file:///C:/Users/misha/Desktop/Capitalization-Dissert.%20Djibuti%202014/Levine\_Renelt\_1992.pdf

83. Robert S. Kaplan and David P. Norton. <http://hbr.org/authors/kaplan-norton>

84. Urban Bäckström: The importance of a well-functioning stock market. Remarks by Mr Urban Bäckström, Governor of Sveriges Riksbank, at the World Federation of Investors 20th World Congress, Stockholm, 7 June 2002. <http://www.bis.org/review/r020612a.pdf>

85. Raymond Atje and Boyan Jovanovic. Stock markets and development. *European Economic Review* 37 (1993). P. 632-640. <http://ideas.repec.org/p/man/cgbcrcp/32.html>

86. Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (1999) *Corporate Finance*, McGraw-Hill

87. Robert S. Kaplan and David P. Norton. <http://hbr.org/authors/kaplan-norton>

88. 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.. <http://www.econbiz.de/Record/privatization-and-its-benefits-theory-and-evidence-sheshinski-eytan/10001827343>

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

90. Levine, Ross and Sara Zervos, 1998, „Stock Markets,

Banks, and Economic Growth, " American Economic Review, Vol. 88. <http://www.jstor.org/discover/10.2307/116848?uid=3738048&uid=2&uid=4&sid=21104617934823>

91. Ross Levine; David Renelt. A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. The American Economic Review, Vol. 82, No. 4. (Sep., 1992). [file:///C:/Users/misha/Desktop/Capitalization-Dissert.%20Djibuti%202014/Levine\\_Renelt\\_1992.pdf](file:///C:/Users/misha/Desktop/Capitalization-Dissert.%20Djibuti%202014/Levine_Renelt_1992.pdf)

92. Stephen Morris and Hyun Song Shin, Risk management with Independent Choice. Oxford Review of Economic Policy, vol. 15, no 3, 1999. <http://www.princeton.edu/~smorris/pdfs/risk-management.pdf>

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

94. „The Stock Market Casino“. The WMail Newsletter Essays, Volume II - Issue #18: December 2001. <http://www.working-minds.com/WMessay18.htm>;

95. 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/>

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

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

98. Joseph E. Stiglitz. Information and the Change in the Para-

digm in Economics. Prize Lecture, December 8, 2001. [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf); <http://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/06Levine%26Zervos-AER1998.pdf>

99. Stiglitz, J.E. „Credit Markets and the Control of Capital.“ Journal of Money, Credit and Banking. 1985.

100. Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии. <http://businessolimp.ru/books/valras-l-elementy-chistoy-politicheskoy-ekonomii-razdel-1/stranica-10>

101. Булаева...2011: Капитализация предприятий: теория и практика: моногр. / под ред. д.э.н., проф. И.П. Булеева, д.э.н., проф. Н.Е. Брюховецкой; НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти; ДонУЭП. – Донецк, 2011.

102. Норд Д. Институты, Институциональные изменения и функционирование экономики. М. Фонд Экономической книги, « Начала», 1977.

103. Отношение капитализации рынка акций к ВВП. Любимый индикатор Уоррена Баффета. ELITETRADER.RU <http://elitetrader.ru/index.php?newsid=198837>

104. О состоянии Рынка Ценных Бумаг в государствах – Участниках СНГ. Минск, 2012. <http://www.cis.minsk.by/page.php?id=18779>

105. Папава 2013: Папава В. Экономика Грузии: В поисках Модели Развития. Мир Перемен. №3, 2013.

106. Рыночная капитализация. [http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A0%D1%8B%D0%BD%D0%BE%D1%87%D0%BD%D0%B0%D1%8F\\_%D0%BA%D0%B0%D0%BF%D0%B8%D1%82%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F](http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A0%D1%8B%D0%BD%D0%BE%D1%87%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D0%BA%D0%B0%D0%BF%D0%B8%D1%82%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F)

107. Что такое Рыночная капитализация | Market Capitalization. <http://allfi.biz/glossary/eng/M/marketcapitalization.php>

108. Рыночная капитализация. [http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A0%D1%8B%D0%BD%D0%BE%D1%87%D0%BD%D0%B0%D1%8F\\_%D0%BA%D0%B0%D0%BF%D0%B8%D1%82%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F](http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A0%D1%8B%D0%BD%D0%BE%D1%87%D0%BD%D0%B0%D1%8F_%D0%BA%D0%B0%D0%BF%D0%B8%D1%82%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F)

109. Сирота: Сирота Л.В. Институциональные Условия Роста Капитализаций. <http://cyberleninka.ru/article/n/formirovanie-institutsionalnyh-usloviy-rosta-kapitalizatsii-v-rossiyskoj-ekonomike>

110. Сото 2000 . Сото Э. де Загадка капитала: почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всём остальном мире? <http://www.mirpozitiva.ru/lib/bogatstvo/zagadka-kapitala/zagadka-kapitala.html>

111. Хикс 1993: Хикс Дж. Р., Стоимость и капитал, М.: Прогресс, 1993.

## **გამომცემლობა „ივერიონი“**

**დირექტორი:**

**ზაურ ნაჭყებია**

**ტექნიკური რედაქტორი:**

**ლევან ბოჭორიშვილი**

**ოპერატორი:**

**სოფო ქილიფთარი**

**თბილისი. კოსტავას 6. სართ III**

**ტელ: 293-53-22**

**Email: [info@iverioni.com.ge](mailto:info@iverioni.com.ge)**

მხოლოდ მესაკუთრეს შეუძლია  
გჩქევადიანი გეგმით მუშაობა,  
მხოლოდ მას აქვს მოცივაფია  
შეინანუნოს და გაზანდოს ქონების  
ღირებულება, მხოლოდ ის დაიყავს მას  
ვამოფიყვისა და განიფეებისაგან.

მ. ჩხანიძე