

ფინანსები და საბანკო საქმე ♦ აღრიცხვა, აუდიტი
FINANCE and BANKING ♦ ACCAUNTING and AUDIT

**ფასიან ქალაქებში ინვესტირების ეფექტიანობის
საკითხისათვის**

მაია გოგოხია

მოწვეული დოქტორი

ივ. ჯავახიშვილის სახელობის

თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

mayagogokhia@gmail.com

doi.org/10.52340/eab.2026.18.01.11.

ფინანსური ბაზარი ფუდარი ოპერაციების სპეციფიკური სფეროა, სადაც გაჩივების ობიექტია მოსახერხებელზე ფინანსური ბაზრის აქტივების სანაცვლოდ გაცემული მოსახდომობის, კომპანიების, სახელმწიფო სტრუქტურების თავისუფალი ფუდარი სახსრები. ყველა ინვესტირების ისუხებდა, რომ მისი დაბანდებები იყოს საიმედო, შემოსავლიანი და დიკვიდუხი, მაგამ ეკონომიკური კანონები ამის შესაძლებლობას ყოველთვის ხოდი იძლევა.

სტატიაში განვიხილავთ საინვესტიციო ბანკიების ხოლს, სპეციალიზებულ საინვესტიციო ფონდების მნიშვნელობას, ფასიანი ქალაქების საინვესტიციო პოტენციის აქტიური და პასიური მართვის ასპექტებს, დივერსიფიკაციას, ხაც თანამედროვე პოტენციის თეორიის ეხთ-ეხთი ძიითადი საკითხია.

განსაკუთრებული აქცენტია გაკეთებული უცხოური ფასიანი ქალაქებთან დაკავშირებულ სავალუტო რისკსა და მის ჰეჯიებაზე, მასზე მოქმედ ფაქტორებზე. ქვეყნების ეკონომიკათა სხული უხთიეხთდაკავშირებულობის შემთხვევაში, სხვადასხვა ქვეყანაში სიტუაცია აქციათა ბაზარზე ეხთნაიხად შეიცვებოდა და ძაღზე მციხე მოგების მიღება იქნებოდა შესაძლებელი, ჰეაღუხად კი, საეხთაშოხილო დივერსიფიკაცია მომგებია.

ნარჩენებია გადასახადებისა და ინფლაციის ახლებითი გავდენა საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებასა და მის შედეგებზე, ინვესტირებისადმი მზახდი ინტენსიური ხოგოხი მთედ მსოფლიოში, ასევე საქაითველოში, მათ შოხის - კოხპოხაციული ობდიგაციებისადმი, ხაც ხაზს უსვამს ნდობას ადგილობრივი კომპანიების მიმახთ.

საკვანძო სიტყვები: ფინანსური ბაზაჰი, ინვესტიციები ფასიან ქაღალდებში, საინვესტიციო საქმიანობის მენეჯმენტი, დივერსიფიკაცია, დაბეგვჩა, ინფდაცია.

შესავალი

ფინანსური ბაზარი მოწოდებულია უზრუნველყოს კაპიტალური დაბანდე-ბების მოდინება ეკონომიკის რეალური სექტორის საწარმოებში, რისთვისაც ყველა ქვეყანა ყოველწლიურად ზრდის სესხებას ფინანსურ ბაზრებზე.

ბოლო ათწლეულია აქტიურად ვითარდება ფასიანი ქაღალდების „მე-სამე“ და „მეოთხე“ ბაზრები. „მესამე ბაზარი“ (third market), რაც გულისხმობს არასაბირჟო ვაჭრობას ბირჟაზე დარეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდებით, აწმყოში დინამიკურად ფართოვდება. მასზე გარიგებები იდება მაშინაც, როცა ბირჟაზე ვაჭრობა შეჩერებულია. 1980-იანი წლებიდან SEC-მა (ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისია) დაადგინა წესი, რომელიც უფლებას აძლევს ბირჟაზე ადგილის მქონე ფირმებს ემოქმედათ „მესამე ბაზარზე“ იმ ფასიანი ქაღალდებით დილერების როლში, რაც NYSE-ის ლისტიტგში იყო ჩართული.

„მეოთხე ბაზარი“ (fourth market) წარმოადგენს გარესაბირჟო ბაზარს, სადაც მიმდინარეობს პირდაპირი ვაჭრობა ფასიანი ქაღალდების მსხვილი პაკეტებით ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს შორის. დღეისათვის „მეოთხე ბაზარი“ იქცა ვაჭრობის მაღალგანვითარებულ მექანიზმად ყოველდღიური ბრუნვით მილიონობით აქციისა და წარმოადგენს საფრთხეს საფონდო ბირჟებისათვის. კავშირის ტელესაკომუნიკაციო საშუალებების განვითარება თანდათან აღმოფხვრის განსხვავებას ბირჟასა და ბირჟის გარეშე სეგმენტებს შორის. ამის თვალსაჩინო მაგალითია NASDAQ, რომელიც უპირველეს ყოვლისა, ფასების გამოცხადების (კოტირების) სისტემას წარმოადგენს. SEC პერიოდულად ამოწმებს ბროკერებს, რათა ფასნამატებისა (markup) და ფასდაკლების (markdown) სიდიდე გონივრულ საზღვრებში იყოს.

ფირმების უმეტესობა, რომლებიც ატარებენ ოპერაციებს ფასიანი ქაღალდებით, საკმაოდ ცნობილია და საფონდო ინდუსტრიაში მტკიცე პოზიციას იკავებს. თუმცა, საბოლოო ანგარიშით, საფონდო ბაზრების ფუნქციონირება დიდადაა დამოკიდებული სხვადასხვა საქმიანი წრეების გავლენაზე სახელმწიფო პოლიტიკაზე.

რა თქმა უნდა, ყველა ინვესტორი ისურვებდა, რომ მისი დაბანდებები იყოს საიმედოც, შემოსავლიანიც და ლიკვიდურიც, მაგრამ ეკონომიკური კანონები ამის შესაძლებლობას ყოველთვის როდი იძლევა. ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის ღირებულება დამოკიდებულია მის სამომავლო პერსპექტივაზე, რაც თითქმის ყოველთვის გაურკვეველია. ნებისმიერმა დამატებითმა

ინფორმაციამ ამ პერსპექტივასთან მიმართებით, შეიძლება მისი ღირებულების გადაფასება გამოიწვიოს. ფასიანი ქაღალდი, უპირველეს ყოვლისა, წარმოადგენს ერთგვარ ხელშეკრულებას ემიტენტსა და ინვესტორს შორის, რაც უკანასკნელს აძლევს გარკვეულ უფლებებს მომავალში. რადგან ეს უფლებები განსხვავდება ფასიანი ქაღალდის სახეობაზე დამოკიდებულებით, ისევე როგორც განსხვავდება კომპანია-ემიტენტების პერსპექტივები, არსებობს დიდი, მუდმივად მზარდი რიცხვი ობლიგაციების განსხვავებული სახეობებისა ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთით. ინვესტიციები შესაძლებლობას იძლევა დაიზოგოს და გამრავალფეროვნდეს დანაზოგები (ფიზიკური პირებისათვის) და საინვესტიციო კაპიტალი (იურიდიული პირებისათვის).

საქართველოში 2025 წლის დასაწყისიდან აგვისტომდე დაახლოებით 325 მლნ ლარის სავალო ვალდებულება განთავსდა, რაც გასული წლის ანალოგიურ მაჩვენებელზე 50%-ით მეტია. აღნიშნული მეტყველებს სასესხო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საკმაოდ აქტიურ განვითარებაზე (nbg.gov.ge, 2025).

საინვესტიციო საქმიანობის მენეჯმენტი

საინვესტიციო საბანკო მომსახურებას, როგორც წესი, ეწევიან საბროკერო ფირმები და, შეზღუდული მოცულობით, კომერციული ბანკები. შემთხვევათა უმეტესობაში, კერძო განთავსებას ადგილი აქვს ობლიგაციების გამოშვებისას ფიქსირებული პროცენტით. მათი მყიდველებია ისინი, ვისაც უფრო მეტად იზიდავს საკუპონე შემოსავლის მიღება, ვიდრე – კაპიტალის ნაზარდიდან შემოსავლების პერსპექტივები. საჯარო შეთავაზებისას კი ემიტენტები ძალზე ბევრს კარგავენ ფასთა სხვაობაზე ანდერრაიტერის სასარგებლოდ. სხვა სიტყვებით, საზღაური ახალი გამოშვების განთავსების გარანტირებისათვის ძალზე დიდია იმ რისკთან შედარებით, რასაც აკომპენსირებს ეს გარანტია. მიზეზი ანდერრაიტერების მიერ ემიტენტების ინტერესების იგნორირება ან არაფორმალური შეთანხმების არსებობაა საბანკო კომპანიებს შორის. IPO ასევე იწოდება არასეზონურ შეთავაზებად (unseasoned offerings). პრაქტიკა ცხადყოფს, რომ სეზონური შეთავაზების გამოცხადება იწვევს აქციების ფასების დაცემას დაახლოებით 2-4%-ით. აღნიშნულის მიზეზი შეიძლება იყოს ფირმა-ემიტენტის ხელმძღვანელობაში არსებული ტენდენცია, გამოუშვან ახალი აქციები, როცა ისინი მიიჩნევენ, რომ მათი ფასი ბაზარზე გაზრდილია. სამრეწველო კომპანიების ფასები უფრო ძლიერ ეცემა, ვიდრე სოციალური სფეროს საწარმოების აქციების ფასები, რაც, ალბათ, იმასაც უკავშირდება, რომ სოციალური სფეროს საწარმოები გაცილებით უფრო ხშირად აცხადებენ სეზონურ შეთავაზებას, ვიდრე - სამრეწველო კომპანიები.

ბოლო წლებში მნიშვნელოვანი პოპულარობა შეიძინა სპეციალიზებულ-მა საინვესტიციო ფონდებმა, რომლებიც ტრადიციული საინვესტიციო ფირმებისგან განსხვავებით, მიმართავენ ძალისხმევას არა სხვადასხვა ფასიან ქალაქებში, არამედ – აქტივების ცალკეულ სახეობებში ინვესტირებისკენ, როგორცაა აქციები ან ობლიგაციები. არც თუ იშვიათად მათ აქვთ კიდევ უფრო ვიწრო სპეციალიზაცია, შემოიფარგლებიან რა კონკრეტული სანდოობის ფასიანი ქალაქების სეგმენტით, მაგ., მცირე დამწყები კომპანიების აქციებით.

2020 წელს მიღებული კანონით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“, საქართველოში ფუნქციონირებს რეგისტრირებული და ავტორიზებული საინვესტიციო ფონდები. რეგისტრირებული ფონდები ახორციელებენ ფინანსური ინსტრუმენტების კერძო შეთავაზებას, ავტორიზებულები კი – საჯაროს (nbg.gov.ge).

მიუხედავად აქტივების სწრაფი ზრდისა, რასაც პასიური მენეჯერები მართავენ, აქციებისა და ობლიგაციების ეროვნული და საერთაშორისო პორტფელების დიდი ნაწილის მართვისას აქტიური მართვის მეთოდი გამოიყენება. ბევრი მსხვილი ინსტიტუციონალური ინვესტორი, როგორცაა საინვესტიციო ფონდები, ირჩევენ შუალედურ პოზიციას, იყენებენ რა როგორც პასიური, ასევე აქტიური მენეჯერების მომსახურებას.

ყველაზე ხშირად გამოყენებული აქტივების კლასები – ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტები, უცხოური აქციები და ობლიგაციები, უძრავი ქონებაა. გარკვეული დროის პერიოდის ამონურვისას, თავდაპირველად ფორმირებული პორტფელი არც თუ იშვიათად შეიძლება არ იქნეს განხილული მეჯერების მიერ, როგორც ოპტიმალური, ანუ საუკეთესო, კლიენტისათვის. ეს ხდება ან კლიენტის დამოკიდებულების შეცვლით რისკისა და შემოსავლიანობისადმი, ან, რაც უფრო სავარაუდოა, მენეჯერების პროგნოზების ცვლილების გამო.

ტრანზაქციური დანახარჯების არსებობა მნიშვნელოვნად ართულებს საინვესტიციო მენეჯერების საქმიანობას, და რაც უფრო აქტიურია მენეჯერი, მით უფრო მეტი მსგავსი ხარისხის წინააღმდეგობა აღმოცენდება. პორტფელის გადახედვის აუცილებლობის დასადგენად, ამა თუ იმ ფასიანი ქალაქის მიმართ გამოიყენება რთული მეთოდები, რომელთა სრულყოფამ და კომპიუტერული სამუშაოების ღირებულების შემცირებამ, ეკონომიკურად ხელმისაწვდომი გახადა ასეთი გადასინჯვა ბევრი საინვესტიციო მენეჯერისათვის.

ზოგიერთ შემთხვევაში, ინვესტორები უფრო ეკონომიურად და მიმზიდველად მიიჩნევენ პორტფელის გადახედვას არა ცალკეულ ფასიან ქალაქებთან, არამედ – აქტივების მთელ კლასებთან მიმართებით. მსგავსი მიდგომის მაგალითია ფიუჩერული კონტრაქტების ყიდვა ან გაყიდვა, საფონდო ინდექსებსა ან სახაზინო ობლიგაციებზე. მოქნილ სტრატეგიას წარმოადგენს სვოპების ბაზრის გამოყენებაც.

ერთი ემიტენტის აქციების და ობლიგაციების ყიდვისას გასათვალისწინებელია ემიტენტის ფინანსური ლევერიჯი (გოგობია მ., 2024). ეკონომიკის ფინანსებიზაციის ზრდა ხასიათდება წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების – დერივატივების ფეთქებადი ზრდით, სექიურიტიზაციით და კომპანიებში „ლევერჯის“ ზრდით, როგორც პრაქტიკამ აჩვენა ODLM-ს (Originate – and – Distribute Landing Model) ახასიათებს მაღალი ხარისხის რისკი და უაღრესად დიდი მოწყვლადობა ფინანსური კრიზისების მიმართ (მექვაბიშვილი ე., 2025).

თანამედროვე პორტფელის თეორიის ერთ-ერთი ძირითადი საკითხია დივერსიფიკაციის ხარისხი: ეფექტიან ფინანსურ ბაზარზე ნებისმიერი გონივრული საინვესტიციო სტრატეგია გულისხმობს სახსრების დაბანდებას განსხვავებულ ფინანსურ აქტივებში. ინვესტორმა უნდა განიხილოს ინვესტიციები უცხოურ ფასიან ქაღალდებსა და მატერიალურ აქტივებში.

უცხოურ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული სავალუტო რისკი გარკვეული ხარისხით შეიძლება შემცირდეს ჰეჯირების დახმარებით უცხოური ვალუტის ფორვარდულ (ან ფიქჩერსულ) ბაზარზე. უკუპონო ფასიანი ქაღალდების შემთხვევაში ფიქსირებული შემოსავლით, გაცვლის რისკის სრულად აღმოფხვრა შესაძლებელია ჰეჯირებით.

სამწუხაროდ, შეუძლებელია სავალუტო რისკის სრულად ჰეჯირება, რაც დაკავშირებულია სარისკო ინვესტიციებთან. ფორვარდული კონტრაქტები იდება ფულადი გადახდების კონკრეტულ სიდიდეზე. თუ რეალური გადახდები აღმოჩნდება მოსალოდნელზე მეტი ან ნაკლები, აუცილებელია უცხოური ვალუტის გარკვეული რაოდენობის გადაცვლა რეალური გაცვლითი კურსით, დადგენილი ფულის მიღების მომენტისათვის. შესაბამისად, გაცვლის რისკი მაინც ნარჩუნდება, რადგან შეუძლებელია გაცვლითი კურსების ზუსტი პროგნოზირება. რეალურ სიტუაციაში ასეთი არაჰეჯირებული რისკის სიდიდე მცირეა. თუმცა, უცხოური ინვესტიციების ჰეჯირების ღირებულებამ შეიძლება მოგებას გადააჭარბოს.

შეიძლება ითქვას, რომ ინვესტორის სავალუტო რისკის ოპტიმალური ჰეჯირება სხვადასხვა ფაქტორზეა დამოკიდებული, მათ შორისაა:

- კორელაცია ვალუტებს შორის;
- კორელაცია შიდა შემოსავლიანობასა და ვალუტაში დაბანდების შემოსავლიანობას შორის;
- ჰეჯირების ღირებულება;
- ინვესტორის პორტფელის წილი, დაბანდებული უცხოურ ფასიან ქაღალდებში;
- უცხოური ფინანსური აქტივების შემოსავლიანობის ცვალებადობა;
- ვალუტაში დაბანდების შემოსავლიანობის ცვალებადობა;
- ინვესტორის სამომხმარებლო კალათა;

- ინვესტორის მიერ რისკის არიდების ხარისხი;
- შემოსავალი დაბანდებიდან უცხოურ ვალუტაში;

ამასთან, აღნიშნული ფაქტორები ძნელად ექვემდებარება რაოდენობრივ ანალიზს და რადგანაც ფინანსური პირობები და სხვადასხვა ინვესტორის შეხედულებები სავალუტო ბაზრებისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მახასიათებლების თაობაზე არსებითად განსხვავდება, არ არის გასაკვირი, რომ გვხვდება სხვადასხვა პოზიცია - ნულოვანი ჰეჯირებიდან სრულ ჰეჯირებამდე.

თუ ყველა ქვეყნის ეკონომიკა სრულად დაკავშირებული იქნებოდა ერთიერთშორის, სხვადასხვა ქვეყანაში სიტუაცია აქციათა ბაზრებზე ერთნაირად შეიცვლებოდა და ძალზე მცირე მოგების მიღება იქნებოდა შესაძლებელი საერთაშორისო დივერსიფიკაციიდან. რეალურად, საერთაშორისო დივერსიფიკაცია მომგებიანია.

გადასახადები და ინფლაცია

გადასახადები და ინფლაცია არსებით გავლენას ახდენს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებასა და მის შედეგებზე. საგადასახადო კანონმდებლობა უმნიშვნელოვანეს როლს ასრულებს ფასების დადგენისას ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, რადგან ინვესტორებისთვის, რა თქმა უნდა, მნიშვნელოვანია შემოსავლები გადასახადების გადახდის შემდეგ და არა – მანამდე.

ზღვრული საგადასახადო განაკვეთი (marginal tax rate) კორპორაციებისათვის – ეს არის განაკვეთი, რომლითაც კორპორაცია გადაიხდიდა გადასახადს შემოსავლის ყოველი დამატებითი დოლარისთვის. საშუალო საგადასახადო განაკვეთი (average tax rate) ტოლია საგადასახადო გადახდების მთლიანი ჯამის თანაფარდობისა მთლიან შემოსავალთან, რომელიც დაბეგვრას ექვემდებარება. თუმცა, საშუალო განაკვეთი გვიჩვენებს გადასახადების საერთო გავლენას, ზღვრული განაკვეთი უფრო მნიშვნელოვანია გადაწყვეტილებათა უმეტესობისათვის.

დიფერენცირებული მიდგომა გადასახადებისადმი, გავლენას ახდენს ფასებზე, რის გადახდაზეც თანახმა არიან კერძო ინვესტორები და კორპორაციები ფასიანი ქაღალდებისათვის.

ბევრი ორგანიზაცია სრულად ან ნაწილობრივ გათავისუფლებულია მოგების გადასახადისგან. როგორც წესი, ეს არაკომერციული, რელიგიური, საქველმოქმედო და საგანმანათლებლო ფონდებია. საინვესტიციო ფონდებს, ხშირად წოდებულს ურთიერთფონდებად (mutual funds), შეიძლება პრეტენზია ჰქონდეთ იმაზე, რომ ისინი განიხილონ როგორც რეგულირებადი საინვესტიციო კომპანიები. ასეთი კომპანიები ანაწილებენ პრაქტიკულად მთელ მოგებას და თავიდან იცილებენ გადასახადების გადახდას.

მოსამსახურეთა საპენსიო სქემებსა და მოგებაში მონაწილეობის სქემებს (stook – bonus plans), ასევე შეიძლება ჰქონდეთ პრეტენზია გადასახადებისაგან გათავისუფლების სტატუსზე. ასეთი ფონდების აქტივები (ჩვეულებრივ, ფასიანი ქაღალდები) შეიძლება გადაეცეს მართვისათვის რწმუნებულ პირს (fiduciary) (მაგ. ბანკს).

თუმცა, საშემოსავლო გადასახადი კორპორაციებისათვის დიდ გავლენას ახდენს ინვესტიციათა შედეგებზე, ჩვეულებრივი ადამიანების უმეტესობა არ გრძნობს მის გავლენას უშუალოდ საკუთარ თავზე. მაგრამ ეს არ ეხება კერძო პირების საშემოსავლო გადასახადს. ცოტა თუ ახერხებს ამ გადასახადის გავლენისგან გათავისუფლებას, როგორც ეკონომიკურ, ასევე – ემოციურ დონეზე. მისი პირობები პირდაპირ გავლენას ახდენს საინვესტიციო პოლიტიკაზე.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შემდგომი განვითარებისთვის შესაძლოა ერთობ მნიშვნელოვანი იყოს საცალო ინვესტორების მონაწილეობის ზრდა. უცხოური ვალუტით დენომინირებული ობლიგაციები, რასაც ინვესტორთა შედარებით ფართო წრე ფლობს, მნიშვნელოვნად უფრო მაღალ ლიკვიდურობას ამჟღავნებს ლარით დენომინირებულ ობლიგაციებთან შედარებით, რაც უმეტესად რამდენიმე ინსტიტუციონალური ინვესტორის მფლობელობაშია (ბახუაშვილი შ., კოდუა ლ., აბესაძე დ., 2025, 73). კომერციული ბანკები და 2022 წლიდან საქართველოს საპენსიო ფონდი რეგულარულად ფლობენ ლარში განთავსებული კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთის 80-90%-ს.

მთავარი საზრუნავი ინვესტორებისა დიდი დასაბეგრი შემოსავლებით – არის შესაძლებლობა მიიღონ დაუბეგრავი შემოსავალი. ამის მიღწევის უმარტივესი ხერხია – ობლიგაციების ყიდვა, რომელიც თავისუფალია დაბეგვრისგან (taxe – exempt fonds). აქტივების საბაზრო ღირებულების ცვლილებას არ აქვს მნიშვნელობა დაბეგვრისათვის, სანამ ის არ გამოიწვევს ფინანსური შედეგის დადგომას კაპიტალის რეალიზებული ნაზარდის (ან ზარალის) ფორმით (realized capital gain lor loss) მისი გაყიდვისას ან გაცვლისას. ამავდროულად, ინფლაცია ინვესტორების მთავარი საზრუნავია. საფუძვლიან კვლევას მოითხოვს საპროცენტო განაკვეთებისა და ინფლაციის ურთიერთდამოკიდებულების ხარისხი (Rodrik D., 2021). გადასახადების აკრეფის ბოლომდე გამოუყენებელი წყარო საპენსიო ფონდებია. საპენსიო ფონდებში შენატანებისა და საპენსიო ფონდების ინვესტორთა გათავისუფლება დაბეგვრისაგან სახელმწიფოს ძვირი უჯდება, მაგ. აშშ-ის დასაქმებული მოსახლეობის ნახევარიც კი არ მონაწილეობს საპენსიო პროექტებში, ისინი კი, ვინც მონაწილეობს, ჩვეულებრივ მაღალშემოსავლიან კატეგორიას ეკუთვნის და რადგანაც ისინი ხვდებიან გადასახადების უფრო ზღვრული განაკვეთების ქვეშ, საპენსიო ფონდები მათთვის უფრო დიდი ინტერესის საგანია. საპენსიო ფონდების დაბეგვრის მოწინააღმდეგეების აზრით, საპენსიო დანაგროვები აშშ-ში მთლიანი

დანაგროვების უმნიშვნელოვანესი წყაროა. ისინი სადავოს ხდიან სხვა საინვესტიციო დანაგროვების გამოდევნის თეორიას. ამ თეორიის ემპირიული შემოწმება რთულია, გამოდევნის ეფექტი კი შეიძლება მცირე აღმოჩნდეს.

მთავრობების უმეტესობა ანგარიშობს ფასების რამდენიმე განსხვავებულ ინდექსს, ანალიზის უფრო ფართო არჩევანის მისაცემად. ამასთან, ბევრი უპირატესობას ანიჭებს განიხილოს ერთი ინდექსი ფასების დონის მაჩვენებლის სახით. საქართველოში ამ როლს ასრულებს სამომხმარებლო ფასების ინდექსი.

რეალური შემოსავლის განსაზღვრისათვის აუცილებელია შესწორების შეტანა ნომინალური შემოსავლის მაჩვენებელში, რაც აღმოფხვრის ინფლაციის ეფექტს. ამისთვის ხშირად გამოიყენება CPI.

$$[C_0 \times (1 + NR) / C_1] - 1 = RR,$$

სადაც:

C_0 – CPI წლის დასაწყისში

C_1 – CPI წლის ბოლოს

NR – ნომინალური წლიური შემოსავალი;

RR – რეალური წლიური შემოსავალი.

ინვესტორებმა არ იციან, როგორი იქნება ინფლაციის დონე და ნომინალური შემოსავალი ინვესტიციებიდან. მაგრამ მათ აქვთ გარკვეული შეფასება იმისა, რისი ტოლი შეიძლება აღმოჩნდეს მოსალოდნელი ცვლილებები.

თუმცა, მოსალოდნელი რეალური შემოსავლები შეიძლება განსხვავდებოდეს წლიდან წლამდე, ეს ცვლილებები შესაძლოა შედარებით მცირე იყოს. ასეთ შემთხვევაში ინვესტორებმა შესაძლოა მოისურვონ ფულის დაბანდება მოკლევადიან მაღალლიკვიდურ ფასიან ქალაქებში, მიუხედავად იმისა, რომ ისინი ძალიან ცოტა შემოსავლის მიღებას მოელოიან.

თუმცა ფაქტობრივი ინფლაციის გადახრას მოსალოდნელისაგან შეიძლება ჰქონდეს შედარებით მცირე ეფექტი ზემოქმედებისა რეალურ შემოსავლებზე ინვესტიციებიდან მთლიანობაში, ის შეიძლება არსებით გავლენას ახდენდეს კონკრეტულ ინვესტიციებზე.

ხაზგასმით უნდა აღვნიშნოთ, რომ ვერანაირი საგადასახადო განაკვეთი მოგებაზე, ვერ დააკმაყოფილებს ყველა დაინტერესებულ ჯგუფს. პოლიტიკა ამ საკითხში მჭიდროდ უკავშირდება ეკონომიკას.

ინვესტიციების ზოგიერთ პერიოდში კაპიტალის ღირებულება შეიძლება დაეცეს რეალურად, თუმცა, ინფლაცია ბერავს მის ნომინალურ ღირებულებას საკმარისად არსებითად, რათა შექმნას დასაბეგრი მოგება. გამოდის, რომ ინვესტორი, ვინც ყიდის ამ კაპიტალს, იხდის გადასახადებს ინფლაციის მიერ

წარმოქმნილ ზრდაზე. ამგვარი გადაწყვეტილება, მიღებული უსამართლობის შემთხვევაში მოიცავს ინვესტიციების საბაზრო ღირებულების ანუ საწყისი ფასის ინდექსაციას ინფლაციის სიდიდეზე დამოკიდებულებით. მხოლოდ მოგება, მიღებული საბაზო ღირებულების ინდექსირების ზევით, ექვემდებარება დაბეგვრას.

დიდი საბიუჯეტო დეფიციტის პერიოდში გადასახადების ნებისმიერი შემცირება, სამართლიანობის სახელითაც და გრძელვადიანი ინვესტიციების გაზრდისთვის, ქმნის მოკლევადიან პრობლემებს. მოგების გადასახადის ეფექტიანად შემცირებისათვის აუცილებელია ან მიმდინარე სახელმწიფო ხარჯების შემცირება ან სხვა გადასახადების გაზრდა. ამასთან, თუ დავთანხმდებით კაპიტალის საბაზრო ღირებულების ინდექსირებას ინფლაციის გათვალისწინებით, ამავე ლოგიკით რატომ არ უნდა გავეთდეს ეს შემოსავლების მიმართ პროცენტების სახით?

დეფოლტის რისკისგან თავისუფალი ობლიგაციებიც კი ექვემდებარება მსყიდველუნარიანობის რისკს. რამეთუ ფასების ინდექსს შეუძლია ადეკვატურად გაზომოს მსყიდველუნარიანობა, შესაძლებელია კონტრაქტში რეალური გადახდების გათვალისწინება ნომინალურების ნაცვლად. მსჯელობაა ინდექსაციასა და სრულად ინდექსირებულ სესხზე. როცა ქვეყანა შედის მაღალი ინფლაციური მოლოდინების პერიოდში, წარმოიქმნება გაძლიერებული ზეწოლა ინდექსაციის სასარგებლოდ.

რადგან ინფლაციის პროგნოზირება ჩვეულებრივ უფრო რთულია გრძელვადიანი პერიოდისათვის, ამ გაურკვევლობას მივყავართ ფიქსირებულშემოსავლიანი ახლადგამოშვებული ფასიანი ქაღალდების დაფარვის საშუალო ვადის შემცირებასთან. გრძელვადიანი სავალო ვალდებულებები დაფარვის დიდი ვადით შეიძლება გამოშვებული იქნეს ცვლადი („მცურავი“) განაკვეთით (variable rates).

თუ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები გონივრული სიზუსტით წინასწარმეტყველებს ინფლაციას, მაშინ ასეთი ფასიანი ქაღალდი ცვლადი განაკვეთით წარმოადგენს სრულად ინდექსირებული ობლიგაციების ეფექტიან ჩანაცვლებას.

გონივრულია ვივარაუდოთ, რომ ინვესტორებს უფრო მეტად აინტერესებთ რეალური და არა – ნომინალური შემოსავლები, რადგან ეს უკანასკნელი ასახავს მათი კეთილდღეობის ზრდას. შესაბამისად, აუცილებელია ფასიანი ქაღალდებიდან რეალური შემოსავლების გაანალიზება.

ინტერესს იწვევს პრემიალური შემოსავალიც (equity premium) აქციებზე, რაც წარმოადგენს სხვაობას აქციებისა და ობლიგაციების რეალური შემოსავლის განაკვეთებს შორის. აქციების შემოსავალი დროის მოკლევადიან ინტერვალებზე არ არის დამოკიდებული ინფლაციის არც რეალურ და არც მოსალოდ-

ნელ დონეებზე. მაგრამ გრძელვადიან პერიოდში ის ორივე ამ სიდიდეზეა დამოკიდებული.

2018-2021 წლებში სებ-მა საქართველოს მთავრობასთან ურთიერთთანამშრომლობით, მნიშვნელოვანი ნაბიჯები გადადგა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მიმართულებით და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ჩარჩოს „პირველი თაობის რეფორმა“ განახორციელა. 2017წ. ძალაში შევიდა საგადასახადო კოდექსის ცვლილებების ნაწილი, რაც სასესხო და წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების დაბეგვრასთან დაკავშირებით საგადასახადო შეღავათებს ითვალისწინებს.

ცვლილებათა პირველი პაკეტის შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის შედეგად მიღებული შემოსავალი (capital gain) არ იბეგრება, აქციებზე გადახდილი დივიდენდების დაკავება კი გადახდის წყაროსთან მოხდება. ამავდროულად, საშემოსავლო და მოგების გადასახადით დაბეგვრისაგან თავისუფლება არარეზიდენტი იურიდიული პირების, არარეზიდენტი ფიზიკური პირების და რეზიდენტი ფიზიკური პირების მიერ 2023 წლის 1 იანვრამდე საქართველოში საჯარო შეთავაზების გზით გამოშვებული და საფონდო ბირჟის ლისტინგში დამშვებული ობლიგაციების მიწოდებიდან და პროცენტის სახით მიღებული შემოსავალი.

დასკვნა

მთელ მსოფლიოში, წლიდან წლამდე ინვესტირებისადმი ინტერესი მზარდია. ბაზარზე ჩნდებიან ახალი აქტორები, ინერგება თანამედროვე ტექნოლოგიები, ვითარდება საფონდო ბირჟები.

2020წ. ბოლოსათვის, საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოცულობა 5,8 მლრდ ლარს შეადგენდა. აღნიშნული ფინანსური ინსტრუმენტების 11,3% უცხოელი ინვესტორების საკუთრებაშია. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის 70%-ს ქართული კომერციული ბანკები ფლობენ, 17% კი სებ-ს ეკუთვნის. სხვა ადგილობრივი ინვესტორები, კომერციული ბანკების გარდა, ფლობენ 58 მლნ ლარის სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს.

ბოლო ორი წლის განმავლობაში განსაკუთრებით გაიზარდა ადგილობრივი ინვესტორების ინტერესი კორპორაციული ობლიგაციების მიმართაც, რაც ხაზს უსვამს მათ ნდობას ადგილობრივი კომპანიების მიმართ. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში (2014-2024წწ.) საქართველოს კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი მნიშვნელოვნად განვითარდა. საჯარო კორპორატიული ობლიგაციების ნაშთი ამ პერიოდში 56 მლნ ლარიდან 2,1 მლრდ ლარამდე გაიზარდა.

საქართველოში კორპორატიული ობლიგაციებით ვაჭრობა უმეტესად ბირჟის გარეთ ხორციელდება. არ არსებობს გამჭვირვალობის მექანიზმები ვაჭ-

რობის დაწყებამდე, ვაჭრობის შემდგომი ანგარიშგება კი გარკვეული დაყოვნებით ხორციელდება. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონიდან ჩანანერის ამოღებამ, რომლის თანახმადაც საჯარო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა მხოლოდ საფონდო ბირჟაზეა დასაშვები, განაპირობა გარიგებათა უმეტესობის გადანაცვლება ბირჟის გარეთ, გაუმჭვირვალე, არაკონკურენტულ გარემოში. ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების შესახებ გახდა ნაკლებად სანდო და ხშირად – ხელოვნური, რაც არ უწყობს ხელს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. მიზანშეწონილად მიგვაჩნია აღნიშნული ჩანანერის აღდგენა კანონში.

ამასთან, სასურველი იქნებოდა უცხოეთის ეკონომიკურად მაღალგანვითარებული ქვეყნების ზოგიერთი გამოცდილების გაზიარებაც. საზღვარგარეთის პრაქტიკა ცხადყოფს, რომ ელექტრონული სავაჭრო პლატფორმების დანერგვა აუმჯობესებს ვაჭრობამდე და ვაჭრობის შემდგომ გამჭვირვალობას, რაც თავის მხრივ, ხელს უწყობს ყიდვა-გაყიდვის სპრედებისა და საკომისიოების შემცირებას. ბროკერები კი ქმნიან მომხმარებლის გამოცდილებას, რაც განსაზღვრავს, თუ რამდენად აღიქვამენ საცალო ინვესტორები ობლიგაციებს ხელმისაწვდომ და ვაჭრობად ინსტრუმენტად.

აშშ-ში მოქმედი კანონით – „ფასიანი ქაღალდების ინვესტორების დაცვის შესახებ“, დაფუძნდა ინვესტორების დაცვის კორპორაცია (Securites Investor Protection Corporation, SIPC), რომელიც ნახევრად სახელმწიფო დაწესებულებაა და დაკავებულია ყველა ბროკერის კლიენტებისა და ბირჟის წევრების ანგარიშების დაზღვევით, ვინც დარეგისტრირებულია SEC-ში, დანაკარგებისაგან გამონეშეულის საბროკერო ფირმების ვალაუვლობით. დაზღვევის ხარჯები, როგორც წესი, იფარება ბროკერებისა და ბირჟის წევრების პრემიების ხარჯზე. თუ პრემიებით შეგროვებული სახსრები არ არის საკმარისი დანახარჯების დასაფარავად, SIPC-ს შეუძლია აიღოს ხაზინაში სესხი. ზოგიერთმა საბროკერო ფირმამ შექმნა დამატებითი სადაზღვევო უზრუნველყოფა კერძო სადაზღვევო კომპანიების ხარჯზე. ასეთი ტიპის ინსტიტუტის შექმნა წინგადადგმული ნაბიჯი იქნება ინვესტორების ინტერესების დასაცავად საქართველოშიც.

ლიტერატურა:

- საქართველოს კანონი საინვესტიციო ფონდების შესახებ. თბილისი. 2020.
- ბახუაშვილი შ., კოდუა ლ., აბესაძე დ. (2025). საქართველოს კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის ლიკვიდურობა და საცალო ინვესტორების ჩართულობა. ჟურნ. „მონეტარული ეკონომიკა“, № 2, გვ. 73-91.
- გოგოხია მ. (2024). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბილისი, „საარი“.

- მექვაბიშვილი ელ. (2025). თეორიული ეკონომიკის ახალი პარადიგმის ძიებანი. თბილისი. თსუ გამომცემლობა.
- ქოქიაური ლ., შონია ნ. (2008). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თბილისი.
- Carl E. Walsh (2010). Monetary Theory and Policy. The MIT Press, Cambridge. Massachusetts.
- Rodrik D. (2021). Inflation Heresies. <https://www.project-syndicate.org/commentary/correct-policies-to-fight-injection-depend-on-context-by-dani-rodrik>.
- Якимкин В. (2006). Сегментация финансового рынка. Москва. Омега-Л.

References:

- Sakartvelos kanoni sainvesticio fondebis shesakheb. Investment Funds Law of Georgia. Tbilisi. 2020.
- Bakhuashvili Sh., Kodua L., Abesadze D. (2025). Sakartvelos Korporatiuli Obligatsiebis Bazris Likviduroba da Satsalo Investorebis Chartuloba (Liquidity of the Corporate Bond Market in Georgia and the Involvement of Retail Investors). „Monetaruli Ekonomika“. № 2. 73-91. In Georgian.
- Gogokhia M. (2024). Fasiani qagaldebis bazari (Securities market) in Georgian.
- Mekvabishvili E. (2025). Teoriuli Ekonomikis Akhali Paradigmis dziebani (The search for a new paradigm of theoretical economics) in Georgian.
- Qoqiauri L., Shonia N. (2008). Fasiani qagaldebis bazari (Securities market) in Georgian.
- Carl E. Wolsh (2010). Monetary Theory and Policy.
- Rodrik D. (2021). Inflation Herisies.
- Iakimkin V. (2016). Segmentacia finansovogo rinka (Segmentation of financial market) in Russian.
- <https://nbg.gov.ge>
- gse.ge
- bm.ge
- forbes.ge
- idfi.ge/ge/securities-market-georgia.
- [gsd](https://gsd.ge)

On the Issue of Investment Efficiency in Securities

Maya Gogokhia

Invited Lecturer

Ivane Javakhishvili Tbilisi State University

mayagogokhia@gmail.com

A financial market is a specialized sphere of monetary operations where transactions channel surplus funds from households, corporations, and government entities into financial assets, benefiting the recipients. Its primary purpose is to ensure the steady flow of capital investments into enterprises within the real sector of the economy.

Each year, countries increase their borrowing in financial markets. Most firms engaged in securities operations are well-established and hold strong positions in the stock industry. Nevertheless, the functioning of stock markets is ultimately shaped by diverse business sectors and government policies.

Investors seek security, high returns, and liquidity for their investments, yet economic principles rarely allow these conditions to coexist fully. At present, foreign currency-denominated bonds, held by a broad range of investors, demonstrate significantly higher liquidity compared to bonds denominated in Georgian Lari (GEL), which are primarily concentrated among a few institutional investors. Over the past decade, Georgia's corporate bond market has grown substantially, with the expansion of retail investor participation seen as essential for its continued progress.

This article explores the role of investment bankers, the importance of specialized investment funds, the dynamics of active and passive portfolio management, and diversification – one of the central concepts in modern portfolio theory.

Special attention is devoted to foreign exchange risk in relation to foreign securities, hedging strategies, and influencing factors. The considerable impact of taxation and inflation on investment decisions and outcomes is highlighted, with emphasis on the need for comprehensive research into the relationship between interest rates and inflation. The article also underscores reforms in Georgia's securities market regulatory framework and amendments to the Tax Code introducing tax benefits for debt and equity instruments.

The growing interest in investment – both globally and in Georgia – particularly in corporate bonds, reflects increasing confidence in local companies. Moreover, the establishment of the International Securities Central Depository (ISCD) in Georgia is expected to significantly enhance international investors' access to the Georgian ca-

pital market. The conclusion affirms the effectiveness of international diversification: while full interconnection of national economies would cause stock markets to move uniformly, limiting potential gains, in practice international diversification remains profitable.

Recommendations are offered to safeguard investors' interests. These include restoring the provision in the Securities Market Law that required public securities trading exclusively on the stock exchange, since off-exchange fixing rendered information less reliable and often artificial, hindering market development in Georgia. The creation of an investor protection corporation is also proposed, tasked with insuring broker clients' and exchange members' accounts against losses from brokerage insolvency. Finally, the introduction of electronic trading platforms is deemed crucial, as they would enhance pre- and post-trade transparency, reduce bid-ask spreads and commissions, and make bonds more accessible and tradable for investors.

Keywords: Financial market, investments in securities, investment management, diversification, taxation, inflation.

JEL Codes: G10, G12, G20, G32, G38