

კაპიტალიზაციის შესახებ ეკონომიკური შეხედულებების ძირითადი მიმართულებები

კაპიტალიზაციის პროცესის რესურსების ეფექტიან გამოყენების ფუნდამენტური პრობლემაა, რაც თავის მხრივ, მოთხოვნა-მიწოდების საბაზრი მექანიზმზეა დამყარებული. დაგროვების ევოლუციური განვითარება ვლინდება მოგებისა და საბაზრო ღირებულების კაპიტალიზაციაში.

ბურჟუაზიულ საზოგადოებაში, თითოეული ფაქტორის და შემოსავლის (მიწის 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, საწარმოთა 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 მარქსის სახელს. მარქსმა აღნიშნულ პოსტულატებზე ააგო საკუთარი 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 მოიწადინა აეხსნა, თუ როგორ წარმოიშობა ზედმეტი ღირებულება. ერთმანეთისგან განასხვავა ფული და კაპიტალი და განსაზღვრა, რომ ფული ხდება კაპიტალი მაშინ, როდესაც გამოყენებულია სხვისი შრომა. ავანსებული ანუ ბრუნვაში გაშვებული ფული მის მფლობელს უბრუნდება განსაზღვრული ნაშატი. ეს ნაშატი ფორმალურად წარმოიშობა 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 ზედმეტ ღირებულებას დაარქვა კ. მარქსმა კაპიტალიზმის ძირითადი ეკონომიკური კანონი,¹ 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 იმ ის აუცილებლობას, რომ ეკონომიკის გადარჩენისთვის 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 განვითარება.

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 საწარმოს მატერიალური და არამატერიალური აქტივების შეფასებასთან, საწარმოს 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 ნამრავლი და არის მომავალი ფულის დღევანდელი ღირებულება.² 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 მეწარმეთა 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 განსაზღვრელია სარგებლის განაკვეთის ცვლილებები,

2 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. p.168.

http://bnarchives.yorku.ca/259/02/20090522_nb_casp_full_indexed.pdf

1 კ. მარქსი, კაპიტალი, ტ.1, თბ., 1954. გვ. 780.

ხოლო თავდაპირველად ინვესტირებული ფულადი კაპიტალი და მისი მასშტაბები კი ახდენს მულტიპლიკატორულ ეფექტს შემოსავლებსა და მოხმარებაზე, რაც თავის მხრივ აისახებ დასაქმებასა და წარმოებაზე.¹ ჯ. კეინსი, მათი ზემოქმედების ბუნებაში ცდილობს გაარკვიოს კრიზისების წარმოშობა და ამტკიცებს, რომ კაპიტალის ზღვრული ეფექტიანობის დაცემაში უნდა ვეძებოთ კრიზისების ტიპური ახსნა.²

მე-20 საუკუნის მეორე ნახევრიდან საბაზრო ინფორმაციების მნიშვნელობა სულ უფრო იზრდება მომხმარებლების რაციონალური ქცევებისთვის და მეწარმეთა გადაწყვეტილებების მიღებაში. ყალიბდება ბაზრების ინფორმაციული მომსახურება და მომსახურების ამ სფეროში სულ უფრო იზრდება შემოსავლები. ამ სფეროს სპეციფიკა იმაში მდგომარეობს, რომ ყალიბდება სრულიად ახალი ინტელექტუალური საკუთრება და ამ მომსახურების ფასწარმოქმნა. ინფორმაციის ბაზარი გახდა დომინირებული, რომელმაც დაიწყო სხვა საქონლისა და მომსახურების ფასების განსაზღვრაც. მეწარმეები სულ უფრო მეტ თანხას ხარჯავდნენ წარმოების ინფორმაციული უზრუნველყოფისათვის. 50-იან წლებში ყალიბდება „ადამიანისეული კაპიტალის თეორია“. ადამიანის რაციონალური ქცევების უზრუნველსაყოფად აუცილებელი იყო სხვადასხვა ალტერნატივების ცოდნაც, რომელიც საბაზრო გაუსაზღვრელობის პირობებში სულ უფრო და უფრო რთული ხდებოდა. რაციონალური ქცევა დაემყარა იმას, თუ ვის რამდენად მიუწვდებოდა ხელი ინფორმაციებისადმი. ამ სფეროში ფსიქოლოგიაც შეიჭრა და ეკონომიკური ადამიანის რაციონალური გადაწყვეტილებები უკვე მრავალი არაეკონომიკური ფასეულობითაც იქნა გასაზღვრული, რის შდეგადაც ადამიანის ქცევები სუბიექტურ წარმოდგენებსაც დაემყარა.³ ამ პირობებში ფიქტიური კაპიტალის ღირებულება დამოკიდებული გახდა არა მხოლოდ საწარმოთა 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 საფუძვლად.

პორტფელური ინვესტიციები მოდელი მომავალში მრავალმა მეცნიერმა განავითარა. გ. მარკოვიცმა ფი-

1 ჯ. კეინსი, დასაქმების, პროცენტისა და ფულის ზოგად თეორია. თარგმ. რუს-დან, ქუთაისი, 1995. გვ. 128-130.

2 იქვე, გვ. 347.

3 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.

ნანსური ბაზრების მიკროანალიზის საფუძველზე უ. შარპთან ერთად დაამუშავეს **ობტიმალური პორტფელის თეორია** და ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირებაში მომავალი პერსპექტივების შეფასების შესაძლებლობები. ამ საკითხისადმი მათამატიკური მიდგომები და მოდელირება განვითარდა და კვლევებმა მრავალფეროვანი სახე მიიღო, თუმცა უკვე 2000 წლების დასაწყისში ფინანსური ბაზრების წინააღმდეგობრივი ხასიათის ახსნა მხოლოდ არსებული საწარმოო შესაძლებლობების შეფასებითა და მოდელირებით არ შეიძლებოდა.

ინვესტორთა სუბიექტური აღქმის როლი და მათი ინფორმაციულობის მნიშვნელობა განსაკუთრებით 2013 წელს იქნა აღიარებული, როდესაც ნობელის პრემია მიენიჭათ უკვე სამ მეცნიერს, რომლებმაც განსხვავებულად ასახეს ბაზრის მოქმედება. იუჯინ ფამას აღიარებული იქნა როგორც **„ეფექტიანი ბაზრის ჰიპოტეზის“** ავტორი.

„ეფექტიანი ბაზრის ჰიპოთეზის“ (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 შედგება, როდესაც ფასები გაწონასწორებული 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 გადაწყვეტილება არის ზუსტი ვიდრე ინდივიდუალური.⁴

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 გამოძვადნა 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.

4 Eugene F. Fama. Random Walks in Stock Market Prices. Graduate School of Business University of Chicago, Selected papers, #16. <http://www.chicagobooth.edu/~media/34F68FFD9CC04EF1A76901F6C61C0A76.PDF>

ნა, ფასების ცვლილებების ტენდენციის საფუძველზე. ფასის დრამატული ცვლილებას სხვადასხვა ახსნა აქვს და ყველა მათგანი ასახავს იმ გარემოებას, რომ ბაზრის აგენტების ქცევები იცვლება და ხდება სუბიექტური რეაგირება სიტუაციაზე, მაგალითად, დანაკარგებსა და სხვადასხვა რისკებზე შეზღუდვების დაწესებამ, თეორიულად შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური ბაზრების გადაჭარბებული რეაქცია. ფსიქოლოგიური ფაქტორები იწვევენ აქციის ფასის დრამატულ ცვლილებებს. ეს იმას ნიშნავს, რომ კომპანიის წარმატებების შესახებ ინფორმაცია ინვესტორს განაწილებს ზედმეტად პოზიტიურად (ამ შემთხვევაში ფასი იწვევს გაუმართლებლად მაღლად), აძლიერებს მის თავდაჯერებულობას და ამცირებს მისი (ფსიქოლოგიური) რისკის საშიშროებას. **ჯგუფური აზროვნება ის ფსიქოლოგიური ფენომენია, რომელიც ობიექტურ შეფასებაზე უარყოფითად მოქმედებს.** ადამიანისთვის 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 იმოდროს. 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, როგორცაა დივიდენდის 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.¹ 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 შემფა-

სებელთა აგრეგირებულ შეფასებას. ეს ის სუტუაციაა, როდესაც, ყოველი ინვესტორი გადაწყვეტილებას იღებს თავისი დაკვირვებით და სხვათა მიზამდით, 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 განვილილი და გამოცდილი არჩევანის რაციონალურობასთან და გამეორებასთან. შესაბამისად, რაციონალური ქცევა გარდაიქმნება ირაციონალურში.

ამ ანომალიის ანალიზი ჩაატარა ნობელის პრემიის მესამე ლაურეატმა **ლარს პიტერ ჰანსენმა**. მან შეიმუშავა „მომენტის განზოგადებული მეთოდი“ და ფასწარმოქმნაში შილერის ჰიპოთეზის საფუძველზე დამტკიცა ინვესტორების რისკებისადმი ირაციონალური დამოკიდებულება. ეკონომიკის აღმავლობის დროს ისინი საკმაოდ მაღალ ფასად შეისყიდნენ აქციებს, ხოლო დაცემისას კი თხოვლობენ მასზე მაღალ სარგებელს რისკების სანაცვლოდ.

თუ შილერის თეორიის თანახმად, ბაზარი იმართება არარაციონალურად და ფსიქოლოგიური ფაქტორების ზეგავლენით, იუჯინ ფამა საწინააღმდეგო მოასზრებისაა. მისი აზრით, ეფექტიან ბაზრებზე ირაციონალური ანომალიები არის შემთხვევითობა.² **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.³ როდესაც ბაზარი ზეწოლას განიცდის, იგი ემსგავსება პოკერს. მოთამაშებმა უნდა გაარკვიონ მოწინააღმდეგე ინვესტორების ფსიქოლოგია და იმოქმედონ მათზე ფსიქოლოგიურად. სწორედ ამ გარემოების შედეგად ბაზარზე აქტივებით 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

2 Eugene E. Fama. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. Journal of Financial Economics. Volume 49, Issue 3, 1 September 1998, Pages 283–306. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X98000269>

3 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/riskmanagement.pdf>

1 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>

მეტად აძლიერებს ხოლმე მედია, რომლებიც წერენ აქციების ფასის სწრაფი ზრდის შესახებ და ქმნიან წარმოდგენას, თითქოს დიდი რაოდენობის ფულის მიღება შეიძლება საფონდო ბაზარზე მომავალშიც.¹

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

ჰარვარდის სკოლა განსაკუთრებულ ყურადღებას სწორედ კაპიტალიზაციის ეფექტიანობას და დაბალანსებული სისტემის სტრატეგიას უთმობს.² ამასთან იგივე ეს სკოლა გამორჩეულია კაპიტალიზაციის როგორც კონკურენტის სისტემის შემადგენელი ნაწილის გამოკვლევით³ და მისი კრიზისების შესწავლით.⁴

დღევანდელი **ინსტიტუციონალური თეორიები** კაპიტალიზაციის ფართოდ განიხილავენ და არ შემოიფარგლებიან მხოლოდ კაპიტალის, როგორც ღირებულების აქციონერთათვის საბაზრო ღირებულებითი მნიშვნელობით.⁵ 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 გადაწყვეტილებებზე 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.⁶

საკამათო არ უნდა იყოს, რომ საფონდოს ბაზრებს აქვთ მნიშვნელოვანი ფუნქციები მამინაც კი, როდესაც კარგად არის განვითარებული საბანკო სექტორი. საფონდო ბაზარი მეწარმეებს 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 განვითარებასთან 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 განვითარებაზე⁷, მაგრამ როგორც კვლევები გვჩვენებს, 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

6 ბოლო პერიოდში ამ თემაზე უამრავი ლიტერატურაა დაწერილი.

7 საქართველოს სინადვილში 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.

1 მე-20 საუკუნის დასასრულსა და 21-ე საუკუნის დასაწყისში საფონდო 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 ძალიან 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>)

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

3 იხ. ვებ გვ-ი: 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

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

5 Норд Д. Институты, Институциональные изменения и функционирование экономики. М. Фонд Экономической книги, «Начала», 1977 с. 186.

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. ცაკვლე აღებული რომელიმე ინდიკატორი ვერ მოიცავს ყველა იმ ასპექტს, რომელიც აუცილებელია საფონდო ბაზარზე გადაწყვეტილების მისაღებად. ამიტომ, საჭიროა მრავალი ინდიკატორის გამოყენება. 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 წარმართებ, 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 მნიშვნელოვნადაა დაკავშირებული ბანკების განვითარებასა და ეფექტიან ფუნქციონირებასთან, ასევე არასამთავრობო საფინანსო კორპორაციებსა და კერძო სადაზღვევო და სპენსიო 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 საწარმოების 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.¹ სტიგლიცი ამტკიცებს, რომ ინფორმაციული ასიმეტრია არის ბაზრების ჩავარდნის მიზეზი და საფონდო ბაზრის ლიკვიდურობა არ გააძლიერებს ფირმების შესახებ ინფორმაციის მოიძიების სტიმულს და არც გავლენას ახდენს კორპორატიულ მმართველობაზე.² გარდა ამისა, დევერუქსი და სმიტი ხაზს უსვამენ იმ გარემოებას, რომ საერთაშორისოდ

ინტეგრირებულმა საფონდო ბაზრების რისკებმა შეიძლება შეამციროს დანაზოგები და შეანელოს ეკონომიკის ზრდის პროცესები.³ ლევინის და სარასკვლევის მიხედვით, საფონდო ბაზრის განვითარება და ლიკვიდობა პოზიტიურად მოქმედებს ეკონომიკის ზრდაზე და ფინანსური ფაქტორები არიან ეკონომიკის ზრდის ინტეგრაციული ნაწილი.⁴

ატიესა და იოვანოვიცის 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.⁵

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.

ივანე ჩხაიძე,

საქართველოს საპატრიარქოს წმიდა ანდრია პირველწოდებულის სახელობის ქართული უნივერსიტეტის დოქტორანტი

MAINSTREAM OF ECONOMIC THOUGHT ON CAPITALIZATION

Ivane Chkhaidze

The St. Andrews the First-Called Georgian University Summary

The paper reviews the capitalization issues, its historical-methodological mainstreams, discusses main modern methodological approaches and transformation of economic thought from the theoretical postulates to its pragmatic implementation; Presents the development of Georgian economic thought.

3 Devereux, B., Smith W. "International risk sharing and economic growth". nternational Economic Review. Volume : 35 (1994). Issue (Month): 3 (August). Pages: 535-50. http://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/06Levine%26Zervos-AER1998.pdf

4 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

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

1 John Armour, Colin Mayer, Andrea Polo. Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets. 28 December 2011. P.25. file:///C:/Users/misha/Desktop/Capitalization-Dissert.%20Djibuti%202014/SSRN-id1678028.pdf
2 Joseph E. Stiglitz. Information and the Change in the Paradigm in Economics. Prize Lecture, December 8, 2001. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf