

## **საინვესტიციო გარემოს შეფასების მეთოდოლოგიური საკითხები და კომპანიის ინვესტიციური საქმიანობის მოდელირების როლი მის მენეჯმენტში**

### **შესავალი**

2010 წლის 27-31 იანვარს დავოსში (შვეიცარია) გაიმართა საიუბილეო, რიგით მე-40 მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმი დევიზით: “გავაუმჯობესოთ სიტუაცია მსოფლიოში: ახლებურად მოვიაზროთ, გარდავექმნათ, გადავაკეთოთ”. ფორუმის გახსნაზე ნიკოლა სარკოზიმ განაცხადა: “გლობალიზაციამ შექმნა ისეთი სამყარო, სადაც ყველაფერი ფინანსისტების ხელში აღმოჩნდა. ყველაფერი! და თითქმის არაფერი – მშრომელ ადამიანებს. მეწარმეები აღმოჩნდნენ სპეკულანტების ტყვეობაში და მათ შექმნეს სისტემა, რომელშიც ნორმა გახდა სხვისი ფულით სარისკო თამაშები . . . სახელმწიფოს ჩაურევლად საერთოდ ყველაფერი დაინგრეოდა, იქნებოდა სრული კრაზი. მას შემდეგ, რაც ჩვენ ვთქვით, რომ “ბაზარი ყოველთვის მართალია”, გლობალიზაცია საერთოდ გამოვიდა კონტროლიდან. საბაზრო ეკონომიკას ალტერნატივა არ გააჩნია, მაგრამ კაპიტალიზმისა და საბაზრო ეკონომიკის გადარჩენა შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუკი ჩვენ მათ გარდავექმნით”.

საფრანგეთის პრეზიდენტის ეს სიტყვები, რომელიც ცნობილია თავისი მემარჯვენე შეხედულებებით, აშკარა დადასტურებაა იმისა, რომ ადამ სმიტის ლიბერალური დოქტრინა “ბაზრის უხილავი ხელის” შესახებ, რომელიც უზრუნველყოფს ეკონომიკური განვითარების დაბალანსებასა და სტაბილურობას, სერიოზული ეჭვის ქვეშ აღმოჩნდა. ფაქტობრივად დღის წესრიგში დადგა საკითხი სახელმწიფოს როლის, მნიშვნელობისა და ჩარევის ხარისხის თაობაზე ეკონომიკური პროცესების რეგულირებასა და კონტროლში. დღეს მსოფლიო პოლიტიკურ და ფინანსურ ელიტაში მყარად ჩამოყალიბდა აზრი იმის შესახებ, რომ კრიზისი უახლოეს მომავალში არ იქნება დამლეული და მისი კუპირება ჯერ-ჯერობით ხდება მხოლოდ კოლოსალური ფინანსური ინექციებით საბანკო სისტემაში და მთელი რიგი სახელმწიფო პროგრამების განხორციელებით, ანუ სახელმწიფო სახსრების მონაწილეობით ეკონომიკის სხვადასხვა სეგმენტებში, რაც ფაქტობრივად ნიშნავს ამ სეგმენტების ნაწილობრივ ნაციონალიზაციას!!! საუბარია საბანკო და საწარმოო ბიზნეს-სექტორებზე, საინვესტიციო მექანიზმზე.

საქართველოს მთავრობა და “დიდი ბიზნესიც” ჯერ-ჯერობით ვერ აცნობიერებენ ახალ რეალობას, რომელიც გულისხმობს საკუთარი საინვესტიციო პოლიტიკის მოდერნიზაციასა და კაპიტალის ბაზარზე შექმნილი სიტუაციის რეალისტურ აღქმას. სწორედ ამ პრობლემებს განვიხილავთ ჩვენს სტატიაში და შევეცდებით დავსახოთ ძირითადი მიმართულებები ქვეყნის საინვესტიციო გარემოს ანალიზისა და განვითარების, შიდა და უცხოური ინვესტიციების სტიმულირებისა და მოზიდვის სფეროში.

საერთოდ, საბაზრო პრინციპებიდან გამომდინარე, კერძო ინვესტორი კაპიტალდაბანდებას აწარმოებს პირველ რიგში მოგების მისაღებად. შესაბამისად, სანამ საქმე გვაქვს გაუწონასწორებელ პოლიტიკურ-ეკონომიკურ სიტუაციასთან, ძნელია საუბარი ქართულ ეკონომიკაში გრძელვადიან სტრატეგიულ ინვესტიციებზე. ამის გარეშე კი ზედმეტია ოცნება წარმოების რეანიმაციაზე, ტექნოლოგიურ ადმავლობაზე, ახალ სამუშაო ადგილებზე, სოციალური ფონის ცვლილებაზე და ა.შ.

ეკონომიკური და ფინანსური კრიზისიდან გამოსვლის ორი ძირითადი ინდიკატორი და საწინდარია: ლარის კურსის სტაბილიზაცია (არა ექსპანსიური, არამედ საგარეო სავაჭრო ბალანსის სალდოს გაუმჯობესებით) და საპროცენტო განაკვეთის დაწევა. მაგრამ ეს არ მოგვცემს

ავტომატურ ეფექტს წარმოებაში ინვესტიციების გაზრდის სახით. ეს უპირველეს ყოვლისა დამოკიდებულია შემდეგ ფაქტორებზე: *(თუ “ამას განაპირობებენ შემდეგი ფაქტორები?”)*

1. ინვესტიციების პოტენციური მიმღები საწარმოების მოუზნადებლობაზე, *(ნაგულისხმევი “რომ“-ის შემდეგ მძიმე გამოიყენება)* ეფექტურად გამოიყენონ სახსრები. მიზეზი – მართვის დაბალი დონე;

2. ინვესტიციების მოუზნადებლობაზე, ჩადონ კაპიტალი გაჩერებულ, გადაუიარაღებელ და არარეფორმირებულ საწარმოებში. ეს, თავის მხრივ, დაკავშირებულია მაღალ რისკებთან (საკუთრების უფლების დაუცველობა, სახსრების არდაბრუნება ცუდი მენეჯმენტის გამო და სხვა). განსაკუთრებით ძნელია თვით ამ რისკების დონის ადეკვატურად განსაზღვრა (საწარმოების ფინანსური მდგომარეობის გაუმჭვირვალობა, პრობლემები ლიკვიდურობასთან და საინვესტიციო საქმიანობასთან).

### **საინვესტიციო პოლიტიკის როლი კრიზისის დაძლევისა და ეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევაში**

დღევანდელ პრაქტიკაში დაზოგვა და ინვესტირება უმეტეს წილად ხორციელდება სხვადასხვა პირების *(“სხვადასხვას” შემდეგ სახელი მხოლოდით რიცხვში დგას)* მიერ. მაგრამ ეს ყოველთვის ასე არ იყო. დღესაც კი, თუკი მაგალითად ფერმერი საკუთარი დროის ნაწილს უთმობს სადრენაჟო-მელიორაციულ სამუშაოებს იმის მაგივრად, რომ მოიყვანოს კულტურა და აილოს მოსავალი, იგი ერთდროულად ზოგავს და აბანდებს. იგი ზოგავს, რადგანაც თავს იკავებს მოხმარებისაგან დღეს, რათა უზრუნველყოს მეტი მოხმარება მომავალში. ამ დანაზოგის სიდიდე განისაზღვრება მისი წმინდა რეალურ მოგებასა და მოხმარებაზე დანახარჯების სხვაობით. ამასთანავე იგი ინვესტიციას აკეთებს, რადგან მეურნეობის საწარმოო საშუალებების გაუმჯობესება ნიშნავს წმინდა კაპიტალდაბანდებას. უბრალო ფერმერის მაგალითზე ჩვენ ვხედავთ არამართო დაზოგვისა და ინვესტირების, არამედ იმ მიზეზების თანხვედრას, რის გამოც იგი საერთოდ ახორციელებს ამ პროცესებს. იგი თავს იკავებს აწმყო მოხმარებისაგან (ზოგავს) მხოლოდ იმიტომ, რომ სურს აწარმოოს სადრენაჟო სამუშაოები, ანუ დააბანდოს. თუკი ინვესტირების საშუალება არ ექნებოდა, მას საერთოდ არ მოაფიქრებოდა დანაზოგის გაკეთება *(“ის საერთოდ არ იფიქრებდა დანაზოგის გაკეთებაზე”. “მოაფიქრდება” კარგად კი გამოხატავს არსს, მაგრამ არალიტერატურულია)*.

თანამედროვე ეკონომიკაში წმინდა ინვესტირებას ახორციელებენ სამრეწველო ან სავაჭრო ორგანიზაციები და, უპირველეს ყოვლისა, კორპორაციები. თუკი კორპორაციას ან მცირე საწარმოს გააჩნია ფართო საინვესტიციო შესაძლებლობები, მათ მესაკუთრეებს ობიექტურად უჩნდებათ სურვილი, უკანვე ჩადონ თავისი მოგების დიდი ნაწილი. აქედან გამომდინარე, საწარმოო დანაზოგები მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული საწარმოო ინვესტიციებისაგან *(“ინვესტიციებზე” ან იქნებ “ინვესტიციების რაოდენობაზე”)*.

ამავე დროს დანაზოგს ქმნის მოსახლეობის სხვადასხვა ჯგუფები: ცალკეული პირები და საოჯახო მეურნეობება *(“ცალკეულის” შემდეგაც არსებითი სახელი მხოლოდითი დგას)*. ადამიანს შეიძლება გააჩნდეს დაზოგვის სხვადასხვა მოტივი: ღირსეული სიბერის უზრუნველყოფა, ან *(თუ “ან” ასრულებს “და” კავშირის ფუნქციას, მის წინ მძიმე არ იწერება)* გარკვეული თანხის დაგროვება მომავალი ხარჯისათვის (შვებულების გატარება ან ავტომობილის შეძენა). იგი შეიძლება გრძნობდეს საკუთარი მდგომარეობის არამდგრადობას და “შავი დღისთვის” ინახავდეს სახსრებს. მას შეიძლება ამოდრავებდეს სურვილი დაუტოვოს თავის შვილებსა და შვილიშვილებს გარკვეული მემკვიდრეობა და ა.შ. რანაირიც *(როგორიც)* არ უნდა იყოს მოტივი, რომლითაც ხელმძღვანელობს ესა თუ ის პირი, რომელიც აკეთებს დანაზოგს, ხშირად ეს არ არის უშუალოდ *(ხომ არ აჯობებდა დაგვეწერა “პირდაპირ”, “უშუალოდ” ზედიზედ ორჯერ რომ არ გამოიყენოთ?)* დაკავშირებული უშუალოდ ინვესტირების შესაძლებლობასთან. ეს ხდება იმ მიზეზით, რომ ჩვენს ყოველდღიურ ცხოვრებაში სიტყვას “ინვესტიცია” ყოველთვის არ გააჩნია ის მნიშვნელობა, რომელსაც მას ანიჭებენ ეკონომიკურ მსჯელობაში. ჩვენ ვუწოდებთ “წმინდა ინვესტირებას”, ანუ

კაპიტალწარმომქნას იმას, რაც წარმოადგენს საზოგადოების რეალური კაპიტალის წმინდა ნაზარდს (შენობები, მოწყობილობა, მატერიალური საწარმოო მარაგები და სხვა). ობიექტული კი საუბრობს ინვესტირებაზე, როდესაც ყიდულობს მიწის ნაკვეთს, მიმოქცევაში მყოფ ფასიან ქაღალდებს ან საკუთრების რომელიმე სხვა ტიტულს. ეკონომისტისათვის კი ეს სუფთა ტრანსფერტული ოპერაციაა. რის ინვესტირებასაც აკეთებს ერთი, მეორე აწარმოებს იგივეს “დეინვესტირებას”. წმინდა ინვესტირებას ადგილი აქვს მაშინ, როდესაც იქმნება ახალი რეალური კაპიტალი.

როგორც უკვე ვახსენეთ, წმინდა ინვესტირება წარმოებს ძირითადად სამრეწველო და სავაჭრო სფეროში. მისი მოცულობა პერიოდულად მერყეობს და უპირატესად გააჩნია ციკლური ხასიათი. ასეთი არასტაბილური დინამიკა აიხსნება იმით, რომ ინვესტირების შესაძლებლობები დამოკიდებულია ახალ პროდუქტებზე, ახალ ტერიტორიებზე და საზღვრებზე, ახალ რესურსებზე, ახალ მოსახლეობაზე და აგრეთვე წარმოების მზარდ დონესა და შემოსავლებზე. ინვესტიციები დამოკიდებულია გაფართოებული საზოგადოებრივი სისტემის დინამიურ და მნელად ფორმალიზებად ელემენტებზე: ტექნიკისა და ტექნოლოგიების დონეზე, პოლიტიკაზე, განვითარების ოპტიმისტურ და პესიმისტურ პროგნოზებზე, სახელმწიფო ხარჯებზე და გადასახადებზე, სამართლებრივ გარემოზე და ა.შ. ინვესტიციების დაფინანსება წარმოებს შიდა და გარე წყაროების ხარჯზე. შიდა წყაროებს განეკუთვნება: საწარმოთა საკუთარი სახსრები და მოსახლეობის დანაზოგები; საბიუჯეტო ასიგნებები (ცენტრალური და ადგილობრივი ბიუჯეტებიდან) და ასევე გრძელვადიანი კრედიტები და სესხები (სახელმწიფო და კომერციული). გარე წყაროებია: კერძო პირდაპირი და პორტფელური უცხოური ინვესტიციები; უცხოური კრედიტები და სესხები (მათ შორის სამთავრობო გარანტიით).

ახალ ეკონომიკურ სისტემაში საინვესტიციო პროცესის ანალიზი შეუძლებელია ინვესტიციის არსის განსაზღვრის გარეშე. მრავალი გამოკვლევის მიუხედავად, ამ საკითხის მიმართ ჯერ კიდევ არ არის შემუშავებული ერთიანი მიდგომა.

კეინსი ინვესტიციების განსაზღვრისას მკვეთრად უსვამს ხაზს მათ თვისობრივ მახასიათებლებსა და ორგვარ ხასიათს. მისი აზრით, ინვესტიცია, ერთი მხრივ, ასახავს დაგროვების მიზნებისათვის აკუმულირებული შემოსავლის სიდიდეს ანუ განსაზღვრავს პოტენციურ საინვესტიციო მოთხოვნას, მეორე მხრივ, წარმოადგენს დანახარჯს, რომელიც განსაზღვრავს საინვესტიციო წინადადების რეალიზაციის შედეგად კაპიტალური ქონების მნიშვნელოვან ზრდას. უფრო კონკრეტულად, ავტორის აზრით, ინვესტიციები არის საანგარიშო პერიოდში სამეწარმეო საქმიანობის შედეგად კაპიტალური ქონების ღირებულების ზრდა, ასევე შემოსავლის ის ნაწილი, რომელიც მოხმარებისათვის არ იყო გამოყენებული. უფრო შესაფერისი მოსაზრების მიხედვითაც კეინსის სისტემაში ერთობლივი წარმოების და შემოსავლის რყევის მიზეზია სასურველი საინვესტიციო ხარჯების სიდიდის ცვლილება. ამასთან, ავტორი გვთავაზობს განმარტებას, რომლის მიხედვითაც ინვესტირება ნიშნავს გარკვეული კეთილდღეობის ყიდვას იმ შემოსავლისათვის, რომლის მიღებასაც ჩვენ ველოდებით მომავალში.

ინვესტიციების ყველაზე უფრო განზოგადებული განსაზღვრება არის ის, რომ იგი წარმოადგენს ინვესტირებული სახსრების მეშვეობით დღევანდელი მოთხოვნილების დაკმაყოფილების გაცვლის აქტს მოთხოვნის სამომავლო დაკმაყოფილებაზე, ანუ ინვესტიცია ნიშნავს: დღეს გაიმეტო ფული იმისათვის, რომ მომავალში უფრო მეტი მიიღო.

ზოგადად თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში ინვესტიციები განიხილება, როგორც გრძელვადიანი კაპიტალდაბანდება ნებისმიერი (ფულადი სახსრები, მიზნობრივი საბანკო ანაზრები, პაი, აქციები და სხვა ფასიანი ქაღალდები, ინტელექტუალური ფასეულობები და ა.შ.) ფორმით საკუთარ ქვეყანაში ან საზღვარგარეთ, სხვადასხვა პროფილის საწარმოში, სამეწარმეო პროექტებში, სოციალურ-ეკონომიკურ პროგრამებში, ინოვაციურ პროექტებში მოგების მიღების მიზნით დაბანდებადანი გარკვეული ვადის შემდეგ.

საქართველოს კანონმდებლობით „ინვესტიციად მიიჩნევა ყველა სახის ქონებრივი და ინტელექტუალური ფასეულობა ან უფლება, რომელიც დაბანდდება და გამოიყენება შესაძლო მოგების მიღების მიზნით საქართველოს ტერიტორიაზე მთლიანად და უპირობოდ არის დაცული“. ანუ, ინვესტიციებში იგულისხმება ეკონომიკურ სისტემაში მოქმედი კაპიტალის მოცულობის ზრდა. აქედან გამომდინარე, შეიძლება ითქვას, რომ ინვესტიცია წარმოადგენს სხვადასხვა ინსტრუმენტებით განხორციელებული გარკვეული ხარჯების ერთიანობას აწმყოში და შესაძლო გაფართოებულ მოთხოვნას მომავალში. ამგვარად, შეიძლება დავასკვნათ, რომ არსებობს ინვესტიციის ორგვარი განსაზღვრა: პირველი, ეკონომიკური ანუ არსობრივი, რომლის მიხედვითაც ინვესტიცია არის სამომავლო მოთხოვნილებების დაკმაყოფილების აქტი გაზრდილი მოცულობით და მეორე - ტექნიკური, რომლის მიხედვითაც ინვესტიცია დანახარჯების ჯამია. ორივე ეს ასპექტი მჭიდროდ არის დაკავშირებული ერთმანეთთან და ურთიერთს განსაზღვრავს.

ხანგრძლივი დროის განმავლობაში ფინანსური ინვესტიციები საქართველოში საერთოდ არ არსებობდა, რის გამოც ინვესტიციებს და კაპიტალდაბანდებებს ერთმანეთთან აიგივებდნენ. კაპიტალდაბანდების განმარტებათა ანალიზის მიხედვით არსებობს რამოდენიმე კონცეპტუალური მიდგომა: პირველი, კაპიტალდაბანდებათა ხარჯვითი კონცეფცია (კაპიტალდაბანდება წარმოადგენს გარკვეული მიზნობრივი მიმართულების ხარჯების ერთობლიობას); მეორე, კაპიტალდაბანდებათა სასესხო კონცეფცია (კაპიტალდაბანდება წარმოადგენს საზოგადოების განვითარების ან მისი ცალკეული დარგების განვითარების რესურსს); მესამე, კაპიტალდაბანდებათა მიზნობრივი კონცეფცია - გამოიყოფა არა მხოლოდ ფულადი სახსრების ხარჯები, არამედ მოცემული დაბანდების (მატერიალურ-ტექნიკური ბაზის შექმნა, ძირითადი ფონდების დაგროვება და განახლება) მიზნებიც; მეოთხე, კაპიტალდაბანდებათა სინთეტიკური (შერეული) კონცეფცია (კაპიტალდაბანდებათა ხარჯვითი ხასიათი უკავშირდება მოცემული ხარჯების მიზნებს).

საფონდო ბაზრის გამოჩენასთან და საზოგადოებაში საბაზრო გარდაქმნის დაწყებასთან დაკავშირებით კაპიტალდაბანდების ცნება ტექნიკურ განსაზღვრათა რიგში გადავიდა. არსებობას განაგრძობს აგრეთვე ხარჯვითი კონცეფციაც: კაპიტალდაბანდებები არის ინვესტიციები ძირითად კაპიტალში (ძირითად სახსრებში), მათ შორისაა ხარჯები ახალ მშენებლობაში, გაფართოებაზე, მოქმედი საწარმოების რეკონსტრუქციასა და ტექნიკურ გადაიარაღებაზე, მანქანების აღჭურვილობის, ინსტრუმენტების, ინვენტარის შეძენაზე, საპროექტო-საკვლევ სამუშაოებსა და სხვა საქმიანობაზე. ჩვენი აზრით, ასეთი განმარტება საკმაოდ სრულად განმარტავს ამ კატეგორიას.

თანამედროვე პირობებში კაპიტალდაბანდების მაჩვენებელი უკვე არ ასახავს ინვესტიციური შევსების მთელ სიღრმეს. სწორედ ამიტომ მართებულია მათი განხილვა კაპიტალწარმომქმნელი ინვესტიციების სახით. ასეთი განმარტება უკვე დამკვიდრებულია ჩვენს ქვეყანაში იმ საინვესტიციო ნაკადების სრულფასოვანი შეფასებისათვის, რომლებიც აისახება ეკონომიკის რეალური სექტორის მუშაობაში. აღნიშნული კატეგორია მოიცავს: ხარჯებს კაპიტალურ რემონტზე, ინვესტიციებს მიწის ნაკვეთების შესაძენად, ინვესტიციებს პატენტების, ლიცენზიების, პროგრამული საქონლის შესაძენად, ინვესტიციებს სამეცნიერო-კვლევითი და საცდელ-საკონსტრუქტორო გეგმების შესამუშავებლად, საბრუნავი მატერიალური საშუალებების რეზერვების შესავსებად.

ფინანსური ბაზარი ანუ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ეს არის ფინანსური აქტივების გაცვლის მექანიზმი ფასიანი ქაღალდების გამყიდველებისა და მყიდველების ერთ ადგილზე თავმოყრის შემდეგ. ასეთ მიდგომას შეიძლება ვუწოდოთ ფუნქციურ-ტექნიკური მიდგომა, რომელიც არ ასახავს ფინანსური ბაზრის მთელ არსს. ფინანსური ბაზრისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გაერთიანებით უყურადღებოდ რჩება სხვა ფულადი დინებები, რაც ხელს უშლის ეკონომიკური პროცესების სრულფასოვან ობიექტურ ანალიზს. ფინანსური ბაზრის ძირითად შინაარსს საკმაოდ

კარგად განსაზღვრავს შემდეგი მოსაზრება: ფინანსური ბაზრები ეს არის მექანიზმი, რომელიც გარიგებათა დასადებად ერთმანეთს აკავშირებს ფულის მაძიებლებსა და მათ მფლობელებს. ფინანსური ბაზრის არსის სრულად განსაზღვრისათვის აუცილებელია შევხებით ფინანსური ბაზრის სტრუქტურას, რომელიც მოიცავს ორ შემადგენელ ნაწილს: ფასიანი ქაღალდების (ან საფონდო ბაზარს) და სასესხო კაპიტალის (საკრედიტო ფულადი რესურსების) ბაზარს. ფასიანი ქაღალდების არსი უფრო სრულად შეიძლება გამოიხატოს მისი საინვესტიციო და სამობილიზაციო ნაწილების ურთიერთშეთანხმებით. ინვესტიცია და მობილიზება ერთი პროცესის ორი მხარეა. ამასთან, საინვესტიციო შემადგენელი წინა პლანზე იმყოფება, ვინაიდან სწორედ მოთხოვნა წარმოშობს მიწოდებას. ინვესტიციის მოთხოვნა წარმოშობს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების შემოთავაზებას. გარდა ამისა, ცნობილია რომ საინვესტიციო საქმიანობის წყარო შეიძლება იყოს არა მარტო ნასესხები, არამედ საკუთარი და ასევე სახელმწიფო სახსრები. მობილიზებაზე საუბრის დროს პირველ რიგში იგულისხმება დროებით თავისუფალი დამატებითი რესურსების გამოყენება, რაც წარმოადგენს საინვესტიციო პროცესის ფულადი რესურსების მხოლოდ ნაწილს. შეიძლება ითქვას, ფულადი რესურსების მოძრაობის პროცესი იწყება მობილიზებით და მთავრდება ინვესტიციების განხორციელებით, თუმცა ამავდროულად შეიძლება ითქვას, რომ ეს პროცესი იწყება ინვესტირებით და მთავრდება მობილიზებით.

აღნიშნულ პროცესს შეიძლება დავაკვირდეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეების მაგალითზე. ბანკი, რომელიც აბანდებს სახსრებს საფონდო ინსტრუმენტებში, ახორციელებს ინვესტიციებს, ხოლო მოცემული ვალდებულების ემიტენტი ახორციელებს ფინანსური რესურსების მობილიზებას. შეიძლება ითქვას, რომ მობილიზება და ინვესტირების პროცესი ერთდროულად მიმდინარეობს, თუმცა ფინანსური ბაზრის სხვადასხვა მონაწილეების თვალსაწიერიდან ეს პროცესები განსხვავებულად გამოიყურება. საფინანსო ბაზრის ორ პოლარულ წერტილს შორის მოძრაობის პროცესში ფულადი სახსრები გარკვეულ ცვლილებებს განიცდიან. ფულადი სახსრები მსესხებლის ხელში მობილიზაციის შემდეგ გადიან განაწილების (გადანაწილების) ეტაპს ფულადი სახსრების მოძრაობის საშუალებით, რომლის დროსაც ისინი კარგავენ კავშირს საკუთარ „წყაროსთან“ და კარგავენ პიროვნულ ნიშნებს. ამასთან, ფინანსური ინსტიტუტების მეშვეობით მობილიზებული სახსრები გარდაიქმნება ფულად ნაკადებად და ინვესტიციების ბაზრის გავლით მიემართებიან იმ დარგებსა და რეგიონებში, რომლებშიც დაბანდება ყველაზე ეფექტური იქნება.

როგორც ცნობილია, საფონდო ბაზარზე ფულადი სახსრების მოძრაობის მიზანს წარმოადგენს ინვესტიციები. საინვესტიციო პროცესის ერთ-ერთი მიზანია სახსრების დაბანდება რეალურ სფეროში. ამასთან, ინვესტორები მნიშვნელოვან ყურადღებას უთმობენ მოგების მომტან მოკლევადიან პროექტებს, ანუ სპეკულაციებს.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ისევე როგორც საფინანსო, ასევე პირდაპირი ინვესტიციები ხორციელდება ფუნდამენტური პრინციპების საფუძველზე.

ამასთან, ინვესტიციების განხორციელება დასაშვებია იმ პირობებში, როდესაც მოცემულ საანგარიშო საპროცენტო განაკვეთის პირობებში ინვესტიციების კაპიტალური ღირებულება  $C_0$ , მისი რეალიზაციის საწყის ეტაპზე, არ არის უარყოფითი:

$$C_0 = \sum (b_t - a_t) / (1 + i) \geq 0$$

სადაც,  $t$  - მოქმედების დროა,  $b$  - დარიცხვები,  $a$  - გადახდები.

აღნიშნული პრინციპი მეტყველებს იმაზე, რომ მოცემულ საანგარიშო საპროცენტო განაკვეთის პირობებში ინვესტიციები მისაღებია, როდესაც ყოველწლიური საშუალო შემოსავლები აჭარბებს შესაბამის დანახარჯებს.

შესაბამისად, ინვესტიციების განხორციელების ალტერნატიული ვარიანტების არსებობისას უპირატესობა ეძლევა იმ ვარიანტს, როდესაც მოცემულ საანგარიშო საპროცენტო განაკვეთის პირობებში გარკვეული მომენტისათვის კაპიტალური ღირებულება მინიმალურია. ამ შემთხვევაში დასაშვებია, რომ ინვესტორს მოცემულ საანგარიშო საპროცენტო განაკვეთის პირობებში შეუძლია განახორციელოს სახსრების ნებისმიერი დაბანდება და ამოღება, რადგანაც შესაძლებელია ხარჯების და შემოსავლების შედარება კაპიტალის ღირებულების შეფასების მეთოდის ან ანუიტეტის მეშვეობით.

ამ პრინციპის გამოყენება მიზანშეწონილია ინვესტორების განხორციელების ალტერნატიული ვარიანტებიდან საუკეთესოს ამორჩევისათვის.

როდესაც საუბარია საინვესტიციო გადაწყვეტილების შესახებ აქტუალური ხდება რისკ-ფაქტორების გაანალიზების საკითხი. ინვესტიციების მოსალოდნელი შედეგების შეფასებისას გამოიყენება:

- „სუფთა დღევანდელი ღირებულების“ მეთოდი, რომლითაც განისაზღვრება მომავალში მოსალოდნელი შემოსავლების დღევანდელი ღირებულება;
- „უკუგების საპროცენტო განაკვეთი“, როდესაც პროექტზე გაწეული დანახარჯები ამ პროექტის განხორციელების შემდეგ მისაღები შედეგების მიხედვით დგინდება;
- ინვესტიციის „ამოღების“ მეთოდი, რომლის დროსაც განისაზღვრება ინვესტიციაზე გაწეული დანახარჯების ამოღება;
- ძირითადი რისკის ფაქტორები, რომლებიც დგანან ინვესტორის წინაშე.

კაპიტალდაბანდების განხორციელებამდე, შეიძლება შემდეგი სახით ჩამოყალიბდეს:

- ეკონომიკური რისკი - რომელიც შეიძლება მომდინარეობდეს ქვეყნის ეკონომიკურ სტრუქტურაში მოსალოდნელი მნიშვნელოვანი ცვლილებების შედეგად, და ალბათობა იმისა თუ რამდენად მოახდენს ეს ცვლილებები გავლენას ინვესტიციის მოსალოდნელ უკუგებაზე;
- ტრანსფერის რისკი - როგორია კაპიტალის გატანის შესაძლებლობა ქვეყნის გარეთ.
- ინფლაციის რისკი - ინფლაციის არსებული და საპროგნოზო მაჩვენებლები განსაზღვრავენ გადახდისუნარიანი მოთხოვნის არსებობას და გასაღების ბაზრების ფუნქციონირებას;
- ადგილმდებარეობის რისკი - იმ უარყოფითი შედეგების ერთობლიობა, რომელთაც შეიძლება თავი იჩინონ რეგიონში;
- სუვერენული რისკი - ძირითადად უკავშირდება საგარეო ვალების მომსახურებას და იმის საშიშროებას, რომ მთავრობა ვერ გაისტუმრებს სახელმწიფო ვალებს;
- პოლიტიკური რისკი - დაკავშირებული ქვეყნის შიგნით მოსალოდნელ სამოქალაქო არასტაბილურობასთან.

ინვესტიციების ეკონომიკური არსის დახასიათების შემდეგ, მეტად მნიშვნელოვანია განისაზღვროს ის ეტაპები, რომლებსაც გადიან ინვესტორები სახსრების დაბანდების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების შემდგომ: პირველი ეტაპი, მიმართულია კაპიტალის სწრაფი ზრდისკენ, რაც დაკავშირებულია იმ ფაქტთან, რომ ინვესტიციების განხორციელების საწყის ეტაპზე ინვესტორებს, როგორც წესი, აქვთ შეზღუდული რაოდენობის თანხები, ამიტომაც მისწრაფიან სახსრების სწრაფი მიღებისაკენ დროის შედარებით მოკლე განაკვეთში; მეორე ეტაპი, რომლის განმავლობაშიც მნიშვნელოვანი ხდება კაპიტალის ზრდის ხარისხი და ინვესტიციისაგან მიმდინარე შემოსავლის მიღება; მესამე ეტაპი, მოიცავს კაპიტალის შენარჩუნებასა და მდგრადი და ამასთან მაღალი შემოსავლის მიღებას.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ინვესტიციების ძირითადი ეტაპების კლასიფიკაცია საშუალებას იძლევა განისაზღვროს ამ პროცესის სახელმწიფო რეგულირების მიმართულებები. მეტად მნიშვნელოვანია იმის აღნიშვნა, რომ მიმდინარე და საპროგნოზო ეტაპებზე მაკროეკონომიკური პარამეტრების დაგეგმვა დამყარებულია ორ მთავარ ფაქტორზე, რომელთაგან ერთ-ერთი არის პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდა. ეს პროცესი

განმტკიცებელი უნდა იქნეს ფისკალური პოლიტიკის შესაბამისი ცვლილებებით, სტრუქტურული და ინსტიტუციური რეფორმებით, რამეთუ ეკონომიკის დროებითი გამოცოცხლების საფუძველზე უზრუნველყოფილი იქნეს გრძელვადიანი ზრდა საფინანსო-საბანკო სისტემის მონაწილეობით.

### **დანაზოგები და ინვესტირების სტიმულები**

საინვესტიციო საქმიანობის ადგილობრივი ანუ ეროვნული რესურსები საინვესტიციო პროექტების განხორციელების საფუძველს წარმოადგენენ. ამ რესურსებს შეიძლება მივაკუთვნოთ საინვესტიციო აქტივობის დაფინანსების ორი მნიშვნელოვანი წყარო: შიდა და მოზიდული წყაროები.

საინვესტიციო პროექტების შიდა წყაროებში იგულისხმება მოგება და საამორტიზაციო ანარიცხები. დაფინანსების ორივე წყაროს მოცულობა მთლიანად რეგულირდება სახელმწიფოს მიერ საგადასახადო და სააღრიცხვო პოლიტიკის მეშვეობით.

საინვესტიციო პროცესების სტიმულირება საქართველოში, უნდა დაიწყოს ადგილობრივ სამეწარმეო საქმიანობაში საამორტიზაციო ანარიცხების პოლიტიკის შეცვლით.

ამორტიზაცია - ფულად ერთეულში გამოხატული ძირითადი ფონდების ცვეთაა მათი სამეწარმეო გამოყენების შედეგად. ამორტიზაციის მეთოდი ამავდროულად საშუალებას იძლევა წარმოების მოძველებული საშუალებების ღირებულება ასახულ იქნას მათ მიერ წარმოებულ საქონელში. ძირითადი საშუალებების ცვეთის აღდგენის ინსტრუმენტს წარმოადგენს საამორტიზაციო ანარიცხები ფულადი სახით. ფულის ეს მასა გამიზნულია რემონტისათვის, მშენებლობისათვის, ან ახალი წარმოების საშუალებების შესაძენად. საამორტიზაციო ანარიცხების ოდენობა შედის საქონლის თვითღირებულებაში, რის შედეგადაც იგი წარმოადგენს საქონლის საბოლოო ფასის ერთ-ერთ განმსაზღვრელ ფაქტორს.

საამორტიზაციო ნორმები წარმოადგენენ კვლავწარმოებისა და ძირითადი ფონდების დაფინანსების ერთ-ერთ უმთავრეს წყაროს. ეროვნული ეკონომიკის საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პირობებში საამორტიზაციო ანარიცხების ნორმებს, რომლებიც სახელმწიფოს მიერ მტკიცდება, უდიდესი მნიშვნელობა ენიჭება, ვინაიდან ამ მეთოდით საწარმოებს საშუალება ეძლევათ მოახდინონ საკუთარი საწარმოო საშუალებების უზრუნველყოფა საკუთარი დაზანდებების ხარჯზე და არ იყვნენ დამოკიდებულნი არც სახელმწიფოს მხრიდან დახმარებაზე, როგორც ამას ჰქონდა ადგილი ეკონომიკის ცენტრალიზებული მართვის პირობებში და არც საკრედიტო ინსტიტუტებზე.

სახელმწიფოს მიერ დადგენილი საამორტიზაციო ნორმები განსაზღვრავენ მოქმედი ძირითადი ფონდების შეცვლის ინტენსივობას. თუმცა უნდა ითქვას, რომ ინფლაციის პირობებში საამორტიზაციო ანარიცხების ნორმები აზრს კარგავს, ვინაიდან ფულად ერთეულში გამოხატული ძირითადი ფონდების ღირებულება ინფლაციის პერიოდში ძლიერ უფასურდება. ამიტომ აუცილებელი ხდება ძირითადი ფონდების შეფასების კორექტირება იმ მიზნით რომ თავიდან ავიცილოთ რეალური ამორტიზაციის გაუფასურება ინფლაციის პირობებში.

კორექტირების ამგვარი ფორმაა დაჩქარებული ამორტიზაცია, თუმცა გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში ამგვარი ნაბიჯის გადადგმა საფრთხილოა, ვინაიდან სასაქონლო დეფიციტისა და წარმოების საშუალებების წარმოების არაელასტიურობის პირობებში, დაჩქარებული საამორტიზაციო ანარიცხები შეიძლება სერიოზული ინფლაციური პროცესების სტიმულად იქცენ, რადგანაც საამორტიზაციო ანარიცხები წარმოადგენენ ფულად მასას, რომელიც ქვეყნის სასაქონლო ბაზარზე ზედმეტ ტვირთად აწვება გადახდისუნარიან მოთხოვნას. ამგვარი პროცესების თავიდან ასაცილებლად აუცილებელია ეროვნული

წარმოების დაჩქარებული განვითარების პროტექციონისტული პროგრამის განხორცილება, რომელსაც კოორდინირებას ქვეყნის მთავრობა გაუწევს. ამის გარეშე მეწარმეების ხელში აღმოჩენილი თავისუფალი ფულადი სახსრები პირველ რიგში გამოიწვევს ინფლაციის მატებას.

მოგების ინვესტიციებად გარდასაქმნელად დიდი როლი სახელმწიფოს აკისრია. მხოლოდ სახელმწიფოს მიზანმიმართულ პოლიტიკას ძალუმს სტიმული მისცეს საინვესტიციო აქტივობას და მოგების გადანაწილებას საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებაზე. ასეთ სტიმულებს შეუძლიათ საქართველოში დააბრუნონ ის ფულადი სახსრებიც, რომელთაც დატოვეს ქვეყნის ტერიტორია და ფუნქციონირებას განაგრძობენ სხვადასხვა დასავლურ საბანკო ანგარიშებზე, ან ჩართულნი არიან სხვა ქვეყნების ეკონომიკაში.

მოგება და ამორტიზაცია წარმოადგენს ძირითადი საწარმოო ფონდების გაფართოებისკენ მიმართული საინვესტიციო პროგრამების ფინანსირების ტრადიციულ წყაროებს.

### **კომპანიის საინვესტიციო საქმიანობის ეკონომიკურ-მათემატიკური მოდელირების როლი მის მენეჯმენტში**

თანამედროვე ეკონომიკაში სამრეწველო კომპანიების წარმატებული ფუნქციონირებისა და განვითარების ძირითად საფუძველს წარმოადგენს მათი ეფექტიური საინვესტიციო და საინოვაციო საქმიანობა. ამავე დროს გამომდინარე საინვესტიციო რესურსების შეზღუდულობიდან, საინვესტიციო-საინოვაციო პოტენციალის სრულად რეალიზაცია ძალზე გაძნელებულია, ან სრულიად შეუძლებელი. სწორედ ამიტომ რიგი კომპანიებისა აწყდებიან საკუთარი საინვესტიციო სტრატეგიის ჯეროვნად ჩამოყალიბებისა და რეალიზაციის პრობლემებს. საინვესტიციო საქმიანობის ერთ-ერთ ეფექტიურ მიმართულებას წარმოადგენს დაბანდებები როგორც თვით კომპანიის ფარგლებში, ასევე მისი ფუნქციონირების გარემოსა და მიმართულებებში: მომხმარებლები, მომწოდებლები, მატერიალურ-ტექნიკური მომარაგება, წარმოება, გასაღების სისტემა და ზოგადად მენეჯმენტი. ამ შემთხვევაში ძალზე აქტუალურია კომპანიის შიდა საინვესტიციო საქმიანობის ოპტიმიზაცია, საინვესტიციო პროექტების სწორი სტრატეგიული შერჩევა, ანუ მაქსიმალურად ეფექტიური ინვესტიციური პორტფელის ფორმირება და მისი რეალიზაციის ოპტიმალური გრაფიკის შედგენა, რაც უშუალოდ საინვესტიციო ნაკადების მართვასთან არის დაკავშირებული. ამასთან დაკავშირებით ჩვენ განვიხილავთ კომპანიის ეკონომიკური განვითარების დონის ამაღლების პრობლემებს და მათი გადაჭრის გზებს, ინვესტირების პრიორიტეტული მიმართულებების ამორჩევის სტრატეგიისა და ტაქტიკის ფორმირების მოდელების სისტემის საფუძველზე. განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მექანიზმის ისეთ შემადგენლებს, როგორიცაა: მართვის მიზნები, კრიტერიუმები, ფაქტორები და რესურსები (მატერიალური და ფინანსური); ორგანიზაციული პოტენციალი და ა.შ.

### **კომპანიის საინვესტიციო საქმიანობის მართვის მოდელი. მეთოდოლოგიური წინამძღვრები**

კომპანიის განვითარების მართვა გამოისახება იმ ღონისძიებების, მეთოდებისა და სახსრების (მატერიალური და არამატერიალური) ერთობლიობაში, რომელთა დაბანდება ხდება კონკრეტული მიზნების მისაღწევად. კომპანიის საერთო განვითარების დონე განპირობებულია შემდეგი ძირითადი კომპონენტებით: ეკონომიკური განვითარების დონე, კორპორატიული განვითარების დონე, ტექნიკური და ტექნოლოგიური განვითარებით, მენეჯმენტის დონის განვითარებით. ეკონომიკური განვითარების დონეს განსაზღვრავენ შემდეგი მაჩვენებლების ზრდა: მესაკუთრის ფინანსური რეზულტატი, ამონაგები, მოგება, რენტაბელობა, მომუშავეთა შემოსავალი, ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტი. ამავე დროს მნიშვნელოვანია ზენორმატიული კრედიტორული დავალიანებისა და ხვედრითი დანახარჯების კლება. რა თქმა უნდა იდეალურ ვარიანტად ითვლება ყველა აღნიშნული მიზნის მიღწევა, ყველა პარამეტრის

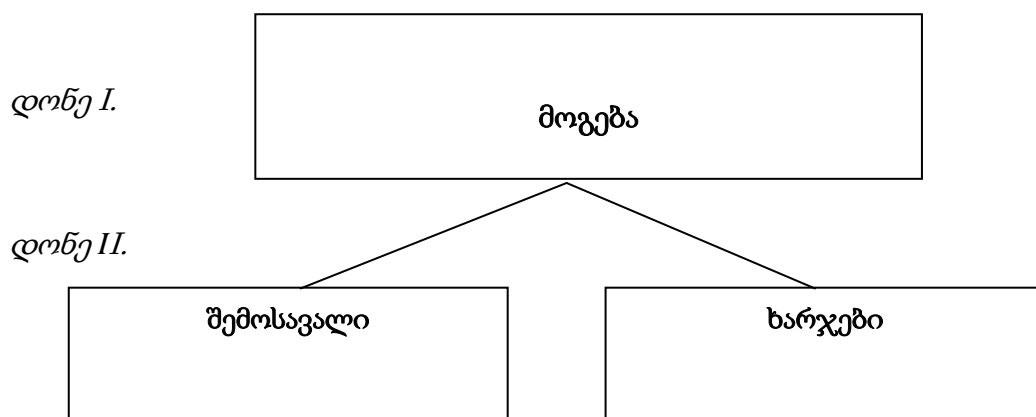


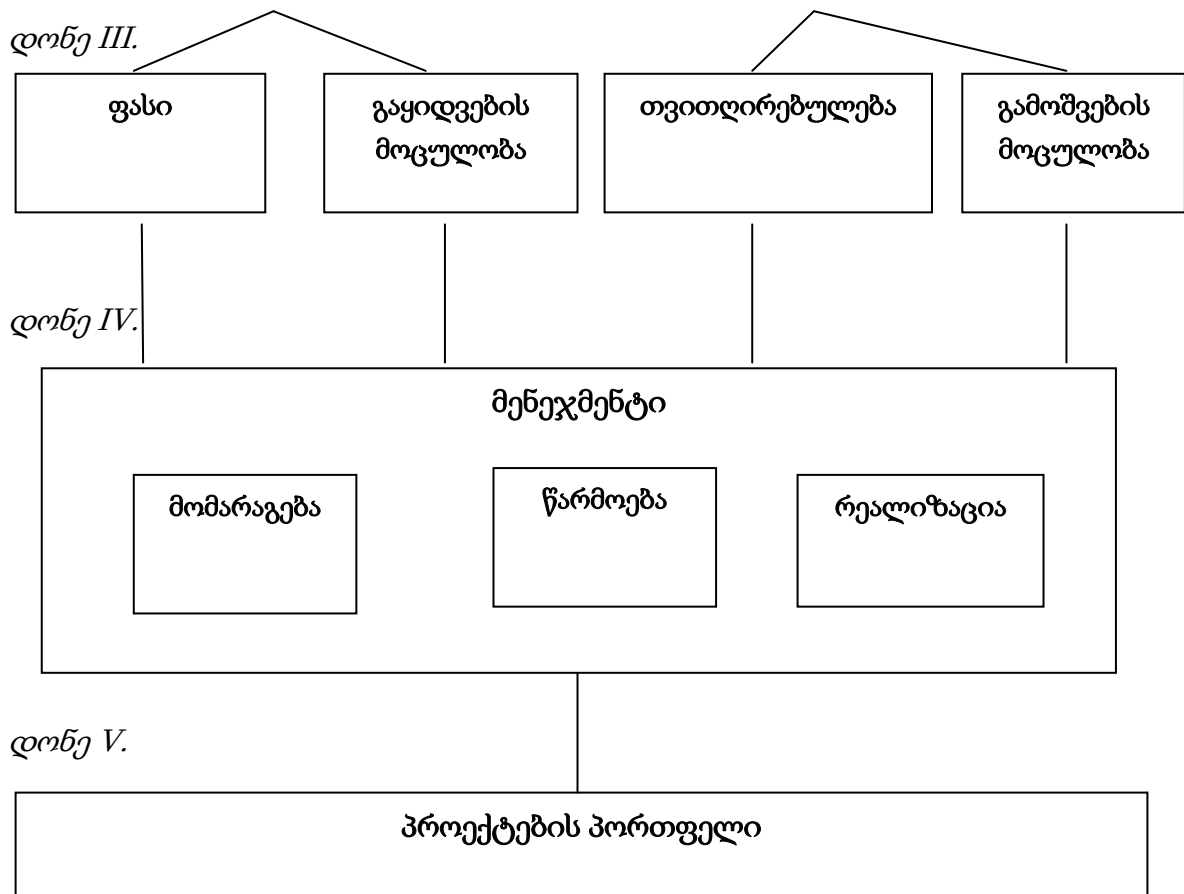
მაქსიმიზაცია. ნათელია, რომ ეს იდეალი მიუღწევადია: რისკების მინიმიზაციას, ბაზრის გაფართოვებას და ა.შ., მიყვებართ დანახარჯების ზრდასთან და შესაბამისად – მოგების შემცირებასთან; მიმდინარე მოხმარების ზრდა იწვევს განვითარების ფონდის და ა.შ., ანუ ფირმის ეკონომიკური დონის ამაღლების ამოცანა არის მრავალკრიტერიული და ნებისმიერი გადაწყვეტილება კონკრეტულ პერიოდში არის კომპრომისული, ანუ შესაძლებელია მხოლოდ ერთი ან რამოდენიმე კრიტერიუმის მაქსიმიზაცია. უმეტესი ქართული კომპანიისათვის ფინანსური რეზულტატის მატება დაკავშირებულია საბრუნავი საშუალებების, ბრუნვის, წარმოების და გაყიდვების ზრდასთან. საბოლოოდ კი მეტი წილი გადაწყვეტილებებისა (მაგალითად, ბიზნესის ღირებულების, ან მიმდინარე მოგების ამაღლება) მიიღება მოგების გადანაწილების სხვადასხვა ვარიანტების გამოყენებით. აქედან გამომდინარე, თუნდაც ერთ-ერთი ზემოჩამოთვლილი კრიტერიუმის გაუმჯობესების აუცილებელი და საკმარისი პირობა, სხვების გაუარესების გარეშე, არის მოგების გაზრდა. ნებისმიერი პროექტის განხორციელება, რომელიც დაკავშირებულია კაპიტალდაბანდების რომელიმე მიმართულებასთან (მატერიალურ-ტექნიკური მომარაგება, წარმოება, ვაჭრობა ან მენეჯმენტი) გავლენას ახდენს ძირითად ფაქტორებზე – პროდუქციის ეკონომიკურ პარამეტრებზე: ფასზე, თვითღირებულებაზე, გამოშვების მოცულობაზე და საბოლოოდ მოგებაზე (სურ.1). მოგება  $P_t$  წარმოიქმნება კომპანიის ამოგებიდან (შემოსავლიდან) და დანახარჯებიდან, ხოლო მასზე მოქმედი ფაქტორებია ფასი, თვითღირებულება და პროდუქციის მოცულობა:

$$P_T = \sum_{i=1}^n (g_{i,T} - C_{i,T}) N_{i,T} - \sum_{l=1}^L K_l \rightarrow \max, \quad (1)$$

სადაც,  $g_{i,T}$ ,  $C_{i,T}$  -  $i$ - რი პროდუქციის ფასისა და ხვედრითი თვითღირებულების საშუალო მნიშვნელობები  $T$  დროის პერიოდში, ( $i=1, n$ ),  $n$  - გამოშვებული პროდუქციის სახეობათა რაოდენობა,  $N_{i,T}$  გამოშვებული პროდუქციის მოცულობა,  $K_l$  - ინვესტიციების დონე კომპანიის  $l$  საქმიანობის მიმართულებით ( $l=1, L$ ). ინვესტირების ძირითადი ამოცანა არის – პროექტების შერჩევა პორტფელში და სახსრების აუცილებელი მოცულობის განსაზღვრა. მიზნობრივი ფუნქციის შემოტანა და საბაზო მოდელური პარამეტრების განსაზღვრის პროცედურები შემდეგი ამოცანის გადაჭრის საშუალებას იძლევა – მიზნობრივი ფუნქციის მაქსიმალური ზრდის უზრუნველსაყოფად, ინვესტიციების განხორციელება აუცილებელია გადაწყვეტილების მიღების კონკრეტულ ეტაპზე.

ამ შემთხვევაში მიზანშეწონილია საინვესტიციო რესურსების განაწილების ამოცანის ორეტაპიანი ტექნოლოგია. პირველ, საწყის ეტაპზე გამოიყენება ინვესტირების პრიორიტეტული ამორჩევის სტრატეგიული დაგეგმვის პროცედურა. შემდეგ ხდება ფინანსური ნაკადები მართვის მეთოდების გამოყენება, პროექტების შემდგომი დაზუსტებით დინამიკაში, საინვესტიციო ნაკადების გათვლით, დანახარჯებისა და რეზულტატების დაზუსტებით განმეორებითი იტერაციით მთლიანი კომპანიის მასშტაბით. სტრატეგიული დაგეგმვის ეტაპზე ხორციელდება: სტრატეგიული ანალიზი (ფირმის მიზნებისა და კრიტერიუმების ჩამოყალიბება შიდა და გარე საინვესტიციო გარემოს ანალიზის გათვალისწინებით); საქმიანობის ძირითადი მიმართულებების დაზუსტება კაპიტალდაბანდებების პრიორიტეტული მიმართულებების შერჩევა; სტრატეგიების რეალიზაციის დაგეგმვა მთლიანად კომპანიისა და მისი ქვედანაყოფების ბიუჯეტების ფორმირება და ინვესტიციების სტრუქტურული განაწილებით.





სურ. 1. სტრუქტურა – “მიზნები და რესურსები”:

დონე I – საბოლოო მიზანი; დონე II – ქვემიზნები; დონე III – ამოცანები და პრობლემები; დონე IV – გადაჭრის გზები (მიმართულებები); დონე V – პროექტები.

#### დასკვნები

ჩვენი აზრით, უნდა მოხდეს დღევანდელი სახელმწიფო საინვესტიციო პოლიტიკის სერიოზული კორექტირება შემდეგის გათვალისწინებით:

1. ჩამოყალიბდეს პირობები და მექანიზმი საწარმოების აქტივების საბაზრო შეფასებისათვის, რაც მიცემს მათ ამ აქტივების გამოყენების უფრო რაციონალურად გამოყენების საშუალებას;
2. შეიცვალოს საამორტიზაციო პოლიტიკა, მისი ლიბერალიზაციის მიმართულებით, რეფორმირებული საწარმოებისათვის თავისუფლების ხარისხის გაზრდით;
3. საინვესტიციო პროცესის თანმიმდევრობითი დეცენტრალიზაცია და საწარმოების დაგროვების საკუთარი შიდა წყაროების როლის გაძლიერება მათი საინვესტიციო პროექტების დასაფინანსებლად;
4. კომპანიების სახელმწიფო მხარდაჭერა ცენტრალიზებული ინვესტიციების ხარჯზე;
5. შეზღუდული რაოდენობის ცენტრალიზებული კაპიტალური დაბანდებების განთავსება და საინვესტიციო პროექტების სახელმწიფო დაფინანსება მკაცრად მიზნობრივი პროგრამებისა და კონკურსის საფუძველზე;
6. საინვესტიციო პროექტების ერთობლივი სახელმწიფო-კომერციული დაფინანსების პრაქტიკის მნიშვნელოვანი გაფართოება.

## გამოყენებული ლიტერატურა

1. Keynes John M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London, Palgrave Macmillan.
2. Campbell C. D., Campbell R. G. and Dolan E. G. 1988. *Money, Banking, and Monetary Policy*. The Dryden Press.
3. Friedman D. 1989. *Money & Banking*. American Bankers Association.
4. Miller, R. L. and VanHoose D. 2001. *Money, Banking & Financial Markets*. Cincinnati.
5. Brealey R.A., Mayers S. C. 1988. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill.
6. ძნელაძე გ. 2003. ფინანსური ნაკადების მოდელირების მექანიზმი საქართველოში. *ჟურნალი „ბანკი“*, #16.
7. ძნელაძე გ. 2007. მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების გავლენის ანალიზი მოსახლეობის ცხოვრების დონეზე - სოციალური პოლიტიკის წარმართვის საფუძველი. *სსკგც-ს ბიულეტენი*, #102.
8. ზ. გარაყანიძე, მურდულია შ. 2008. საინვესტიციო უსაფრთხოების ზოგიერთი პრობლემა საქართველოში. *სსკგც-ს ბიულეტენი*, #107.
9. ძნელაძე გ. 2009. გლობალური კრიზისის სოციალურ-ეკონომიკური შედეგები საქართველოში და მათი კომპენსაციის გზები. *სსკგც-ს ბიულეტენი*, #114.