

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო  
უნივერსიტეტი



ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

ბიზნესის ადმინისტრირება

ფინანსები და საბანკო საქმე

დავით ზაბახიძე

ფასიანი ქაღალდები საქართველოს ფინანსური ბაზრის  
სტრუქტურაში

სამაგისტრო ნაშრომი შესრულებულია ბიზნესის ადმინისტრირების  
მაგისტრის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად

მეცნიერ-ხელმძღვანელი: ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი,

ასოცირებული პროფ. მ. გოგობია

თბილისი

2020

## ანოტაცია

ნაშრომის მიზანია საქართველოს ფინანსური ბაზრის, კერძოდ მისი ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი სეგმენტის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წარმოშობისა და განვითარების შესახებ სხვადასხვა ინფორმაციის თავმოყრა და ანალიზი, ასევე მისი განვითარების პერსპექტივების წარმოჩენა.

არსებული პრობლემების უკეთ გასაგებად გაანალიზებულია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ჩამოყალიბების ეტაპები, მისი შემდგომი ფუნქციონირება ისტორიულ კონტექსტში, სტატისტიკური ანალიზი, ამჟამად არსებული მდგომარეობა, მარეგულირებელი ორგანოს როლი და ფუნქციები. აღნიშნულია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და მნიშვნელობა ფინანსურ სისტემაში. ასევე, გამოთქმულია მოსაზრებები კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის საჭირო მიმართულებების შესახებ.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, როგორც კონკურენტული ინსტიტუტის გამართული ფუნქციონირება ხელს შეუწყობს არსებული ეკონომიკური მდგომარეობის გაუმჯობესებას, მას უდაოდ მნიშვნელოვანი ფუნქციის შესრულება შეუძლია ნორმალურ საბაზრო პირობებში.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საშუალებას გვაძლევს ერთმანეთს დავუკავშიროთ სუბიექტები, რომლებიც განიცდიან ფულადი სახსრების სიჭარბესა და დეფიციტს. საფონდო ბირჟა კი ასეთი შეთანხმების მიღწევისათვის საუკეთესო ადგილია, რადგან აქ მოქმედებს წესები და კანონები, რომლის მეშვეობითაც მაქსიმალურად დაცულია როგორც ერთი, ასევე მეორე მხარის ინტერესები და უსაფრთხოება.

ანალიზის შედეგად დგინდება, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი გამოირჩევა აქტივობის საკმაოდ დაბალი დონით. რაც გამოწვეულია საკანონმდებლო ბაზის გაუმართაობით, ფინანსური ინსტიტუტების განვითარების დაბალი დონით, ასევე ფინანსური განათლების არარსებობით საზოგადოებაში. ერთადერთი ინსტიტუტი, რომელიც ამ კუთხით განვითარების საკმაოდ მაღალ საფეხურზეა არის საბანკო სექტორი, რომელსაც ფინანსური ბაზრის 90%-ზე მეტი უჭირავს, ამიტომ დროებით თავისუფალი რესურსების უდიდესი ნაწილი სწორედ ამ სეგმენტში მიემართება .

აღნიშნულიდან გამომდინარე საჭიროა მოხდეს რიგი ძირეული ცვლილებები რათა განვითარდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და ჩამოყალიბდეს, როგორც კონკურენტული ინსტიტუტი.

# Annotation

## Securities in the structure of Georgian financial market

**Davit Zabakhidze**

The purpose of Master is to study a financial market of Georgia, In particular his one of the important part: Securities market. This work research their origin and growth to gather the history, the experience of the past period, analysis of existing problems and development perspectives.

Securities market, as a competitive institute promotes economical growth of Georgia, development of the country and help our society to live in a better environment.

Securities market is one of the best way to communicate the person who needs money with the person who has it too much and want to invest it. There are rules and laws to provide participants protection and safety.

There are two ways to raising money: Securities market and the bank loan. In our country only one financial institute is banking sector, which has a high level of development. It holds 90% of financial market, therefore all our savings are going to this sector. Because, other financial institutes exist formally.

As a result of analysis is established, that Securities market of Georgia has a low quality of activity. The causative factors are irrelevant existing legislation, low level of development financial institutes and insufficient financial education in society.

Considering all this factors, we may reach conclusion, that It is important to develop Securities market of Georgia and will be formed, as a competitive institute in financial sector. It help all segments of our economy to make a choice and funding their activities, as they want. Forceful Securities market is the best way to attract foreign investments in our country.

# შინაარსი

ანოტაცია (ქართულ ენაზე)

ანოტაცია (ინგლისურ ენაზე)

შესავალი.....5

თავი 1. ფასიანი ქაღალდები - ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების მნიშვნელოვანი ფაქტორი.....8

1.1 ფასიანი ქაღალდების ბაზრის უპირატესობები საბანკო სექტორთან მიმართებით.....8

1.2 ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში და მიმდინარე ტენდენციების ანალიზი.....12

თავი 2. საქართველოს ფინანსური ბაზრის სტრუქტურა.....20

2.1 ფინანსური ბაზრის განვითარების დონე: ხელშემწყობი და ხელისშემშლელი ფაქტორები.....20

2.2 ქართული კომპანიების მონაწილეობა კაპიტალის ბაზარზე და მათი გამოცდილება.....32

თავი 3. კაპიტალის ბაზრის რეგულირება.....36

3.1 მარეგულირებელი და მისი მოთხოვნები.....36

3.2 კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია.....44

დასკვნა.....67

გამოყენებული ლიტერატურის ნუსხა.....69



## შესავალი

**თემის აქტუალობა** განპირობებულია იმ მოვლენების შესწავლითა და გაანალიზებით რამაც გამოიწვია ფინანსური ბაზრის, კერძოდ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ჩამოყალიბება საქართველოში, მისი განვითარების ტენდენციები, ამ პროცესში დაძლეული ბარიერები და ამჟამად არსებული მდგომარეობა. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, როგორც კონკურენტული ინსტიტუტის ჩამოყალიბება ძალიან მნიშვნელოვანია ქვეყნის განვითარებისთვის, ეკონომიკური ზრდისა და ცხოვრების დონის ამაღლებისთვის.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება ხელს შეუწყობს კონკურენციის გამძაფრებას ფინანსურ ბაზარზე. მისი საშუალებით გაიზრდება ინვესტიციების მოზიდვისა და დაბანდების შესაძლებლობები, მოხდება ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა დაბალანსება და თანაბარ პირობებში ჩაყენება. ყოველივე ეს კიდევ უფრო შეუწყობს ხელს ფინანსური ბაზრის განვითარებას და სხვა მნიშვნელოვანი ინსტიტუტების გააქტიურებას.

კონკრეტული თემის აქტუალობას კიდევ უფრო ზრდის ამჟამად არსებული მდგომარეობა, რადგან ფინანსური ბაზრის სხვა ინსტიტუტები საგრძნობლად ჩამორჩებიან განვითარების მხრივ ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს სფეროს - საბანკო სექტორს, რაც კარგად გამოჩნდა მიმდინარე ტენდენციების ანალიზის შედეგად და აქედან გამომდინარე საბანკო სექტორის ხელშია აღნიშნული ბაზრის კონტროლის ბერკეტები. ამას ემატება გაუმართავი საკანონმდებლო ბაზა, რის საფუძველზეც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება გადაცემული აქვს კონკურენტი სფეროს მარეგულირებელს - „საქართველოს ეროვნულ ბანკს“. რომელიც მაქსიმალურად ცდილობს შეზღუდოს აღნიშნული ინსტიტუტის განვითარება და თავისთან მიიზიდოს ყველა შესაძლო ინვესტიცია. ყოველივე ამის საპასუხოდ სახელმწიფო სექტორი ამ მხრივ იჩენს დაბალ აქტივობას და მხოლოდ აუცილებელი ნაბიჯებით შემოიფარგლება. მითუმეტეს, რომ ამ საკითხში მოსახლეობის გათვითცნობიერების დონე საკმაოდ დაბალია, ამიტომ არ ხდება აღნიშნული თემის წინ წამოწევა და მისით მანიპულირება.

მიხედვად იმისა, რომ საქართველოსთვის, როგორც განვითარებადი ქვეყნისთვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია ეკონომიკური ზრდის მაღალი ტემპების მიღწევა და ბიზნესის მაქსიმალური ხელშეწყობა, მაინც არ ხერხდება აღნიშნული სფეროს განვითარება, რომელიც პირადად კავშირშია ამ პრობლემის მოგვარებასთან. რადგან მაღალი საპროცენტო განაკვეთები აზარალებს ბიზნესს და მის შემოსავლიანობას, რაც უარყოფითად მოქმედებს მოსახლეობის კეთილდღეობასა და ცხოვრების დონესთან.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უზრუნველყოფს პირდაპირ შეთანხმებას ფულადი სახსრების მფლობელსა და მის მსესხებელს შორის, ბანკების გვერდის ავლით. ამ

შემთხვევაში მსესხებელი თავიდან ირიდებს მაღალ საპროცენტო განაკვეთს, ხოლო ინვესტორი იღებს იმაზე მეტ შემოსავალს ვიდრე საბანკო სექტორი შესთავაზებდა მას. ამიტომ მოგებული რჩება როგორც ერთი, ასევე მეორე მხარეც. ყოველივე ეს ხელს უწყობს იაფი ფულის მიღებას, ბიზნესის ზრდას და მოსახლეობის კეთილდღეობას. ამასთან აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ კონკურენციის გაძლიერება ფინანსურ ბაზარზე ხელს შეუწყობს საპროცენტო განაკვეთის დასტაბილურებას და უფრო მოსახერხებელი გარემოს ჩამოყალიბებას ინვესტიციების მოზიდვის თვალსაზრისით.

კვლევითი ნაშრომის ობიექტს წარმოადგენს საქართველოს ფინანსური ბაზარი და კერძოდ მისი უმნიშვნელოვანესი ინსტიტუტი - ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ხოლო კვლევის საგანია საქართველოს ფინანსურ ბაზარზე მოქმედი ფინანსური ინსტიტუტები და მათ შორის მნიშვნელოვანი საფონდო ბირჟა. კვლევის მიზანია ფინანსურ ბაზარზე არსებული მდგომარეობის ანალიზი, მისი როლი ქვეყნის ეკონომიკურ სისტემაში, განვლილი პერიოდის შედეგების გაანალიზება, წარმოქმნილი პრობლემების გამოვლენა, ამოცანას კი წარმოადგენს მისი დაძლევის გზების ძიება.

მიზნიდან გამომდინარე ნაშრომში წარმოდგენილია და მიმოხილულია შემდეგი საკითხები:

- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საწყისები საქართველოში.
- „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ჩამოყალიბება და პირველი საკანონმდებლო ბაზა.
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ეტაპები და ისტორიულ-ეკონომიკური ანალიზი.
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზი და მისი როლი ქვეყნის ეკონომიკაში.
- ქართული კომპანიების მონაწილეობა ფინანსურ ბაზარზე: აქტივობის სტატისტიკა და ბაზარზე მიმდინარე ტენდენციები.
- საქართველოს საფონდო ბირჟის მფლობელი და მარეგულირებელი ორგანოები.
- არსებული წესები და კანონები, რომლითაც ხორციელდება კაპიტალის ბაზრის საქმიანობის რეგულირება.
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, როგორც კონკურენტული ინსტიტუტის არსებობის აუცილებლობა.
- ფინანსური ბაზრის განვითარების ხელშემწყობი და ხელისშემშლელი ფაქტორები.
- უახლესი ცვლილებები და ანგარიშწორების ცენტრალური სისტემა.
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წვლილი საქართველოს ფინანსურ სისტემაში.
- კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია.

**კვლევის მეთოდების** სახით გამოყენებულია ქართველი და უცხოელი მკვლევარების, მეცნიერების, ფინანსისტებისა და ეკონომისტების ნაშრომები, საქართველოში მოქმედი საკანონმდებლო და ნორმატიული აქტების ბაზა, სამეცნიერო-კვლევითი ნაშრომები, საქართველოს საფონდო ბირჟის, საქართველოს ეროვნული ბანკის, ფინანსთა სამინისტროსა და სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის ოფიციალური მასალები, ასევე სხვადასხვა სამეცნიერო კატალოგები და ელექტრონული-სადიებო პროგრამები.

სამაგისტრო ნაშრომის კვლევის შედეგად გამოვლინდა შემდეგი მიგნებები:

- საქართველოს კაპიტალის ბაზარზე ბოლო წლებში შეინიშნება გარკვეული სახის ძვრები, მაგრამ ამ ეტაპზე ეს საკმარისი არაა და საჭიროა კიდევ უფრო მეტად მოხდეს აღნიშნული ბაზრის ინსტიტუტების გააქტიურება.
- ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ისევ განვითარების საწყის ეტაპზე იმყოფება, ამიტომ საჭიროა სახელმწიფოს მხრიდან მოხდეს მისი ხელშეწყობა.
- განვითარების ნორმალური ტემპით გამოირჩევა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სექტორი, ამ ინსტრუმენტს სახელმწიფო იყენებს არამარტო ფისკალური პოლიტიკის გასატარებლად, არამედ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ხელშეწყობისთვისაც.
- ბოლო პერიოდში სახელმწიფოსა და საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ მოხდა რიგი რეფორმების გატარება, რომელიც ეხება როგორც საკანონმდებლო ბაზის მოწყობას, ასევე განათლების დონის ამაღლებას ფინანსური სექტორის შესახებ, მაგრამ ამ ეტაპზე ეს საკმარისი არაა.
- ბოლო წლებში ქართული კომპანიები აქტიურად ცდილობენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გამოყენებას ინვესტიციების მოზიდვის მხრივ, მაგრამ სამწუხაროა ის ფაქტი რომ უმსხვილესი ქართული კომპანიები სახსრების მოზიდვას საერთაშორისო ბაზრებზე გასვლით ცდილობენ.
- განვითარების დაბალი დონით გამოირჩევა და ფაქტიურად მოთხოვნა არაა ფინანსური ბაზრის სხვა ინსტრუმენტებზეც, როგორცაა დერივატივების ბაზარი, რაც განპირობებულია კაპიტალის ბაზრის სხვა სეგმენტების აქტივობის დაბალი დონით.

რაც შეეხება **ნაშრომის მოცულობასა და სტრუქტურას**, სამაგისტრო ნაშრომი შედგება 70 გვერდისგან, რომელიც მოიცავს: ანოტაციას, შესავალს, სამ თავსა და ექვს ქვეთავს. ამას თან ერთვის დასკვნები, რეკომენდაციები და გამოყენებული ლიტერატურის ჩამონათვალი.



## თავი 1. ფასიანი ქაღალდები - ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების მნიშვნელოვანი ფაქტორი

### 1.1 ფასიანი ქაღალდების ბაზრის უპირატესობები საბანკო სექტორთან მიმართებით

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს კაპიტალის ბაზრის ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან ნაწილს, სადაც ხდება ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და მათი საშუალებით ვაჭრობა. აღნიშნული ბაზარი უზრუნველყოფს სახელმწიფოს, ფიზიკური და იურიდიული პირების ფულადი დანაზოგების აკუმულირებას და მათი საშუალებით ორივე მხარისთვის მომგებიანი ოპერაციების განხორციელებას. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ავსებს საბანკო საკრედიტო სისტემას, განსხვავებულ საშუალებებს სთავაზობს მომხმარებლებს და პირდაპირ კონკურენციას უწევს საბანკო სექტორს. ბანკების როლი და მათი ჩართულობის ხარისხი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განსხვავებულია ქვეყნების მიხედვით. საქართველოს მსგავსი ქვეყნები, სადაც კომერციულ ბანკებს კანონმდებლობით დიდი უფლებები აქვთ, მათთვის ნებადართულია განახორციელონ ფასიანი ქაღალდებით ყველა სახის ოპერაცია. ასეთ დროს ბანკები გვევლინებიან შუამავლის, ემიტენტისა და ინვესტორების როლში. ზემოთ აღნიშნული თითოეული საქმიანობა განსხვავებულია თავისი სპეციფიკიდან გამომდინარე და მოიცავს სხვადასხვა სახის ოპერაციებს, რომლებიც შეიძლება დავყოთ ოთხ ძირითად ჯგუფად, ესენია:

1. ფასიანი ქაღალდების გამოშვება.
2. საინვესტიციო პროექტების განხორციელება.
3. პროფესიული საქმიანობა.

4. ტრადიციული საბანკო ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია საბანკო მომსახურებასთან.<sup>1</sup>

რაც შეეხება ფასიან ქაღალდებს, მათი წარმოშობა დაკავშირებულია სასაქონლო-ფულადი ურთიერთობების განვითარებასთან. ფასიანი ქაღალდი წარმოადგენს დოკუმენტს, რომლითაც დასტურდება საკუთრების უფლება ან სასესხო ვალდებულება დოკუმენტის გამომშვებ სუბიექტსა და მის მფლობელს შორის. ფასიან ქაღალდებს უშვებს სამეურნეო სუბიექტი, რომელსაც ემიტენტი ეწოდება. მისი შემდგომი შემთხვევაში ინვესტორი იძენს უფლებას მიიღოს შემოსავალი მის მიერ დაბანდებული სახსრებიდან. ეს იმას ნიშნავს, რომ სახეზეა საკრედიტო ურთიერთობა. ემიტენტი გამოდის როგორც მსესხებელი, რადგან უშვებს ფასიან ქაღალდებს და ამის სანაცვლოდ იღებს ფულს და ვალდებულებას ვადის გასვლის შემდეგ დააბრუნოს თანხა მთლიანად სარგებელთან ერთად. ხოლო ინვესტორი ვადის ბოლოს იღებს დამატებით შემოსავალს მის მიერ დაბანდებულ თანხაზე. ფასიანი ქაღალდი შესაძლებელია არსებობდეს როგორც დოკუმენტის ფორმით, ე.ი მატერიალიზებული სახით, ასევე ვირტუალურად - საანგარიშსწორებო დოკუმენტში ჩაწერილი, ე.ი დემატერიალიზებული სახით.

არსებობს ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა სახეობა, რომლებთაც სპეციფიკური მახასიათებლები გააჩნიათ და მაქსიმალურად მორგებულნი არიან ფინანსური ბაზრის მონაწილეებს. ფინანსური ინსტრუმენტები მოიცავს:

1. აქციები - ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომლითაც დაყოფილია სააქციო საზოგადოების კაპიტალი და მის მფლობელს უდასტურებს კონკრეტული სააქციო საზოგადოების წილის ფლობას და მასზე ხდება დივიდენდის დარიცხვა.
2. ობლიგაციები - ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომლის მფლობელსაც უდასტურებს ფულადი სახსრების შეტანას, ხოლო ემიტენტს ვალდებულებას, სადაც აღნიშნულია ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულება, ვადა და საპროცენტო გნაკვეთი.

---

<sup>1</sup> შონია, ნ., გუგეშაშვილი, თ., ღავთაძე, გ. (2004). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

3. დეპოზიტური (შემნახველი) სერთიფიკატები - იგი წარმოადგენს წერილობით მოწმობას, რომ ბანკის მიერ მოხდა ფულადი სახსრების დეპონირება, რომელიც დეპოზიტზე და მასზე დარიცხული პროცენტის მიღებაზე მეანაბრის დამადასტურებელი დოკუმენტიცაა.
4. დერივატივები - წარმოებული ფასიანი ქაღალდები, მათ მფლობელს შეუძლია თავი დაიზღვიოს ბაზარზე მომხდარი არასასურველი რყევებისგან. მათ მიეკუთვნება: ოფციონები, ფიუჩერული კონტრაქტები, ფორვარდული კონტრაქტები, სვოპები და სხვები.
5. სახელმწიფო და მუნიციპალური სასესხო ვალდებულებები - მათ მიეკუთვნება სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები, რომლის მიზანსაც წარმოადგენს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელება.
6. თამასუქები - ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც მის გამცემ პირს აკისრებს ვალდებულებას გადაიხადოს თამასუქში ნაჩვენები თანხა და პროცენტი პირობებით გათვალისწინებულ ვადებში.
7. ჩეკები - ეს არის ფასიანი ქაღალდი, რომლითაც ჩეკის გამცემი წერილობით დავალებას აძლევს მის მომსახურე საბაკო დაწესებულებას გაანაღდოს ჩეკში მითითებული თანხა.<sup>2</sup>

ფასიანი ქაღალდების ბაზარს გააჩნია ფუნქციონირების მექანიზმი, რაც გულისხმობს იმას, რომ აღნიშნულ ბაზარზე მოთხოვნის ფორმირებას ახდენენ ინვესტორები, მათ საფუძველს წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების შეძენაში ჩადებული კაპიტალიდან შემოსავლის მიღება, რაც გამოიხატება პროცენტისა და დივიდენდის სახით, ასევე ფასიანი ქაღალდის ღირებულების ზრდით. რაც შეეხება მიწოდებას, მის ფორმირებას ახდენენ ემიტენტები, ამის საფუძველს წარმოადგენს რეალური განვითარების მოთხოვნილება, რათა ემიტენტმა შეძლოს საკუთარი საქმიანობის ზრდა მომავალში უფრო დიდი მოგების მიღების მიზნით, ამასთანვე აღნიშნული პროექტების დაფინანსება ვერ ხერხდება შიდა წყაროს გამოყენებით, ამიტომ საჭიროა ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რათა მოხდეს ფულადი რესურსების მოზიდვა. ასე რომ, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნასა და მიწოდებას ინვესტორებისა და ემიტენტების ეკონომიკური ინტერესები განსაზღვრავს. გარიგების დადება ხდება

---

<sup>2</sup> შონია, ნ., გუგუშაშვილი, თ., ლავთაძე, გ. (2004). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

იმგვარად, რომ ეს თითოეული მხარისთვის მომგებიანი იყოს. და აღნიშნული შეთანხმება მძიმე ტვირთად არ დააწვეს რომელიმე მხარეს. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორია ინვესტიციების მოზიდვისათვის.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებასთან და საერთოდ საზოგადოების ცხოვრების დონის ამაღლებასთან. ისეთი განვითარებადი ქვეყნისთვის, როგორც საქართველოა ყველაზე მნიშვნელოვანია უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის ყველაზე მიღებული და საუკეთესო გზაა ფასიან ქაღალდების გამოყენება, ამისათვის კი საჭიროა გამართული საფონდო ბირჟის არსებობა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს საბანკო სექსის კონკურენტ და განსხვავებულ წყაროს. იგი ხელს უწყობს არსებული დანაზოგების ეფექტურად განაწილებას და კომპანიებისთვის ფინანსური რესურსების მოზიდვის განსხვავებულ წყაროს წარმოადგენს. სადაც კომპანიებს შესაძლებლობა აქვთ საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით დააფინანსონ საკუთარი აქტივობები. კაპიტალის მოზიდვა შეგვიძლია არა მხოლოდ სექსის ადებით, არამედ ფასიანი ქაღალდების გამოშვებითაც, რაც გაცილებით იაფი ჯდება. ბაზარზე ფასი ყალიბდება კომპანიის მდგომარეობის მიხედვით, თუ მას აქვს წარმატებული ბიზნეს მოდელი აქციების ფასი იზრდება, წინააღმდეგ შემთხვევაში იკლებს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით შესაძლებელია დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მიწოდება იმ სუბიექტებისათვის ვისაც ესაჭიროებათ იგი, ხოლო გარიგების პირობები ორივე მხარისათვის სასარგებლო იქნება. ამ ინსტრუმენტით ხდება ფულადი სახსრების მიმოქცევის რეგულირება, ასევე ფინანსური რისკების გადანაწილება.

საქართველოში არსებული ასეთი მძიმე მდგომარეობის გამო, ყველაზე მსხვილი და წარმატებული ქართული კომპანიები იძულებულნი არიან მსოფლიოს სხვადასხვა საფონდო ბირჟაზე გაიტანონ საკუთარი ფასიანი ქაღალდები, რაც რატემაუნდა უარყოფითად იმოქმედებს საქართველოს ეკონომიკაზე, ხოლო იმ ქვეყანაში სადაც

მოხდება ფასიანი ქაღალდების გატანა დადებითად აისახება და გაზრდის საფონდო ბაზარზე მიწოდებას.<sup>3</sup>

## 1.2 ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში და მიმდინარე ტენდენციების ანალიზი

მას შემდეგ რაც დაიშალა საბჭოთა კავშირი და მის შემადგენლობაში არსებულმა სახელმწიფოებმა მოიპოვეს დამოუკიდებლობა, საჭირო გახდა შეექმნათ დამოუკიდებელი ფინანსური სისტემა. საქართველოშიდაც დაიწყო მსგავსი პროცესები და დღის წესრიგში დადგა საფონდო ინდუსტრიის ჩამოყალიბების აუცილებლობა. აღსანიშნავია, რომ საფონდო ბირჟის შექმნას პირველი ქართული რესპუბლიკის მესვეურებიც ცდილობდნენ, მაგრამ იმ დროს საკმაოდ სუსტი ეკონომიკური სისტემა არსებობდა, ასევე მძიმე იყო პოლიტიკური ვითარება, ამიტომ იდეა იდეად დარჩა. ფასიანი ქაღალდების ბირჟის ჩამოყალიბება და განვითარება საქართველოში მე-20 საუკუნის 90-იანი წლებიდან დაიწყო. ამ პერიოდში გამოყოფენ სხვადასხვა ეტაპებს, პირველი ეტაპი დაკავშირებულია კერძო საკუთრების გაჩენასთან, რომელიც 1991-93 წლების პერიოდს მოიცავს. ამ პერიოდში ჩამოყალიბდა საქართველოში პირველი ბირჟა - „კავკასიის ბირჟა“, რომელიც პირველი იყო ყოფილი საბჭოთა კავშირის ქვეყნებში რუსეთის ორი სასაქონლო-სანედლეულო ბირჟის შემდეგ. ამ დროს განვითარებული მოვლენებიდან ცხადად სჩანს, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარის არსებობა ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორია ეკონომიკის განვითარებისთვის, რადგან ჩამოყალიბება დაიწყო ორგანიზაციებმა, რომლებიც ცდილობდნენ საფონდო ბირჟის სტატუსი მიეღოთ და იმ პერიოდში ისეთი ორგანიზაციების რაოდენობამ, რომლებიც თავს ბირჟას უწოდებდა 20-ს გადააჭარბა. საქართველოს მასშტაბებიდან გამომდინარე ასეთი რაოდენობის ბირჟების არსებობა ნამდვილად გაუმართლებელი იყო, მაგრამ ეს ყველაფერი გამოწვეული იყო იმ პერიოდში საკანონმდებლო ბაზის არარსებობით. ბირჟებთან ერთად იზრდებოდა საბროკერო ფირმების რაოდენობაც, რამაც გამოიწვია კონკურენციის გაძლიერება და საბროკერო გასადასახადის შემცირება. ყოველივე ეს შეუძლებელს ხდიდა მოგების მიღებას, ამიტომ მათი უმრავლესობა ჩამოშორდა საფონდო საქმიანობას.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> ასლანიშვილი, დ., და ბარბაქაძე, ხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.

<sup>4</sup> ასლანიშვილი, დ., და ბარბაქაძე, ხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.

მეორე ეტაპი უკავშირდება პრივატიზაციის პროცესის დაწყებასა და პირველი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ნიშნების ჩამოყალიბებას საქართველოში, რომელიც მოიცავს 1994-96 წლების პერიოდს. ამ პერიოდში მსოფლიო ბანკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის დახმარებით ხდება ინფლაციის ტემპების შეჩერება, კუპონის გაუქმება და ახალი ქართული ვალუტის - ლარის შემოღება. ასევე ხდება პირველად სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება. ამავე პერიოდში იწყება შესაბამისი საკანონმდებლო ბაზების შექმნა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოთხოვნების განსაზღვრა.<sup>5</sup>

მესამე ეტაპი იწყება 1999 წლიდან, როდესაც აშშ საერთაშორისო განვითარების სააგენტოს (USAID) ხელშეწყობით ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მცოდნე საუკეთესო ექსპერტები აშშ-დან გვეხმარებიან ამ დარგის საფუძვლების ჩამოყალიბებაში და ამავე პერიოდში ვიღებთ კანონს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“. ექსპერტების მიერ მკაფიოდ იქნა განსაზღვრული, რომ საბჭოთა რეჟიმიდან ახლადგამოსულ ქვეყანაში, სადაც მძიმე ეკონომიკური მდგომარეობაა, საჭიროა ფინანსური ბაზრის კონკურენტი და ალტერნატიული მექანიზმები დამოუკიდებლად ვითარდებოდეს. ამერიკელმა ექსპერტებმა თითოეული ფაქტორი კარგად გააცნობიერეს და ის გარემოება, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი დამოუკიდებლად უნდა ვითარდებოდეს სრულად გაითვალისწინეს (მიუხედავად ეროვნული ბანკისა და კომერციული ბანკების წინააღმდეგობისა) „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონში, რომელიც 1998 წელს დაამტკიცა საქართველოს პარლამენტმა, ამასთან ერთად უნდა აღინიშნოს, რომ ეს იყო ერთ-ერთი საუკეთესო ნაბიჯი, რომელიც გადაიდგა პოსტ-კომუნისტურ ქვეყნებში ეკონომიკის განვითარების მხრივ. ამ კანონის მიხედვით, ფასიანი ქაღალდების საბაზრო სექტორი გამიჯნულ იქნა მისი უშუალო კონკურენტის - საბანკო სფეროსგან, რადგან ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, როგორც ახლადშექმნილ მექანიზმს ჰქონდა დამოუკიდებლად განვითარების რეალური შესაძლებლობა. კონკურენტი სფეროების გამიჯვნა გამოხატული იყო სხვადასხვა დეტალებში: ბანკებს არ ჰქონდათ საშუალება უშუალოდ მონაწილეობის მიღების (მხოლოდ შვილობილი საბროკერო კომპანიების გამოყენებით), კანონის მიხედვით არცერთ სუბიექტს არ ჰქონდა საშუალება ყოფილიყო საფონდო ბირჟის

---

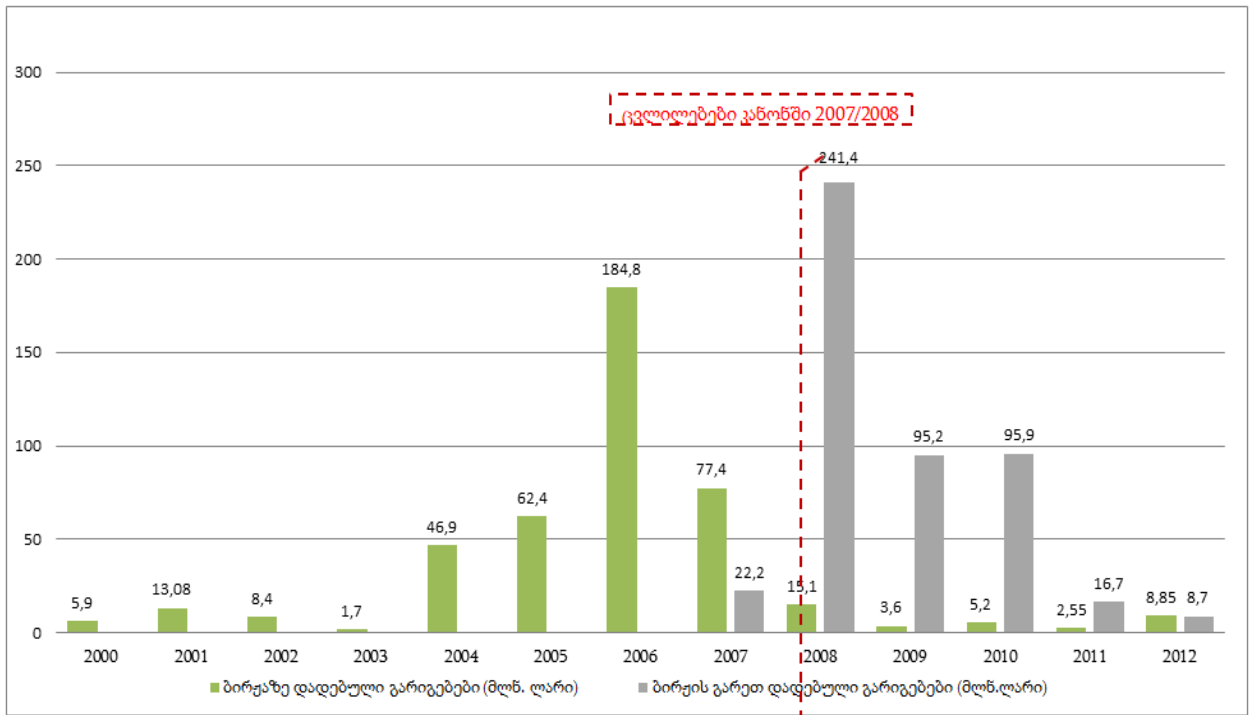
<sup>5</sup> ასლანიშვილი, დ., და ბარბაქაძე, ხ. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.

10%-ზე მეტი წილის მფლობელი, ხოლო მთლიანად საბანკო სექტორს არ ჰქონდა უფლება საფონდო ბირჟის 50%-ზე მეტი წილის ფლობის. ფასიანი ქაღალდების ბაზარსა და მის მონაწილეების ზედამხედველობას უწევდა დამოუკიდებელი რეგულატორი - „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია“, რომელიც წარმოადგენდა კოლეგიალური მართვის ორგანოს და გარდა ბაზრის ზედამხედველობისა, მისი მიზანი იყო ხელი შეეწყოს ამ ინსტიტუტის განვითარებისთვის. ამ კანონმდებლობის მიხედვით 1998-99 წლებში შეიქმნა და ფუნქციონირება დაიწყო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადმა ინფრასტრუქტურამ, როგორცაა: საქართველოს საფონდო ბირჟა, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი, დამოუკიდებელი რეგისტრატორი, ასევე შეიქმნა და ამოქმედდა 40-მდე საბროკერო კომპანია. უკვე 2000 წლის დასაწყისში ოფიციალურად ამოქმედდა საქართველოში პირველი ორგანიზებული საფონდო ბირჟა, რომელიც თანდათან იკრებდა ძალას, ვითარდებოდა და იზრდებოდა ბირჟაზე წარმოდგენილი კომპანიების რაოდენობაც. 2002 წლის მონაცემებით საფონდო ბირჟაზე წარმოდგენილი იყო 282 ქართული სააქციო საზოგადოების აქცია, 2003 წელს ამ მაჩვენებელმა 278-ს მიაღწია, 2004 წელს - 276, 2005 წელს - 253, ხოლო 2006 წელს 242. როგორც მონაცემებიდან სჩანს საფონდო ბირჟა ნელ-ნელა განვითარებას იწყებდა, სულ უფრო იზრდებოდა იმ კომპანიების რიცხვი, რომლებსაც სურდათ ბირჟაზე აქციები გაეტანათ და ამით დაეფინანსებინათ საკუთარი აქტივობები. კომპანიების რაოდენობის ზრდასთან ერთად იზრდებოდა ბირჟაზე დადებული გარიგებების რაოდენობაც და 2007 წელს 2000 წელთან შედარებით მათი რაოდენობა მინიმუმ 10-ჯერ გაიზარდა. ასევე გაიზარდა ფულის ბრუნვაც და დასაწყისთან შედარებით 2007 წელს, ფულის მასის რაოდენობა თითქმის 40-ჯერ გაიზარდა. ეს ყოველივე მიუთითებდა იმას, რომ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ნელ-ნელა ვითარდებოდა და ყალიბდებოდა როგორც ძლიერი კონკურენტი ფინანსურ ბაზარზე. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის გადაგმული ნაბიჯები და მიღწეული შედეგები უყურადღებოდ არ დარჩენილა საერთაშორისო ორგანიზაციების მიერ, ამიტომ ამავე პერიოდში მსოფლიოს საფონდო ბირჟის უმსხვილესმა ოპერატორმა „NASDAQ OMX“-მა საბროკერო კომპანია „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფის“ დახმარებით სურვილი გამოთქვა ეყიდა საქართველოს საფონდო ბირჟის საკონტროლო პაკეტი და განვითარების

მომდევნო ეტაპზე გადაეყვანა აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. ეს იყო შესაძლებლობა საქართველოს საფონდო ბირჟა გამხდარიყო მსოფლიოს ფინანსური სამყაროს ნაწილი და ქართულ კომპანიებს შესაძლებლობა ჰქონდათ გასულიყვნენ საერთაშორისო ბაზარზე. მაგრამ საბანკო სექტორის წარმომადგენლებმა უდიდესი წინააღმდეგობა გაუწიეს „NASDAQ OMX“-ის შემოსვლას, კანონმდებლობაში შეიტანეს დამანგრეველი ცვლილებები და ამით, ერთ მხრივ, უდიდესი ზიანი მიაყენეს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, ხოლო მეორეს მხრივ, ჩაშალეს მსოფლიოს ერთ-ერთი ლიდერი საბირჟო ოპერატორის „NASDAQ OMX“-ის შემოსვლა ქართულ ბაზარზე. ასევე, 2007-08 წლებში ადგილი ჰქონდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კანონმდებლობის შეცვლას, რასაც მოჰყვა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის დანგრევა და დისკრედიტაცია. უფრო ზუსტად, გაუქმდა ბაზრის დამოუკიდებელი რეგულატორი - „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია“ და მისი ზედამხედველი გახდა „საქართველოს ეროვნული ბანკი“, რომლის მთავარი მიზანი ყოველთვის კონკურენტი საბანკო სფეროს განვითარება იყო. ხოლო ამის შემდეგ განვითარებული მოვლენებიდან ცხადად სჩანს, რომ საბანკო სექტორი ფასიანი ქაღალდების ბევრ ინსტიტუტს კონკურენტად აღიქვამს. საბანკო სექტორს მიეცა საშუალება უშუალოდ ჩართულიყო კონკურენტ საქმიანობაში. მოხდა შეზღუდვების გაუქმება საფონდო ბირჟის მესაკუთრეობასთან დაკავშირებით და ბანკებს მიეცათ საშუალება სრულიად დაპატრონებოდნენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას. გარდა ამისა, თუ ამ დრომდე ბირჟაზე არსებულ ფასიან ქაღალდებზე გარიგებები უნდა დადებულიყო აუცილებლად გამჭვირვალე და კონკურენტულ გარემოში, ცვლილების შემდეგ ეს პირობა აუცილებელი აღარ იყო. კანონში ცვლილების შემდეგ გაქრა ჩანაწერი „მხოლოდ საფონდო ბირჟაზე“. ამის გამო გარიგებათა 90%-ზე მეტმა ბირჟის გარეთ, არაკონკურენტულ და გაუმჭირვალე გარემოში გადაინაცვლა. ყოველივე ამის შედეგად ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ ყველა ინფორმაცია გახდა ნაკლებად სანდო და ხელოვნური. ამ ყოველივეს იმ პერიოდში მომხდარი ფაქტებიც ადასტურებს, რადგან ბირჟისთვის მიწოდებული ინფორმაციის მიხედვით, ხშირად ერთი და იგივე ფასიან ქაღალდზე ფასები ყოველ წამში იცვლებოდა. (ნახ. 1)<sup>6</sup>

<sup>6</sup> ლოლაძე, გ. (2015). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში - პრობლემები, გამოწვევები და პერსპექტივები, თბილისი. <https://idfi.ge/ge/securities-market-georgia>





ნახ. 1. საქართველოს საფონდო ბირჟაზე და მის გარეთ დადებული გარიგებები

2007-2008 წლებში მომხდარი ცვლილებების შემდეგ საფონდო ბირჟაზე აქტივობა მინიმუმამდე დაეცა. 2008 წელთან შედარებით, როდესაც საფონდო ბირჟაზე აქტივობამ პიკს მიაღწია დღევანდელი მონაცემები მნიშვნელოვნად დაბალია. საკანონმდებლო ბაზის ცვლილების შემდეგ საფონდო ბირჟის მნიშვნელობა ყოველწლიურად მცირდება. პარალელურად, მისი ადგილი ე.წ. „რუხმა“ ბაზარმა დაიკავა, სადაც ყოველგვარი რეგულაციების გარეშე ხდება გარიგებების დადება, რაც უარყოფით ზემოქმედებას ახდენს ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაზე. ასეთ პირობებში შეუძლებელია რაიმე წესების არსებობაზე საუბარი, ხდება ფასიან ქაღალდებზე ფასების უეცარი და ხშირი ცვლილებები, ხშირია თაღლითობის შემთხვევები და არარსებული კომპანიის მიერ ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა. ასევე ერთეულ აქციაზე რაც შეიძლება დიდი ფასის შეთავაზება მყიდველის მოტყუების მიზნით. ყოველივე ეს საფრთხეს უქმნის ფინანსურ სისტემას.

ამიტომ, საჭიროა ისტორიული გამოცდილების გაანალიზება და ამის საფუძველზე ჯანსაღი, კონკურენტული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა, რაც ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების საწინდარია.

თუმცა, ბოლო წლებში შეიმჩნევა აქტივობების ზრდა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ბოლო 5 წლის მანძილზე კორპორაციული და ადგილობრივი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ზომა 15-ჯერ გაიზარდა, რაც წლიურად 69 და 31 პროცენტთან ზრდას წარმოადგენს. სავარაუდოა ისიც, რომ კაპიტალის ბაზრის კიდევ უფრო ზრდას

საპენსიო რეფორმაც შეუწყობს ხელს, რომელიც გრძელვადიანი დაფინანსების მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს წარმოადგენს. ასევე, ზრდის ხელშემწყობი ფაქტორია საკანონმდებლო და მარეგულირებელი ბაზის განახლება, რომელსაც საქართველოს მთავრობა და ეროვნული ბანკი ერთად ანხორციელებენ.

აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ უკვე საპენსიო ფონდის მიერ მოხდა მათ ხელთ არსებული ფულადი სახსრების ფასიან ქაღალდებში დაბანდება. დღეს არსებული მდგომარეობით მთლიანი საპენსიო აქტივები შეადგენს 780 მლნ ლარს, საიდანაც 651 მლნ ლარი ანუ მთლიანი თანხის 84% განთავსებულია კომერციულ ბანკებში სასერთიფიკაციო დეპოზიტებში, რომლის წლიური ნომინალური განაკვეთი 14,7%-ია, ხოლო დანარჩენი 128 მლნ ლარი დაბანდებულია კომერციული ბანკების სარგებლიან ანგარიშებზე წლიური განაკვეთით - 9,8%. ყოველივე ეს კიდევ უფრო შეუწყობს ხელს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას და აამაღლებს ნდობის ხარისხს სხვა რეზიდენტების თვალში.<sup>7</sup>

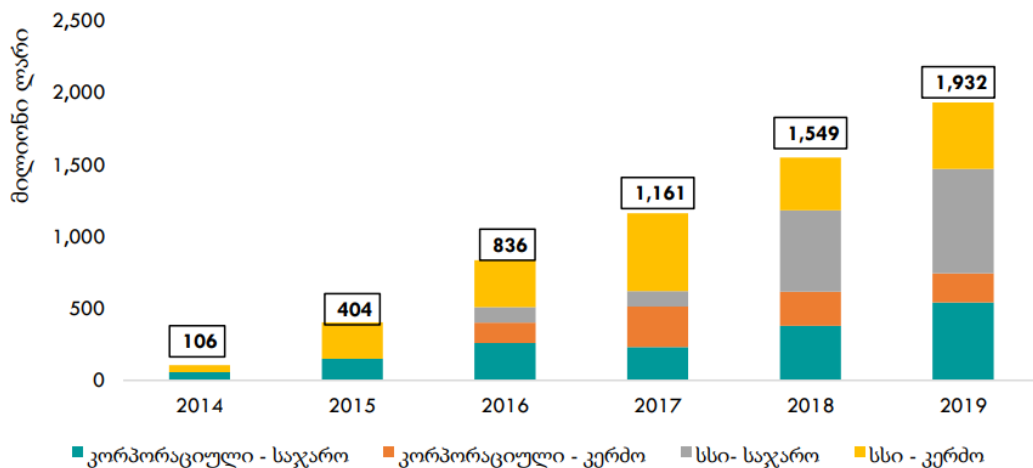
2019 წელს კომერციული ობლიგაციების ბაზარი 25%-ით გაიზარდა წინა წელთან შედარებით და მთლიანი შიდა პროდუქტის 4.02% შეადგინა. გამოშვებული კომერციული ობლიგაციების 60%-ზე მეტს ფინანსური ინსტიტუტების მიერ ლარით დენომინირებული ობლიგაციები შეადგენს. ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარებაში დაკმაოდ დიდი როლი შეასრულა სახაზინო ობლიგაციებმა, რომლის მოცულობამაც მთლიანი შიდა პროდუქტის 7.8% შეადგინა.(ნახ. 2)<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> საპენსიო სააგენტო. (2020). <https://www.pensions.ge/public-information/news/total-interest-accrued-on-pension-assets-is-50-million-gel>

<sup>8</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2019). წლიური ანგარიში. [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual\\_report\\_2019\\_num.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual_report_2019_num.pdf)

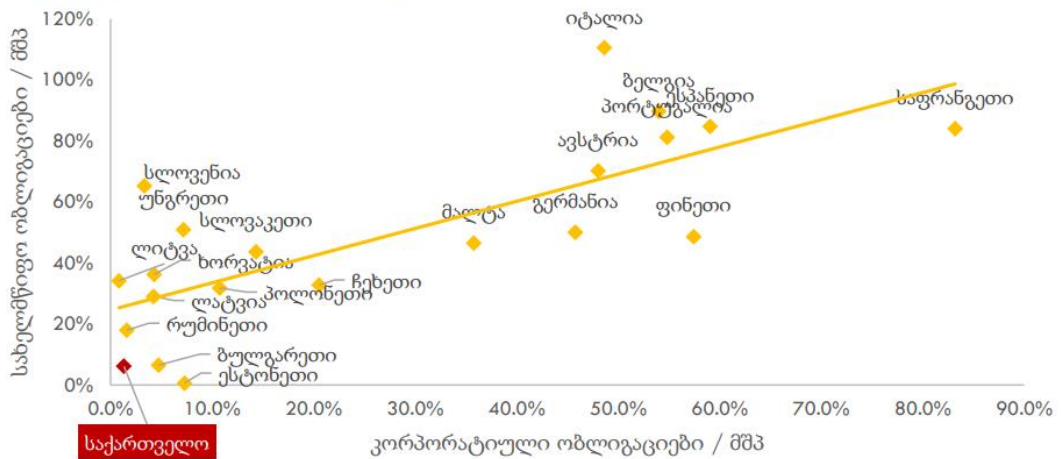
დიაგრამა 2 კომერციული ობლიგაციების ნაშთები პერიოდის ბოლოს (2014-2019)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი; Bloomberg.

მაგრამ აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ სახაზინო და კორპორაციული სავალო ფასიანი ქაღალდების მოცულობა მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებით საკმაოდ დაბალია და მნიშვნელოვნად ჩამორჩება განვითარებული ქვეყნების მაჩვენებელს. (ნახ. 3)

დიაგრამა 3 სახაზინო და კორპორაციული სავალო ფასიანი ქაღალდები შერჩეულ ევროპის ქვეყნებში მშპ-სთან მიმართებით

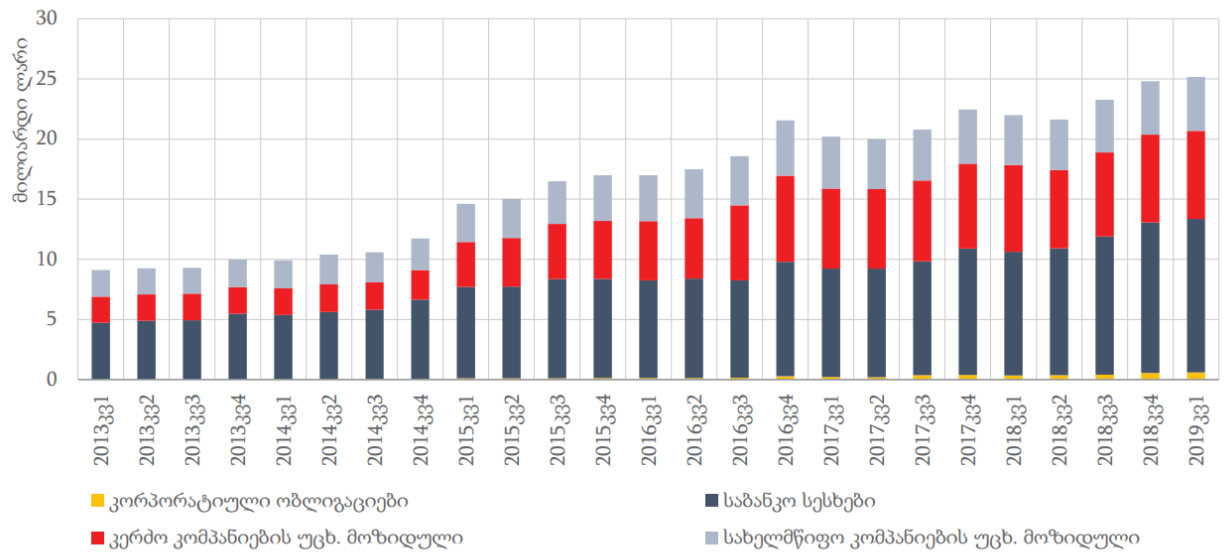


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი; შესაბამისი ქვეყნების საზედამხედველო ორგანოები და საფონდო ბირჟები.

ბოლო პერიოდში გაზრდილია კომპანიების დამოკიდებულება უცხოურ მოზიდულ რესურსებზე. მართალია მათი უმრავლესობა ხერსაყრელი პირობებით გაცემული კომპანიათაშორისი სესხებია, მაგრამ აღსანიშნავია საგარეო რესურსების ხელმისაწვდომობა. მოუხედავად ამისა კომპანიების მიერ მოზიდული სახსრების მნიშვნელოვან წყაროდ მაინც საბანკო დაფინანსება რჩება. ხოლო კორპორატიული

ობლიგაციების ბაზარი კვლავ დაბალი აქტივობით გამოიჩევა, განვითარების საწყის ეტაპზეა და კომპანიების მოზიდულ სახსრებში გამოშვებული სავალო ფასიანი ქაღალდების ხვედრითი წილი საკმაოდ მცირეა. თუმცა, როგორც აღვნიშნე ობლიგაციების ადგილობრივი ბაზარი ნელ-ნელა ვითარდება და მომავალში ფინანსური რესურსების მოზიდვის კიდევ უფრო მნიშვნელოვან წყაროდ უნდა ჩამოყალიბდეს. (ნახ. 4)

დიაგრამა 4 კომპანიების ვალის შედგენილობა



წყარო: სებ.

ამჟამად ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე დაწყებული ძვრები, არსებული პრაქტიკა და ინფრასტრუქტურა გააქტიურების კარგ საფუძველს იძლევა მეორადი ბაზრისათვის, ყოველივე ამის შედეგი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ლიკვიდურობის ზრდა უნდა იყოს.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2019). ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში. [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/finstability/finstability\\_2019\\_geo\\_publish.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/finstability/finstability_2019_geo_publish.pdf)

## თავი 2. საქართველოს ფინანსური ბაზრის სტრუქტურა

### 2.1. ფინანსური ბაზრის განვითარების დონე: ხელშემწყობი და ხელისშემშლელი ფაქტორები

ფინანსური ბაზარი აერთიანებს საბაზრო ინსტიტუტებს, რომელთა საშუალებითაც შესაძლებელია ფულადი სახსრების ნაკადების მოძრაობა მესაკუთრეებიდან მსესხებლებსკენ. ამასთან ერთად ფინანსური ბაზარი უზრუნველყოფს ფულადი სახსრების გადადინებას იმ სუბიექტებისაგან, რომელთაც იგი ჭარბათ აქვთ იმ პირებისკენ, რომლებიც განიცდიან აღნიშნული სახსრების არარსებობას ან ნაკლებობას. ფინანსური ბაზარი წარმოგვიდგება როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრად, ასევე საბანკო სესხების ბაზრად. აქციებისა და ობლიგაციების ბაზარი უდიდეს როლს თამაშობს ფულადი სახსრების იმ ეკონომიური სუბიექტების ხელიდან, რომელთაც მათი გამოყენების უნარი არ გააჩნიათ, გადაანაწილონ იმათ ხელში, ვინც ეფექტურად გამოიყენებს მათ. რაც საბოლოო ჯამში ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების ერთ-ერთი უმთავრესი ინდიკატორია.

ფინანსური ბაზრის სტრუქტურა მრავალფეროვანია, ჩვენ შეგვიძლია ფინანსური ბაზარი დავყოთ ორ ნაწილად: ფულად და კაპიტალის ბაზრებად. ფულადი ბაზრები მოიცავს მოკლევადიან, ლიკვიდურ და დაბალრისკიან ფასიან ქაღალდებს, ხოლო კაპიტალის ბაზრები შედგება გრძელვადიანი სავალო ვალდებულებებისაგან. ისინი მოიცავს შემდეგ სეგმენტების:<sup>10</sup>

- აქციების ბაზარი
- ობლიგაციების ბაზარი
- პირველადი ბაზარი
- მეორადი ბაზარი
- ფულადი ბაზარი
- კაპიტალის ბაზარი
- საფონდო და არასაბირჟო ბაზარი
- სავალუტო ბაზარი

<sup>10</sup> ზვი ბოდი, ალექს კეინი, ალან მარკუსი. (2014). ინვესტიციები - მეთაუ გამოცემა.

განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ამჟამად არსებობს ფასიანი ქაღალდების სამი ბაზარი: პირველადი ანუ არასაბირჟო ბაზარი, მეორადი ანუ საფონდო ბაზარი და ბირჟის გარეშე ბაზარი. პირველად ბაზარზე ხდება ახლად გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების განთავსება, რომელთა ემიტენტები არიან როგორც კომპანიები, ასევე სახელმწიფო ორგანოები. გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებს შეისყიდიან ინდივიდუალური და საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, რომელთაგანაც გამოსარჩევია სახელმწიფოთა და კორპორაციათა საპენსიო ფონდები, საინვესტიციო ფონდები, კომერციული ბანკები, სადაზღვევო კომპანიები და სხვა მნიშვნელოვანი ინსტიტუტები. ფასიანი ქაღალდები შესაძლოა განთავსდეს ემიტენტების ინვესტორებთან პირდაპირ დაკავშირებით და შუამავლების მეშვეობით, რომლებიც საკუთარი რესურსებით ცდილობენ ფასიანი ქაღალდების რეალიზებას. ამ შემთხვევაში ანდერრაიტერი მთლიანად შეისყიდის ფასიან ქაღალდებს ფასდაკლებით, თავის თავზე იღებს რეალიზაციასთან დაკავშირებულ რისკებს და შემდგომ ცდილობს მათი გაყიდვას. ასევე, არსებობს ალტერნატიული მეთოდიც, რომლის დროსაც საინვესტიციო ბანკი არ იღებს საკუთარ თავზე რეალიზაციასთან დაკავშირებულ რისკებს და ყიდის იმდენ ფასიან ქაღალდს, რამდენსაც ბაზარი აითვისებს, ამ მიდგომას ეწოდება საუკეთესოს ძალისხმევის პრინციპი (Best Effort).<sup>11</sup>

დღევანდელი მსოფლიოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე უდიდესი ფირმები არიან დაკავებულნი საშუამავლო საქმიანობით და სწორედ ისინი განსაზღვრავენ თანამედროვე საინვესტიციო ბიზნესს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. მთავარ ფიგურებს წარმოადგენენ ფართო მასშტაბის მქონე ფირმები, რომლებიც ახდენენ თავის საქმიანობაში დილერული და ბროკერული ოპერაციების გაერთიანებას. ინვესტორის სჭირდება კონსულტაცია და რჩევა-დარიგებების მიღება, რადგან თავად არ შეუძლია განსაზღვროს რომელ ფასიან ქაღალდებში მოახდინოს თანხის დაბანდება და რომელში არა. ამიტომ მას სჭირდება გამოცდილი ადამიანი, რომელსაც კარგად ესმის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სპეციფიკური მახასიათებლები და შეუძლია რჩევის მიცემა. ამისათვის საჭიროა შუამავალმა შეისწავლოს ინვესტორის ფსიქოლოგია, განსაზღვროს მისი მოთხოვნილებები და ამის შემდეგ დაეხმაროს მას მისთვის შესაფერისი ფასიანი ქაღალდის არჩევაში. ამ

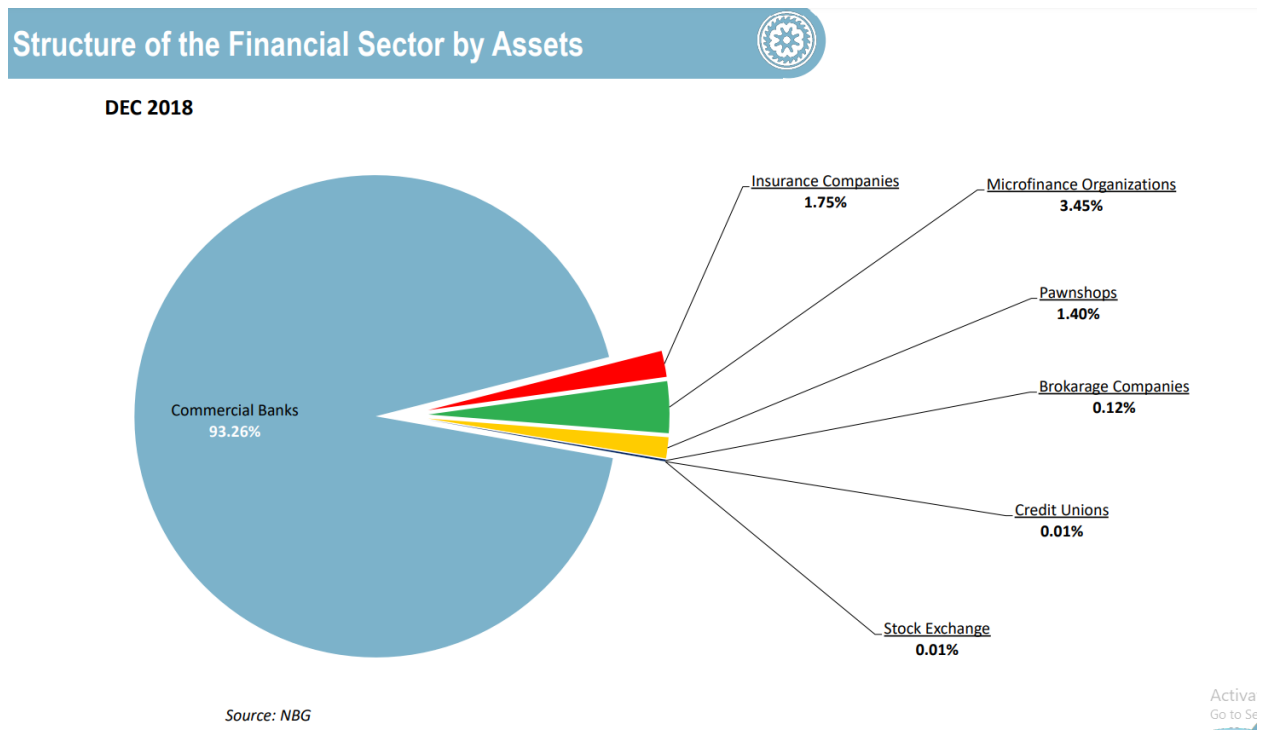
---

<sup>11</sup> ინგოროყვა, ა., ცაავა, გ. (2011). ფინანსური მენეჯმენტი.

დროს დიდი მნიშვნელობა ენიჭება რისკების გათვალისწინებას, რადგან საკმაოდ დიდი შანსია გაუაზრებელი გადაწყვეტილების მიღების შედეგად მთლიანად დავკარგოთ არა მარტო შემოსავალი, არამედ თვით განხორციელებული ინვესტიციაც.

ასე, რომ ფინანსური ბაზრები უმნიშვნელოვანეს როლს თამაშობენ ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაში, კონკურენციის გაძლიერებასა და ცხოვრების დონის ამაღლებაში.

რაც შეეხება საქართველოს ფინანსურ სექტორს, დღეს არსებული მდგომარეობით უდიდესი ნაწილი ბანკებს უჭირავთ. ხოლო კაპიტალის ბაზრების როლის ძალიან მცირეა. (ნახ. 5)<sup>12</sup>



ამჟამად არსებული მდგომარეობით საქართველოს ფინანსურ ბაზარზე არსებობს და განვითარების გარკვეულ დონემდეა ასული სავალუტო სპოტ, ბანკთაშორისი ფულადი(სესხები და დეპოზიტები), ბანკთაშორისი მეორადი და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.

<sup>12</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). მაკროეკონომიკური მიმოხილვა.  
[https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/pres/2020/master\\_presentation\\_for\\_web\\_07.05.2020\\_2.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/pres/2020/master_presentation_for_web_07.05.2020_2.pdf)

სავალუტო სპოტ ბაზარს ახასიათებს მცირე მოცულობა, მაგრამ მიუხედავად ამისა საკმაოდ ლიკვიდურია. ამიტომ ნებისმიერ ფიზიკურსა თუ იურიდიულ პირს საშუალება აქვთ შეფერხების გარეშე მოახდინონ ვალუტის კურსით გაცვლითი ოპერაციები. მოცემულ ბაზარზე მოქმედებს მცურავი კურსი, რაც გულისხმობს იმას, რომ კურსის წარმოქმნა მთლიანად ეფუძნება საბანკო პრინციპებს. სავალუტო სპოტ ბაზარზე ცენტრალური ბანკის ჩარევა მინიმალურია და იგი მხოლოდ იშვიათი აქტივობებით ხასიათდება, რომლებიც სავალუტო აუქციონის პრინციპს ემყარება, რომელიც არის მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტი და მისი საშუალებით ეროვნული ბანკი ყიდულობს ან ყიდის უცხოურ ვალუტას ბანკთაშორის სავალუტო ბაზარზე. სავალუტო აუქციონის მიზანს წარმოადგენს რეზერვების შევსება, კერძო და სახელმწიფო სალდოს დაბალანსება და მონეტარულ პოლიტიკასთან დაკავშირებული საკითხები. ამასთან ერთად ეროვნულმა ბანკმა 2019 წლიდან აამოქმედა ახალი ინსტრუმენტი - სავალუტო ოფციონები, რომლის ზირითადი მიზანი სავალუტო რეზერვების შევსებაა. სავალუტო ოფციონის მფლობელს ეძლევა უფლება წინასწარ განსაზღვრულ ვადაში განახორციელოს ვალუტის გადაცვლა.

ამასთან ერთად საქართველოს ეროვნული ბანკი ეთანხმება და აღიარებს სავალუტო ბაზრის გლობალური კოდექსის პრინციპებს, რომელიც მომზადდა ანშარიშსწორების საერთაშორისო ბანკის მიერ. ეს კოდექსი აწესებს ერთიან წესებსა და ქცევის პრინციპებს საერთაშორისო მასშტაბით. მის მიზანს წარმოადგენს სავალუტო ბაზრის გამჭვირვალობის ზრდა, ასევე სამართლიანი ქცევის ნორმების ჩამოყალიბება.<sup>13</sup>

ბანკთაშორისი ფულადი ბაზრის დიდი ნაწილი უჭირავს არაუზრუნველყოფილ სესხებსა და დეპოზიტებს, თუმცა ბოლო დროს ფულად ბაზარზე რეპო ოპერაციებიც იკიდებენ ფეხს და მათი მოცულობა მზარდი ტემპით ხასიათდება. ცენტრალური ბანკი ფულად-საკრედიტო ინსტრუმენტებითა და ლიკვიდობის თავისუფალი მიწოდებით მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობას უზრუნველყოფს. ფინანსური ბაზრის ლიკვიდურობა ხელს უწყობს გრძელვადიანი

---

<sup>13</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=736>



ინსტრუმენტების ლიკვიდობას და კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის აუცილებელი ფაქტორია.<sup>14</sup>

ეროვნული ბანკი ბოლო წლებია, რაც აქვეყნებს ფულადი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთების ინდექსებს TIBR, TIBR1M, TIBR3M და TIRB6M რომლითაც შესაძლებელია ბანკთაშორის ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების დინამიკის დაკვირვება და ანალიზი. ასევე, ეროვნული ბანკის მონაწილეობა ფულად ბაზარზე მოიცავს საკუთარი ფასიანი ქაღალდების - სადეპოზიტო სერთიფიკატების გამოშვებას. მათი გამოშვების მიზანს ჭარბი ლიკვიდურობის სტერილიზაცია წარმოადგენს და ეს დაიწყო იმ პირობებში როდესაც არ ხდებოდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება. სადეპოზიტო სერთიფიკატების შექმნა შეუძლიათ მხოლოდ კომერციულ ბანკებს, რადგან მათი ფუნქცია მონეტარული პოლიტიკის მიზნებთანაა დაკავშირებული.<sup>15</sup>

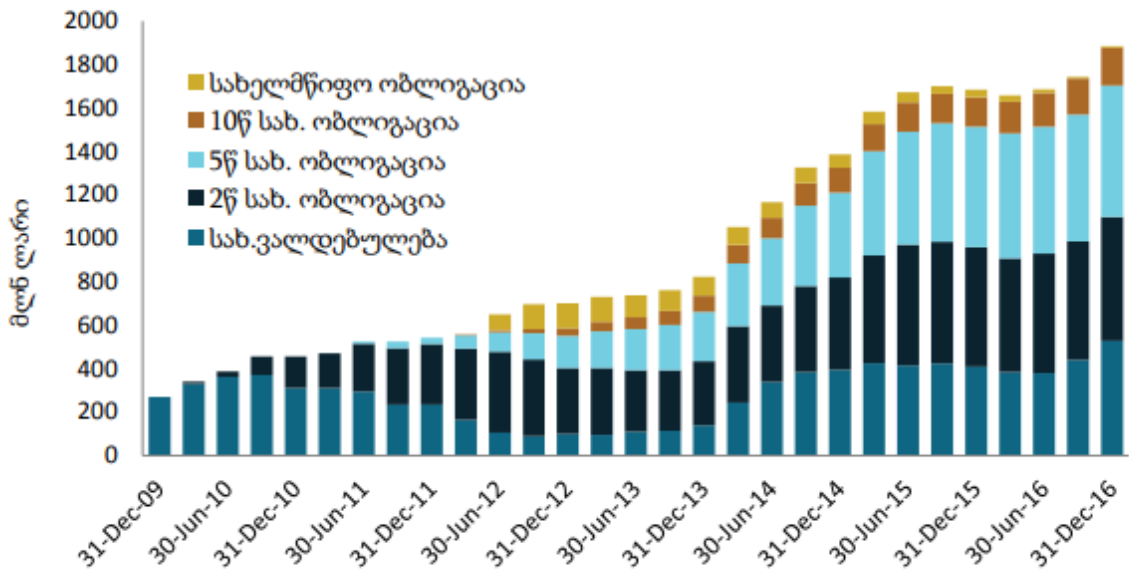
2009 წლიდან საქართველოში არსებობს სტაბილურად მზარდი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. ფასიანი ქაღალდების გამოშვება ხორციელდება რეგულარულად, ეროვნულ ბანკთან შეთანხმებული კალენდრის საფუძველზე. ფინანსთა სამინისტროს მიერ ხდება 1-დან 10 წლამდე ვადის მქონე ფასიანი ქაღალდების გამოშვება. მათ შეეძინება ძირითადად წარმოადგენენ კომერციული ბანკები. ისინი ასევე ეწევიან საშუამავლო ოპერაციებს და მხოლოდ მათი საშუალებით შეუძლიად არასაბანკო ინვესტორებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შექმნა. აღნიშნულ ბაზარზე ასევე მონაწილეობას იღებენ უცხოელი ინვესტორებიც, მათ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შექმნა გლობალური ქასთოდინების ქსელის მეშვეობით შეუძლიათ. დღეისათვის ქართულ ბაზარს ფარავს სამი ქასთოდინი - Statestreet, City და Deutsche Bank. ხოლო 2016 წელს მათ დაემატა საერთაშორისო ცენტრალური დეპოზიტარი - Clearstream.(ნახ. 6)<sup>16</sup>

<sup>14</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016). [http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)

<sup>15</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=544>

<sup>16</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016). [http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)

დიაგრამა 6: სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების დინამიკა (2009-2016)



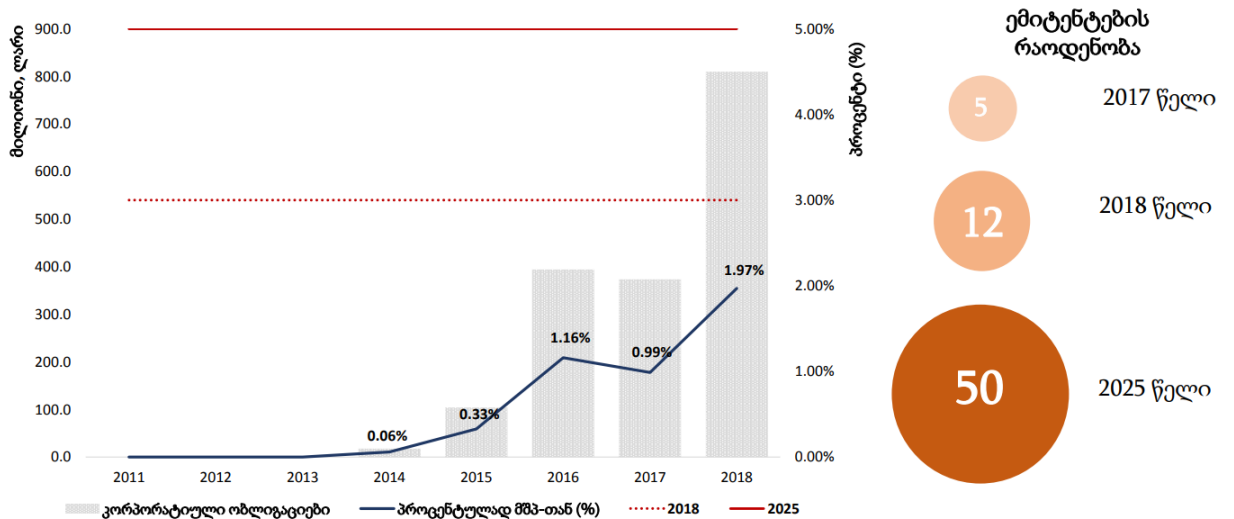
ეროვნულ ბანკში დანერგილია თანამედროვე ინფრასტრუქტურა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისთვის. ვაჭრობა შესაძლებელია „ბლუმბერგის“ ელექტრონულ სისტემაში, ყველა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი დარეგისტრირებულია „ბლუმბერგში“, რაც ნიშნავს იმას, რომ მსოფლიოს ნებისმიერი წერტილიდან, ნებისმიერ ადამიანს შესაძლებლობა აქვს გაეცნოს სრულ ინფორმაციას საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შესახებ და სურვილის შემთხვევაში მოახდინოს ინვესტიციის განხორციელება. ანგარიშწორების GSSS სისტემა, რომელიც დანერგილია ეროვნულ ბანკში სრულიად ინტეგრირებულია „ბლუმბერგთან“. პროცესი არის მთლიანად ავტომატიზებული, რაც გულისხმობს იმას, რომ გარიგების დადებიდან სულ რამდენიმე წუთია საჭირო შესაბამისი ანგარიშწორების დასასრულებლად, ადამიანური რესურსის ჩარევის გარეშე. საჭიროების შემთხვევაში შესაძლებელია ანგარიშწორება განხორციელდეს სხვა გზების მეშვეობითაც. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ არ იბეგრება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები.<sup>17</sup>

პასიურობით გამოირჩევა კორპორატიული ბონდები. ამ სეგმენტში საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებმა 2014 წელს დაიწყეს ლარში დენომინირებული ობლიგაციების გამოშვება, რამაც 248 მლნ. ლარი შეადგინა.

<sup>17</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=596>

ასევე ხდება კორპორატიული ბონდების გამოშვება ადგილობრივი კომპანიების მიერ, მართალია მცირე მოცულობით, მაგრამ ზრდის ტემპი შეინიშნება. თუ 2014 წლამდე საქართველოში გამოშვებული კორპორატიული ბონდების საერთო მოცულობა 8 მლნ. ლარს შეადგენდა. 2014 წელს ეს მაჩვენებელი 53 მლნ., ხოლო 2015 წელს 111 მლნ. იყო. ეს ბაზარი ისევ მზარდი ტემპით გამოირჩევა, ბოლო წლებთან შედარებით დღეს მისი მოცულობა საგრძნობლადაა გაზრდილი და 2018 წლის მონაცემებით 800 მლნ\_ს მიაღწია.(ნახ. 7)<sup>18</sup>

### ბირჟაზე დაშვებული კორპორატიული ბონდების ბაზრის კაპიტალიზაცია



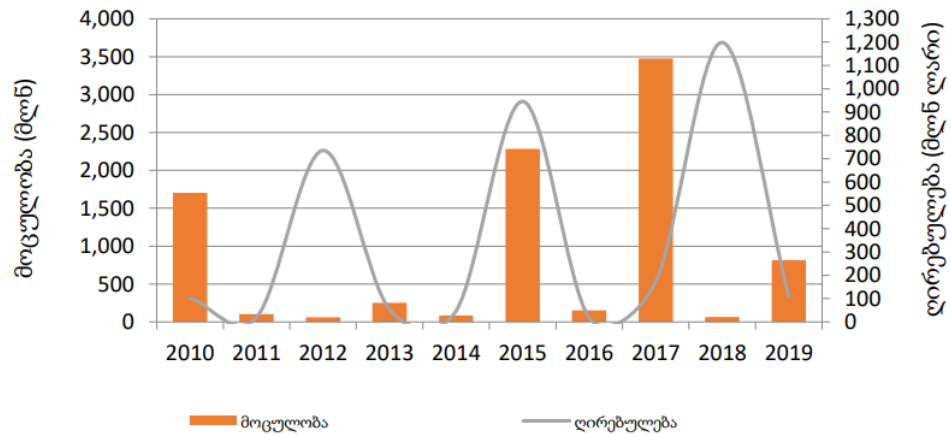
წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა

დაბალი აქტიურობით გამოირჩევა ასევე საფონდო ბაზარი. საფონდო ბირჟაზე 2019 წლის მონაცემებით დაშვებული იყო 35 ემიტენტის ფასიანი ქაღალდი. სავაჭრო სესიებსა და ბირჟაზე დადებულმა გარიგებათა საერთო ღირებულებამ 109.19 მილიონი ლარი შეადგინა, ხოლო ფასიანი ქაღალდების საერთო მოცულობა 815.96 მილიონი იყო. (ნახ. 8)<sup>19</sup>

<sup>18</sup> რეფორმეტრი. კაპიტალის ბაზრის განვითარება. (2019). [https://reformeter.iset-pi.ge/system/reform\\_survey\\_reports/25/ka/Capital\\_report\\_III.pdf](https://reformeter.iset-pi.ge/system/reform_survey_reports/25/ka/Capital_report_III.pdf)

<sup>19</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2019). წლიური ანგარიში. [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual\\_report\\_2019\\_num.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual_report_2019_num.pdf)

დიაგრამა 8 ვაჭრობის ძირითადი მაჩვენებლები (სავაჭრო სესიებზე დადებული და ბირჟაზე დაფიქსირებული გარიგებები) 2010-2019 წწ.



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

განვითარების საკმაოდ დაბალ დონეზეა წარმოებული ინსტრუმენტების ბაზარის. პრაქტიკულად არ ფუნქციონირებს სავალუტო სვოპ, საპროცენტო განაკვეთის სვოპებისა და ოფციონების ბაზრები. ძალიან იშვიათად ხდება ცაკლეული ერთჯერადი გარიგებების დადება, მაგრამ სხვებთან შედარებით ბოლო დროს შეინიშნება სავალუტო ფორვარდული კონტრაქტების მხრივ გააქტიურება, რადგან კომპანიები ცდილობენ თავი დაიცვან სავალუტო კურსის არასასურველი რყევებისაგან.<sup>20</sup>

საქართველოს საფონდო ბირჟამ განვითარების რთული და ხანგძლივი გზა განვლო, საბოლოოდ მიაღწია იმას, რომ 1999 წელს დაფუძნდა როგორც ოფიციალური ინსტიტუტი და 2000 წლის გაზაფხულიდან დაიწყო ფუნქციონირება. ამ ამბებს წინ უძღოდა აღნიშნული საკანონმდებლო ბაზის შექმნა და იმგვარად დახვეწა, რომ მაქსიმალურად მიუახლოვდა საერთაშორისო სტანდარტებს. სწორედ აქედან იწყება საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გამოცოცხლება და სტაბილური ზრდის ტენდენცია. სტატისტიკიდანაც კარგად სჩანს, რომ ბაზარზე ყოველწლიურად იზრდებოდა, როგორც კომპანიათა, ასევე გარიგებებისა და ფულის მასის რაოდენობა. ასეთი შედეგი საქართველოს საფონდო ბირჟამ პირველი მარეგულირებლის - „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის“ ხელში მიაღწია.

<sup>20</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016). [http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)

მარეგულირებელი ყოველთვის ცდილობდა აემადლებინა ბაზრის რეპუტაცია, დაეხვეწა საკანონმდებლო ბაზა და მაქსიმალურად ხელი შეეწყო ბაზრის წევრების დაცულობასთვის და მათ განვითარებისთვის. ყოველივე ამან შედეგი გამოიღო და საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ჩამოყალიბდა როგორც ერთ-ერთი უძლიერესი ინსტიტუტი ფინანსურ სექტორში, რომელიც დიდ კონკურენციას უწევდა სხვა ინსტიტუტებს და მათ შორის ყველაზე ძლიერ საბანკო სექტორს. ამას ადატსურებს მსოფლიოს საფონდო ბირჟის უმსხვილესი ოპერატორის - „NASDAQ OMX“-ის დაინტერესებაც, რომელსაც სურდა შეეძინა საქართველოს საფონდო ბირჟა და განვითარების ახალ ეტაპზე გადაეყვანა იგი. 1999 წლიდან დაწყებული 2008 წლამდე აღნიშნულ ბაზარზე ყველაფერი მიდიოდა იდეალურად. ბირჟა ვითარდებოდა და ეს ხელს უწყობდა ქვეყნის მთლიან ეკონომიკაში ჯანსაღი კონკურენციის გაძლიერებას და მის განვითარებას.<sup>21</sup>

მაგრამ 2008 წელს დაიწყო საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიზანმიმართული განადგურება. საკანონმდებლო ბაზაში მოხდა ძირეული ცვლილებები და ბაზრის მარეგულირებელი გახდა მისი უშუალო კონკურენტი ეროვნული ბანკი და საბანკო სექტორი, რომლის მიზანს ყოველთვის წარმოადგენდა კონკურენტის შევიწროება და მისი ბაზრიდან ჩამოშორება. ცვლილებების შემდეგ ასეც მოხდა, საქართველოს საფონდო ბირჟაზე აქტივობა მინიმუმამდე დაეცა და ბირჟის სადავეები მთლიანად გადავიდა საბანკო სექტორში მომუშავე კომპანიების ხელში. რაც გამოიხატება იმაში, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟის მეწილეები კომერციული ბანკები გახდნენ. კომერციულ ბანკებს გაეზარდათ ფუნქციები და მიიღეს უფლება გამხდარიყვნენ ცენტრალური დეპოზიტარები. ასევე მათ დაიკავეს დამოუკიდებელი ბროკერების ადგილი და დღეს ბაზარზე წარმოდგენილი 10 საბროკერო კომპანია, რომელთა ნაწილი კომერციული ბანკის ფილიალია, ხოლო ნაწილი დამოუკიდებელი, ცვლილებებამდე მათი რიცხვი გაცილებით მეტი იყო. ამას თან ერთვოდა კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი საკითხი, აწ უკვე ახალი მარეგულირებელი - „საქართველოს ეროვნული ბანკი“ საბროკერო კომპანიებისთვის ზრდის საწესდებო კაპიტალის მინიმალურ მოთხოვნას, ასევე უქმდება სამი ტიპის ლიცენზია და რჩება მხოლოდ ერთი - გენერალურ ლიცენზია, რომლის

<sup>21</sup> ლოლაძე, გ. (2015). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში - პრობლემები, გამოწვევები და პერსპექტივები, თბილისი. <https://idfi.ge/ge/securities-market-georgia>

დაკმაყოფილება მხოლოდ კომერციულ ბანკებს ან მათი დაქვემდებარების ქვეშ მყოფ ფილიალებს შეუძლიათ. საბროკერო კომპანიებს ახალი კანონმდებლობით მოეთხოვებოდათ 500 000 ლარი ლიცენზიის შესანარჩუნებლად, ხოლო კაპიტალის შევსების ერთადერთ წყაროდ მიჩნეული იყო ფულადი სახსრები. ასეთ პირობებში თითქმის წარმოუდგენელია დამოუკიდებელმა საბროკერო კომპანიამ კონკურენცია გაუწიოს კომერციულ ბანკებს. ამ ცვლილებებით ფაქტიურად შეწყდა სახელმწიფოს მუშაობა აღნიშნული ბაზრის განვითარების თაობაზე. რათქმაუნდა ასეთი გადაწყვეტილება უმეტესწილად გამოწვეული იყო პოლიტიკური ფაქტორით, რადგან ბაზარზე დატოვეს მხოლოდ ერთი - საბაკო სექტორი, რომლის საშუალებითაც გაცილებით მარტივი იყო გაეკონტროლებინათ მთელი ბიზნესი.<sup>22</sup>

ამ ცვლილებებმა გამოიწვია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე აქტივობის მკვეთრი შემცირება, თუ 2006 წელს სავაჭრო სისტემაში დაშვებული იყო 241 კომპანია, 2007 წელს მათი რაოდენობა 161-მდე შემცირდა და ხასიათდება კიდევ უფრო შემცირების ტენდენციით. ასევე სავაჭრო სისტემის ბრუნვა 2007 წელს 170 მლნ იყო ხოლო 2008 წელს რაოდენობა თითქმის 15-ჯერ შემცირდა. ასევე ვაჭრობა გადადის არარეგულირებად, ე.წ. „რუხ ბაზარზე“, სადაც ყოველგვარი რეგულაციის გარეშე ხდებოდა ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა. მოცემული ბაზარი იყო თაღლითობის მთავარი ბუდე, სადაც ხდება აქ მოქმედი პირების მოტყუება და მათი ინტერესების შელახვა.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე 2019 წლის ბოლოს საქმიანობას ეწეოდა 2 საფონდო ბირჟა, 10 საბროკერო კომპანია, 1 ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი და 4 ფასიანი ქაღალდების დამოუკიდებელი რეგისტრატორი.

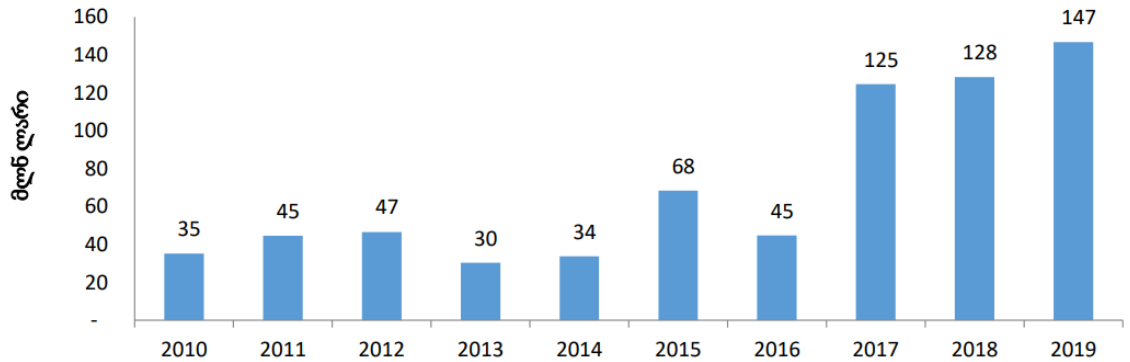
ბოლო წლებში მნიშვნელოვნად გაზრდილია საბროკერო კომპანიების ჯამური აქტივების დინამიკა. 2019 წელს კლიენტების ჯამური რაოდენობა 6012 შეადგენდა და მათი ძირითადი ნაწილი რეზიდენტი ფიზიკური პირი იყო. საბროკერო კომპანიების ჩანაწერებში დაფიქსირებული მონაცემების მიხედვით მათი

---

<sup>22</sup> ასლანიშვილი, დ. (2014). საფონდო ბაზარი საქართველოში - არსებული რეალობა და გაურკვეველი მომავალი.

კლიენტების ფასიანი ქაღალდების ჯამური მოცულობა 2.32 მილიარდი იყო, ხოლო ღირებულება 4.39 მილიარდი ლარი.(ნახ. 9)<sup>23</sup>

დიაგრამა 9 საბროკერო კომპანიების ჯამური აქტივების დინამიკა წლების მიხედვით (2010-2019)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2018 წლის ბოლოს ეროვნულ ბანკში ამოქმედდა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების ცენტრალიზებული სისტემა - GSSS (Georgian Securities Settlement System), რომელიც ფინანსური ბაზრის მონაწილეებს სთავაზობს უმაღლესი ხარისხის მომსახურებას. ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციები უფრო იაფი, სწრაფი, დაცული და მოხერხებულია.

GSSS სისტემა წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების ერთიან, მაღალტექნოლოგიურ სისტემას, რომელიც უზრუნველყოფს სახელმწიფო და კერძო ფასიანი ქაღალდების უსაფრთხო შენახვასა და სწრაფ ანგარიშსწორებას. იგი ანხორციელებს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ შემდეგ ოპერაციებს: ფასიანი ქაღალდების ემისიის, დაფარვის, კუპონებისა და დივიდენდების გადახდის ოპერაციების ავტომატურ ანგარიშსწორებას. ასევე ფასიანი ქაღალდების ელექტრონულ რეესტრს, ყიდვა-გაყიდვას. დაგირვეების, რეპოსა და ფინანსური გირაოს დასაკუთრების ოპერაციებს.

GSSS სისტემა მაქსიმალურადაა ინტეგრირებული RTGS(დროის რეალურ რეჟიმში ანგარიშსწორება) სისტემასთან. ეს ორივე სისტემა საშუალებას იძლევა ფასიან ქაღალდებისა და მასთან დაკავშირებული ფულადი სახსრების ანგარიშსწორება მოხდეს დროის ერთ მონაკვეთში, DvP პრინციპის დაცვით, ეროვნულ ბანკში

<sup>23</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2019). წლიური ანგარიში.

[https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual\\_report\\_2019\\_num.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual_report_2019_num.pdf)

არსებული ანგარიშების საშუალებით. ეს მიდგომა მნიშვნელოვნად ამცირებს ანგარიშსწორების რისკს.

მასში ჩართულია ფინანსური ბაზრის ყველა ძირითადი მონაწილე: ეროვნული ბანკი, კომერციული ბანკები, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი და ბროკერები. სისტემა ინტეგრირებულია ბლუმბერგის და საფონდო ბირჟის სავაჭრო პლადფორმასთან. ყოველივე ეს საშუალებად გვაძლევს აღნიშნულ სავაჭრო სისტემებში დადებული ფასიანი ქაღალდების გარიგებები ავტომატურად გადავზავნოთ GSSS სისტემაში საბოლოო ანგარიშსწორებისთვის. მისი მეშვეობით შესაძლებელია დაუბრკოლებლად შევიძინოთ და შევინახოთ ყველა ტიპის ფასიანი ქაღალდი მხოლოდ ერთი ანგარიშის გამოყენებით.

GSSS სისტემის გამოყენებით შესაძლებელი გახდა საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული ოპერაციების ავტომატიზაცია. მისი საშუალებით ბანკებს შეუძლიათ თავიანთ პორტფელში არსებული ფასიანი ქაღალდებით სესხის აღება ეროვნული ბანკიდან. „ბლუმბერგის“ სისტემასთან ინტეგრაცია ეროვნულ ბანკს საშუალებას აძლევს ფასიანი ქაღალდების გაყიდვისა და სასესხო ოპერაციები განახორციელოს ავტომატურად, რაც ხელს უწყობს რისკების მინიმუმამდე შემცირებას და ზრდის მონეტარული ოპერაციების ეფექტიანობას.

GSSS სისტემას ახასიათებს შემდეგი უპირატესობები: ინვესტორისათვის უფრო უსაფრთხო და მარტივია ფასიანი ქაღალდების შეძენა, მნიშვნელოვნად ამცირებს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების, ფლობისა და ანგარიშსწორების ხარჯებს, ამცირებს ანგარიშსწორების რისკებს და ზრდის ფინანსურ სტაბილურობას.

GSSS სისტემის მფლობელი და ოპერატორია საქართველოს ეროვნული ბანკი. იგი აგებულია ინტერნეტ ტექნოლოგიებზე და ინფორმაციის უსაფრთხოება დაცულია ციფრული ხელმოწერის გამოყენებით. სისტემის საოპერაციო საათებია დილის 09:40 საათიდან საღამოს 18:40 საათამდე. სისტემა არ მუშაობს შაბათ-კვირას და კანონმდებლობით გათვალისწინებულ უქმე დღეებში.<sup>24</sup>

მიუხედავად ამისა, დღევანდელი მდგომარეობის გათვალისწინებით აღნიშნული ინსტიტუტის შევიწროება და ფაქტიურად ბაზრიდან გაქრობა, ისეთი განვითარებადი ქვეყნის ეკონომიკისთვის როგორც საქართველოა, უდიდესი ზიანის მომტანია.

---

<sup>24</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=596>



ფაქტიურად ფულადი სახსრების მოზიდვის და დაბანდების ერთადერთი წყარო - საბანკო სექტორი არსებობს, რომელიც მაქსიმალურად ცდილობს რაც შეიძლება დიდი სარგებელი მიიღოს მომხმარებლების მხრიდან. იმ მომხმარებლების, რომლებმაც ფულის მოზიდვის სხვა გზა არ გააჩნიათ გარდა საბანკო სექტორისა. ყოველივე ეს უკიდურესად ცუდ მდგომარეობაში აყენებს მცირე თუ საშუალო ბიზნესს. ამცირებს მათ მიერ გასაწევი ეკონომიკური აქტივობის დონეს, რადგან ის მოგება რომელიც მას ბიზნესში უნდა ჩაეტრიალებინა და ამით უფრო გაეფართოვებინა საკუთარი წარმოება, კომერციულ ბანკს უნდა გადაუხადოს პროცენტის სახით, რომელიც კოლოსალურად დიდია განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით. ასევე საბანკო სექტორის მიერ მიზანმიმართულად ხდება ბიზნესის ჩამორთმევა, რადგან მცირე პრობლემების შემთხვევაში წარმოუდგენელია მათ მიერ მოხდეს სესხის ვადის გახანგრძლივება ან დახმარების გაწევა მსესხებლისთვის. ასეთი ქმედებები აზარალებს ბიზნესს, მაგრამ უდიდესი სარგებელი მოაქვს საბანკო სექტორისთვის, რომელიც ყველაზე განვითარებული სფეროა საქართველოში. ასეთი რთული ვითარების გამოსწორებისთვის საჭიროა მოხდეს ძირეული ცვლილებები და ბაზარი გახდეს მაქსიმალურად კონკურენტული.

## 2.2 ქართული კომპანიების მონაწილეობა კაპიტალის ბაზარზე და მათი გამოცდილება

ამჟამად საქართველოში ფუნქციონირებს ორი საფონდო ბირჟა: I. სააქციო საზოგადოება „საქართველოს საფონდო ბირჟა“, რომელიც დაფუძნებულია 1999 წლის 12 იანვარს. II. სააქციო საზოგადოება „თბილისის საფონდო ბირჟა“, რომელიც დაარსდა 2015 წლის 7 მაისს და არის „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ შვილობილი კომპანია.<sup>25</sup>

2018 წლის 31 დეკემბრის მონაცემებით სააქციო საზოგადოება „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ძირითად აქციონერებს წარმოადგენენ:

1. სს „გალტ ენდ თაგარტი“ - 17,33%
2. შპს „ჯი სი ეფ ჰოლდინგს ჯორჯია“ – 15,33%

<sup>25</sup> საქართველოს საფონდო ბირჟა. (2020). <https://www.gse.ge>

3. შპს „თიბისი კაპიტალი“ – 17,33%

4. სხვა აქციონერები - 50%

2020 წლის 1 ივნისს არსებული მდგომარეობით საქართველოს საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებულია 28 კომპანიის ფასიანი ქაღალდი, რომელთა საერთო კაპიტალიზაცია არის 575 მილიონი აშშ დოლარი, ხოლო საშუალო დღიური ბრუნვა 2020 წლის მაისის მონაცემებით - 41 ლარი.<sup>26</sup>

როგორც უკვე ავღნიშნეთ საქართველოს საფონდო ბირჟაზე კომპანიების რაოდენობა წლების მიხედვით განსხვავებული იყო, მაგრამ მათი რაოდენობა 240-დან 280-მდე შუალედში მერყეობდა, რაც საქართველოს მასშტაბებიდან გამომდინარე ნამდვილად შესანიშნავი შედეგია, მაგრამ 2008 წლის საკანონმდებლო ბაზის ცვლილების შემდეგ მათი რაოდენობა საგრძნობლად შემცირდა და დღეის მდგომარეობით მხოლოდ 28 კომპანიის ფასიანი ქაღალდებია წარმოდგენილი. კომპანიების რაოდენობის კლებასთან ერთად შემცირდა ბირჟაზე დადებული გარიგებების რაოდენობაც და ფულადი მასის მოცულობაც. რაც ცალსახად მიუთითებს იმ ცვლილებების უარყოფით ზეგავლენას, რომელიც განახორციელა საქართველოს მთავრობამ და ამით ხელი შეუშალა თავისუფალი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ჩამოყალიბებას. (ნახ. 10)<sup>27</sup>

| წლები                 | 2004 | 2005 | 2006  | 2007 | 2008  | 2009   | 2010   | 2011  | 2012  | 2013  | 2014 |
|-----------------------|------|------|-------|------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|------|
| გარიგების რაოდენობა   | 1094 | 1358 | 5553  | 7313 | 3178  | 1876   | 3207   | 1281  | 877   | 513   | 246  |
| მოცულობა (ფ/ქ) (მლნ)  | 30.5 | 32.4 | 68.4  | 90.4 | 83.1  | 2967.6 | 1705.6 | 102.4 | 59.1  | 252.7 | 85.4 |
| ღირებულება (მლნ ლარი) | 46.7 | 62.4 | 169.1 | 97.0 | 256.6 | 98.9   | 101.2  | 19.3  | 735.6 | 52.5  | 47.4 |

ამ სტატისტიკური მონაცემების საფუძველზე შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ საქართველოში საფონდო ბირჟა არსებობს, მაგრამ მისი როლი ფინანსური სისტემის ფუნქციონირებაში საკმარისად დაბალია. საქართველოს საფონდო ბირჟას არ შეუძლია შეასრულოს მნიშვნელოვანი ფუნქცია, იარსებოს როგორც ლიკვიდური ფინანსური ინსტიტუტი. მისი ფუნქცია შეგვიძლია დავინახოთ განვითარებულ ქვეყნებში, სადაც კაპიტალის ბაზარი წარმოადგენს დამაკავშირებელ რგოლს მხარჯველებსა და დამზოგველებს შორის. საფონდო ბირჟა არის დანაზოგების მობილიზებისა და მათი

<sup>26</sup> საქართველოს საფონდო ბირჟა. (2020). <https://www.gse.ge/about-gse>

<sup>27</sup> გერაძე, რ. (2016). საქართველოს საფონდო ბირჟა. <https://forbes.ge/blog/176/saqarTvelos-safondo-birJa>

მომგებიან საინვესტიციო პროექტებში დაბანდების მნიშვნელოვანი წყარო, რაც თავის მხრივ ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების ხელშეწყობისთვის მნიშვნელოვანი ფაქტორია.

საქართველოს მსგავსი, განვითარებადი ქვეყნები, სადაც კაპიტალზე წვდომა საკმაოდ შეზღუდულია, განვითარებული და გამართული კაპიტალის ბაზრის არ არსებობა კიდევ უფრო აფერხებს კაპიტალის ჩამოყალიბებისა და ეკონომიკური აქტივობის პროცესს. მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში მოსახლეობას არ შეუძლია დიდი დანაზოგის გაკეთება, მათ მაინც არ გააჩნიათ დაზოგვის სურვილი ასეთი დაბალი განვითარების მქონე ბაზრის პირობებში ან ვინც ზოგავს სახსრებს უძრავ ქონებაში, ძვირფას ლითონებსა და სხვა შედარებით დაბალპროდუქტულ აქტივებში აბანდებს. ასევე ძალიან მცირეა საფონდო ბირჟის ბრუნვის მოცულობა პროცენტულად მშპ-თან, რაც უარყოფით ასახავს ჰპოვებს ქვეყნის ეკონომიკაზე. განვითარებული ქვეყნების უმრავლესობაში მსგავს მაჩვენებელს დიდი ადგილი უჭირავს.<sup>28</sup>

რაც შეეხება ბაზარზე არსებულ ამჟამინდელ მდგომარეობას, აქ წარმოდგენილია ქართული კომპანიების მცირე რაოდენობა, რომლებიც ბანკის გვერდის ავლით ცდილობენ დააფინანსონ საკუთარი აქტივობები. ამ გზით ცდილობენ იპოვნონ ალტერნატიული გზა და თავი აარიდონ საბანკო სექტორის მიერ შემთავაზებულ მაღალ საპროცენტო განაკვეთს, მაგრამ ბირჟის შეზღუდულობა და მისი განვითარების დაბალი დონე დიდი წარმატების მიღწევის საშუალებას არ იძლევა, ასევე ამაში უდიდეს როლს თამაშობს მოსახლეობის გათვითცნობიერების დაბალი დონე, რადგან მათ წარმოდგენაც არ აქვთ თუ სად შეიძლება დააბანდონ საკუთარი დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები გარდა ბანკისა. ყოველივე ეს ხელს უშლის ფინანსურ სექტორში ჯანსაღი კონკურენციის არსებობას და როგორც მცირე, ასევე საშუალო და დიდი ბიზნესის განვითარებას, რაც პირდაპირ კავშირშია მოსახლეობის ეკონომიკურ კეთილდღეობასთან და სამუშაო ადგილების მოცულობასთან.

როგორც ავლნიშნეთ ბაზარზე წარმოდგენილია 28 კომპანიის ფასიანი ქაღალდი. როგორც აქციები, ასევე ობლიგაციები. ემისიის მოცულობის მიხედვით პირველ სამეულს წარმოადგენენ საქართველოს საბანკო სექტორის ლიდერი კომპანიები:

---

<sup>28</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2019). წლიური ანგარიში. [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual\\_report\\_2019\\_num.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual_report_2019_num.pdf)

„ლიბერთი ბანკი“, „საქართველოს ბანკი“ და „ვითიბი ბანკი ჯორჯია“. ყოველივე ეს მიუთითებს, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟას აკონტროლებს მისი უშუალო კონკურენტი საბაკო სექტორი, რომელიც მაქსიმალურად ზღუდავს მის განვითარებას.

რაც შეეხება სხვა კომპანიებს, საფონდო ბირჟაზე საკუთარი აქციები განთავსებული აქვს სს „თელასს“, რომელიც უზრუნველყოფს ქ. თბილისის ელექტროენერჯით. ასევე აკლოპოლური სასმელების მწარმოებელ სს „სარაჯიშვილს“, მშენებლობის სექტორში მოქმედ კომპანიას „m2 უძრავი ქონება“, ინტერნეტის პროვაიდერს სს „სილქნეტს“ და სხვა შედრებით მცირე კომპანიებს, რომლებიც ანხორციელებენ საკუთარ საქმიანობას წარმოებისა თუ მომსახურების სფეროში.<sup>29</sup>

რაც შეეხება საერთაშორისო საფონდო ბირჟებს, აქ წარმოდგენილია ოთხი ქართული კომპანიის ფაისიანი ქალაქი, კერძოდ ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. ეს კომპანიებია:

- საქართველოს ბანკის ჯგუფი (BGEO)
- თიბისი ბანკის ჯგუფი (TBCG)
- საქართველოს ჯანდაცვის ჯგუფი (GHG)
- საქართველოს კაპიტალი (CGEO)

ამჟამად საქართველოს ბანკის ჯგუფის საბაზრო კაპიტალიზაცია 816.85 მლნ გირვანქა სტერლინგს შეადგენს და ერთი აქციის ღირებულება 1078 გირვანქა სტერლინგია. რაც შეეხება თიბისი ბანკის ჯგუფს მისი კაპიტალიზაცია 742.2 მლნ გირვანქა სტერლინგია, ხოლო ერთი აქციის ღირებულება - 911. საქართველოს კაპიტალის საბაზრო კაპიტალიზაცია 297.66 გირვანქაა, ხოლო ფასი ერთ აქციაზე - 471.5. ბოლო ადგილზეა საქართველოს ჯანდაცვის ჯგუფი, რომლის კაპიტალიზაცია 165.59 გირვანქას შეადგენს, ხოლო ფასი ერთ აქციაზე 86.4 გირვანქა სტერლინგია.<sup>30</sup>

ასე რომ, ბაზარზე ამჟამად არსებული მდგომარეობა საკმაოდ უიმედოა, ყველაზე მსხვილი ქართული კომპანიები საერთაშორისო ბაზრებზე ცდილობენ კაპიტალის მოზიდვას, ყოველწლიურად უფრო და უფრო მცირდება ფაისიანი ქალაქების ბაზარზე აქტივობის დონე. ამიტომ საჭიროა მოხდეს ძირეული ცვლილებები

<sup>29</sup> საქართველოს საფონდო ბირჟა. (2019). [https://www.gse.ge/upload/\\_2019\\_6aca2720.pdf](https://www.gse.ge/upload/_2019_6aca2720.pdf)

<sup>30</sup> ბლუმბერგის სავაჭრო-ანალიტიკური ტერმინალი. (2020). <https://www.bloomberg.com/europe>

სახელმწიფოს მხრიდან, რათა განვითარდეს ეკონომიკისთვის ასე ფრიად მნიშვნელოვანი ინსტიტუტი.

### თავი 3. კაპიტალის ბაზრის რეგულირება

#### 3.1 მარეგულირებელი და მისი მოთხოვნები

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის უდიდესი როლი ენიჭება სწორი მარეგულირებელი ნორმების არსებობას, რადგან მას შეუძლია გაზარდოს საქართველოს კაპიტალის ბაზრის გამჭვირვალობა და სანდოობა. რათა გახდეს მიმზიდველი როგორც რეზიდენტი, ასევე არარეზიდენტი ინვესტორებისთვის. ასევე მნიშვნელოვანია ის ფაქტიც, რომ ბაზრის რეგულირების ბიზნეს პრაქტიკა გასაგები და მისაღები იყოს თითოეული ინვესტორისთვის. ამ კუთხით უდიდესი მნიშვნელობა ენიჭება ევრო დირექტივებთან ნორმების ჰარმონიზაციას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარს რეგულირებას უწევს საქართველოს ეროვნული ბანკი კანონით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ და სხვადასხვა სამართლებრივი აქტებით. მარეგულირებლის მიზანს წარმოადგენს საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა, წარმოდგენილი კომპანიებისა და ინვესტორების ინტერესების დაცვა.

გარდა მარეგულირებლის მოთხოვნებისა საქართველოს საფონდო ბირჟა საკუთარი წესებით უწევს ბირჟის საქმიანობას ზედამხედველობას და აქცევს მას კონკრეტულ ფარგლებში. ამისათვის იყენებს შემდეგ დოკუმენტებს:

1. [„საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ფასწარმოქმნის](#) პოლიტიკა.
2. [„საქართველოს საფონდო ბირჟის“ წევრობის](#) შესახებ დებულება.
3. „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ [ლისტინგის](#) დებულება.
4. [„საქართველოს საფონდო ბირჟის“](#) ეთიკის კოდექსი.
5. [„საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ინტერესთა კონფლიქტის მართვის პოლიტიკა.](#)
6. [„საქართველოს საფონდო ბირჟის“ დისციპლინურ დარღვევათა საპროცესო კოდექსი.](#)
7. [საჯარო ფასიანი ქაღალდებით გარიგების „საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ დაფიქსირების ზოგადი წესი.](#)
8. [„საქართველოს საფონდო ბირჟის“](#) ვაჭრობის წესი.

9. [„საქართველოს საფონდო ბირჟის“ სისტემის მუშაობის განრიგი.](#)
10. [„საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ ბროკერის ატესტაცია.](#)
11. [„საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ სავაჭრო სისტემაში ფასიანი ქაღალდების კოდებისა და წევრებისათვის ფსევდონიმებისა და პაროლების მინიჭების შესახებ.](#)
12. [სააქციო](#) საზოგადოება „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ წესდება.
13. „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ინდექსის განსაზღვრის წესი.<sup>31</sup>

ეროვნულ ბანკს ევალება მონაწილეობა მიიღოს ემიტენტის მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასა და მის მიმოქცევასთან დაკავშირებულ საკითხებში. მარეგულირებელი ფუნქციის განხორციელებისთვის ეროვნული ბანკი იყენებს კანონს „სახელმწიფო ვალის შესახებ“, რომლის მეშვეობითაც განისაზღვრება საქართველოში სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და საჯარო შეთავაზების, ასევე ამ ფასიანი ქაღალდებით საფონდო ბირჟის გარეთ ვაჭრობის წესები. მოცემული კანონი აწესრიგებს ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევასთან და საჯარო შეთავაზებასთან დაკავშირებულ საკითხებს. განსაზღვრავს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საფონდო ბირჟების, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორების, საბროკერო კომპანიების, ცენტრალური დეპოზიტარების, საინვესტიციო ფონდებისა და ბროკერების საქმიანობის წესებსა და პასუხისმგებლობებს. ასევე მოთხოვნებს იმ ორგანიზაციათა საქმიანობის წესებისა და პასუხისმგებლობების შესახებ, რომელთა ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება და გაყიდვა ხორციელდება. საქართველოს ბანკის უფლებამოსილებები და ვალდებულებები განისაზღვრება ამ კანონით და სხვა საკანონმდებლო და კანონქვემდებარე აქტებით.

იმ შემთხვევაში თუ საქართველოს საფონდო ბირჟის რომელიმე წესი არ შეესაბამება საქართველოს კანონმდებლობას, ეროვნული ბანკი ვალდებულია შეწყვიტოს აღნიშნული წესის მოქმედება და ბრძანოს მასში ცვლილებების შეტანა.

საფონდო ბირჟებისა და ცენტრალური დეპოზიტარების საქმიანობა ეფუძნება თვითრეგულირების პრინციპს, რომლის მიხედვითაც, ისინი საქართველოს კანონმდებლობის შესაბამისად თვითონ არეგულირებენ თავიანთ საქმიანობას.

<sup>31</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=178>

კანონი არეგულირებს ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებას, რომელიც წარმოადგენს წინადადებას არანაკლებ 100 პირისთვის ან წინასწარ განუსაზღვრელი რაოდენობის პირთათვის ემიტენტის სახელით ფასიანი ქაღალდების მიყიდვის შესახებ. რომელის მიხედვითაც ემიტენტს, რომელსაც სურს მსგავსი შეთავაზების გაკეთება მან საქართველოს ეროვნულ ბანკს უნდა წარუდგინოს კანონით განსაზღვრული ხელმოწერილი დოკუმენტაცია. ემიტენტი ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროსპექტის დამტკიცებისთვის ეროვნულ ბანკს წარუდგენს შემდეგ დოკუმენტაციას:

1. წესების შესაბამისად შევსებულ განაცხადს.
2. წინასწარი პროსპექტის 3 ეგზემპლარს, სადაც დაფიქსირებულია ემიტენტის სამეთვალყურეო საბჭოს თავჯდომარისა და წარმომადგენლობაზე პასუხისმგებელი პირის ხელმოწერა, ასევე ინფორმაციას ემიტენტის შესახებ: სახელწოდებას, მისამართს, დაარსების თარიღს, უკვე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების რაოდენობასა და კლასს, მმართველი ორგანოს წევრთა ვინაობას, რეგისტრატორის შესახებ ზუსტ ინფორმაციას.
3. ემიტენტის შესახებ ბოლო 2 წლის ინფორმაციას: აუდიტორის ანგარიშს, გამოსაშვები ფასიანი ქაღალდების კლასსა და რაოდენობას, ინფორმაციას ფასიანი ქაღალდის პროცენტის, ვადისა და დაფარვის შესახებ.

საქართველოს ეროვნული ბანკი 15 დღის ვადაში განიხილავს განაცხადს და საჭიროების შემთხვევაში შეუძლია ემიტენტს მოსთხოვოს დამატებითი ინფორმაცია და მისი დაზუსტება. თუ კომისია ჩათვლის, რომ განაცხადი ეწინააღმდეგება კანონმდებლობას უარს იტყვის ემისიის პროსპექტის დამტკიცებაზე, წინააღმდეგ შემთხვევაში განაცხადებს თანხმობას.<sup>32</sup>

წინასწარი პროსპექტის დამტკიცების შემდეგ ემიტენტმა ეროვნულ ბანკს 10 დღის ვადაში უნდა წარუდგინოს საბოლოო პროსპექტის 3 ეგზემპლარი, სადაც ასახული უნდა იყოს ინფორმაცია შეთავაზებული ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის, ფასისა და ხელშეკრულების პირობების შესახებ. მისი დამტკიცების შემთხვევაში ეროვნული ბანკი რეგისტრაციაში ატარებს ფასიან ქაღალდებს და ანიჭებს საიდენტიფიკაციო ნომერს. მაგრამ, აქ გასათვალისწინებელია ერთი შემთხვევა, ეროვნული ბანკი

<sup>32</sup> საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ.  
<https://matsne.gov.ge/ka/document/view/18196?publication=33>

ამოწმებს და აფასებს ემიტენტის მიერ წარმოდგენილი ინფორმაციის კანონთან შესაბამისობას და პასუხისმგებელი არაა ინფორმაციის სისწორეზე, ამიტომ დაუშვებელია მოცემულ ინფორმაციაზე დაყრდნობა, როგორც სრულიად სანდო წყარო. იმ შემთხვევაში თუ გამოვლინდება მცდარი ინფორმაციის წარდგენის ფაქტები პასუხისმგებლობზე ეკისრება თითოეულ პირს, რომელმაც მონაწილეობა მიიღო მის მომზადებაში.

აუცილებელია ანგარიშვალდებული საწარმოს სამეთვალყურეო საბჭოში შეიქმნას აუდიტის კომიტეტი, რომელიც ზედამხედველობას გაუწევს კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას. ემიტენტი ვალდებულია ჰყვედეს ფაიანი ქაღალდების რეგისტრატორი, მისი არჩევისა და ხელშეკრულების გაფორმების შემთხვევაში ვალდებულია ეროვნულ ბანკს მიაწოდოს შემდეგი ინფორმაცია:

1. ფაიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ვინაობა, სახელწოდება და მისამართი.
2. ხელშეკრულების დადებისა და ამოქმედების თარიღი.
3. ფაიანი ქაღალდების კლასი და რაოდენობა.

ანგარიშვალდებულ საწარმოს ევალება ეროვნულ ბანკს წარუდგინოს წლიური, ნახევარწლიური და მიმდინარე ანგარიში. წლიური ანგარიშის მომზადება ხდება ყოველ სამეურნეო წელს და მასში წარმოდგენილი უნდა იყოს ინფორმაცია ემიტენტის, მისი საქმიანობის, მმართველი ორგანოს წევრებისა და იმ პირების შესახებ, რომლებიც ფლობენ ან აკონტროლებენ ხმების მნიშვნელოვან წილს აქციონერთა კრებაზე, ასევე ინფორმაციას ანგარიშვალდებული საწარმოს დირექტორების მიერ საწარმოდან მიღებული შემოსავლების შესახებ, ფინანსურ ანგარიშებს, რომელიც დადასტურებულია აუდიტორის მიერ და სხვა კანონით განსაზღვრულ ინფორმაციას. წლიური ინფორმაციის წარდგენა ხდება სამეურნეო წლის დასრულების შემდეგ არაუგვიანეს 15 მაისისა.

ნახევარი წლის ანგარიშში ასახულია ანგარიშვალდებული საწარმოს ფინანსური ანგარიში სამეურნეო წლის პირველი 6 თვის მიხედვით, მისი წარდგენის ბოლო ვადაა მიმდინარე წლის 15 აგვისტო. ხოლო მიმდინარე ანგარიშის წარდგენა ხდება მოვლენის მოხდენიდან 15 დღის ვადაში.

ანგარიშვალდებულ საწარმოს შეუძლია ანგარიშში არ შეიტანოს კონფიდენციალური ინფორმაცია, რომელიც საფრთხეს შეუქმნის მის საქმიანობას. მას შეუძლია იგივე



ინფორმაცია ცალკე დოკუმენტის სახით გადასცეს ეროვნულ ბანკს, რომელიც დაიცავს მოცემული ინფორმაციის კონფიდენციალურობას.

პირის ან პირთა ჯგუფის მიერ მნიშვნელოვანი შენაძენის დროს, იგი ვალდებულია ეროვნულ ბანკს მიაწოდოს ინფორმაცია ფაქტის დადგომიდან 15 დღის ვადაში. პირს რომელიც აპირებს შეიძინოს რომელიმე კომპანიის მნიშვნელოვანი წილი და ამით მოიპოვოს საკონტროლო პაკეტი, ამის გაკეთება შეუძლია სატენდერო შეთავაზებით, რაც გულისხმობს განცხადების გაკეთებას ფასიანი ქაღალდების სწრაფი შეძენის შესახებ.

საქართველოს საფონდო ბირჟაზე შეიძლება დაიშვას როგორც საქართველოს ასევე უცხოელი ემიტეტის მიერ წარდგენილი ფასიანი ქაღალდი, რომელსაც გავლილი აქვს საქართველოს ბანკის მიერ დამტკიცებული პროცედურა. ასევე დაიშვება ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც წარმოადგენს სახელმწიფოს ვალს ან საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოშვებული სამთავრობო ფასიანი ქაღალდები, რომელიც „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ კანონითაა განსაზღვრული.

ფასიანი ქაღალდების გამოყენებით მეორადი ვაჭრობა შესაძლოა განხორციელდეს როგორც საფონდო ბირჟაზე, ასევე ბირჟის გარეთ. საფონდო ბირჟაზე დასაშვებია ნებისმიერი სახის ფასიანი ქაღალდით ვაჭრობა, რომელიც გამოშვებულია შესაბამისი კანონმდებლობის სრული დაცვით. გარიგების დადება შესაძლებელია საბროკერო კომპანიის ან შესაბამისი ლიცენზიის მქონე ფინანსური ინსტიტუტის დახმარებითა და გარიგებაში მონაწილეობით. გამონაკლისს წარმოადგენენ ინვესტორთა ის ჯგუფი, რომლებსაც აქვთ შესაბამისი ცოდნა და გამოცდილება აღნიშნულ საკითხთან მიმართებით. შესაძლებელია, რომ ერთი კლასის ფასიანი ქაღალდი დაშვებული იყოს სავაჭროდ რამდენიმე საფონდო ბირჟაზე. რაც შეეხება ბირჟის გარეთ დადებულ გარიგებებს, თუ გარიგების საერთო მოცულობა აღემატება 100 ლარს, მაშინ საბროკერო კომპანია ან შესაბამისი ინსტიტუტი ვალდებულია არიან საფონდო ბირჟაზე დააფიქსირონ რეალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფასი და რაოდენობა განსაზღვრული წესის შესაბამისად.<sup>33</sup>

ფასიანი ქაღალდების რეგულირების მიზნით ეროვნული ბანკი გასცემს შემდეგი სახის ლიცენზიებს:

---

<sup>33</sup> საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ.  
<https://matsne.gov.ge/ka/document/view/18196?publication=33>

1. საბროკერო საქმიანობის ლიცენზია.
2. საფონდო ბირჟის ლიცენზია.
3. ცენტრალური დეპოზიტარის ლიცენზია.
4. ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ლიცენზია.

საბროკერო საქმიანობის ლიცენზია, კომპანიას საშუალებას აძლევს განახორციელოს კაპიტალში წილის, აქციების, ობლიგაციების, თამასუქების, სერთიფიკატების, ჩეკებისა და სხვა ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევასთან დაკავშირებული ოპერაციები და მათი მომსახურება.

საბროკერო კომპანიას ევალება კონსულტაცია გაუწიოს ინვესტორებს სხვადასხვა ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით და დაეხმაროს მას ხელსაყრელი ფასიანი ქაღალდების შეძენაში. ასევე, დაეხმაროს ემიტენტს ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაში და ფულადი სახსრების მოზიდვაში. მართოს კლიენტის ხელთ არსებული ფასიანი ქაღალდები, საპენსიო სქემებისა და საინვესტიციო პორტფელისთვის გამოყოფლი თანხები. განახორციელოს ვალუტით ვაჭრობა. პირს, რომელიც არის ბირჟის, ცენტრალური დეპოზიტარის ან ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის თანამშრომელი და ფლობს კონფიდენციალურ ინფორმაციას არ შეიძლება იყოს რომელიმე საბროკერო კომპანიის თანამშრომელი. იმ პირებს, რომლებსაც არ აქვთ საბროკერო საქმიანობის განხორციელების ლიცენზია ეკრძალებათ თავის დასახელებაში გამოიყენონ „ფასიანი ქაღალდების საბროკერო კომპანია“ ან სხვა ნებისმიერი დასახელება, რომელიც დაკავშირებულია საბროკერო საქმიანობასთან. პირი, რომელსაც სურს საბროკერო საქმიანობის დაწყება ლიცენზიის მისაღებად მიმართავს ეროვნულ ბანკს განცხადების სახით და მას წარუდგენს შესაბამისი სახის დოკუმენტაციას და ინფორმაციას. როგორცაა:

- ინფორმაცია იმის შესახებ, რომ რეგისტრირებულია, როგორც სააქციო საზოგადოება ან შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება.
- ინფორმაციას მისი წევრების შესახებ, რომ არცერთი მათგანი არ ყოფილა ნასამართლვეი მძიმე ან განსაკუთრებით მძიმე დანაშაულისთვის.
- ინფორმაციას იმ მესაკუთრის შესახებ, რომელიც მნიშვნელოვანი წილის მფლობელია.
- ინფორმაციას მისი ფინანსური საქმიანობის შესახებ, ამას თან უნდა დაერთოს აუდიტის ანგარიში.

- ინფორმაციის იმის შესახებ, რომ მას აქვს კანონმდებლობით გათვალისწინებული კაპიტალის მინიმალური მოცულობა, რომელიც 2019 წლის ბოლოს კანონში განხორციელებული ცვლილების შემდეგ 150 000 ლარამდე შემცირდა.<sup>34</sup>

საფონდო ბირჟის ლიცენზიის მისაღებად მაძიებელი პირი ეროვნულ ბანკს მიმართავს წერილობით და წარადგენს შესაბამის დოკუმენტაციას. ასევე იგი ჩამოყალიბებული უნდა იყოს როგორც შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება ან სააქციო საზოგადოება. ასევე წარადგენს ინფორმაციას მისი წესდებისა და შინაგანა წესის თაობაზე, დეტალურ ინფორმაციას აქციონერების შესახებ. ბოლო ნახევარი წლის აუდიტის მიერ დადასტურებულ ანგარიშს. ინფორმაციას იმის შესახებ, რომ აკმაყოფილებს კანონმდებლობით განსაზღვრულ კაპიტალის მინიმალურ მოცულობას, რომელიც შეადგენს 50 000 ლარს. საფონდო ბირჟის საქმიანობას წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ხელშეწყობა, პროცედურების განსაზღვრა და წარმოქმნილი დავების განხილვა. ასევე იგი ვალდებულია თითოეულ სავაჭრო დღეს გაამჟღავნოს ვაჭრობის დღიური ბრუნვა, ფასები და სხვა საბაზრო ინფორმაცია. ამ შემთხვევაშიდაც, ისეთ პირებს ვისაც არ აქვთ შესაბამისი ლიცენზია ეკრძალებათ თავიანთ დასახელებაში გამოიყენონ სიტყვა „საფონდო ბირჟა“ ან მსგავსი შინაარსის აბრევიატურა.

ცენტრალური დეპოზიტარის ლიცენზიის მისაღებად მაძიებელი პირი ეროვნულ ბანკს მიმართავს წერილობით და წარადგენს შესაბამის დოკუმენტაციას. ასევე იგი ჩამოყალიბებული უნდა იყოს როგორც შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება ან სააქციო საზოგადოება. ასევე წარადგენს ინფორმაციას მისი წესდების და შინაგანა წესის თაობაზე, დეტალურ ინფორმაციას აქციონერების შესახებ. ინფორმაციის საწესდებო კაპიტალის მინიმალური მოთხოვნის დაკმაყოფილების შესახებ, რომელიც ამჟამად შეადგენს 50 000 ლარს. იგი უფლებამოსილია კლიენტის დავალებით აწარმოოს ფასიანი ქაღალდები კლირინგი და ანგარიშწორება. ასევე აკონტროლოს იცავენ თუ არა წევრები ფასიანი ქაღალდების აღრიცხვის სტანდარტებს და შეიმუშაოს ისეთი ღონისძიებები, რომლებიც მიმართული იქნება სისტემის უსაფრთხოებისკენ. ასევე, არავის არ აქვს უფლება

<sup>34</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2019). ცვლილება საბროკერო კომპანიის ლიცენზირებასა და რეგულირების წესში. <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=340&newsid=3827>

დასახელებაში გამოიყენოს „ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი“ ან მსგავსი შინაარსის სიტყვები თუ არ ფლობს შესაბამის ლიცენზიას.

ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი არის ეროვნული ბანკის მიერ ლიცენზირებული იურიდიული პირი, რომელიც ჩამოყალიბებული უნდა იყოს როგორც შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება ან სააქციო საზოგადოება. მან ეროვნულ ბანკს ლიცენზიის მიღებისთვის უნდა წარუდგინოს ინფორმაცია აქციონერებისა და მნიშვნელოვანი წილის მფლობელის შესახებ, ასევე წესდებისა და შინაგანა წესის შესახებ. ინფორმაცია იმის თაობაზე, რომ იგი აკმაყოფილებს კანონმდებლობით განსაზღვრულ კაპიტალის მინიმალურ მოთხოვნებს, რომელიც ამჟამად არის 15 000 ლარის ოდენობით განსაზღვრული. იგი აწარმოებს ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების რეესტრს და ასრულებს სხვა ხელშეკრულებით გათვალისწინებულ საქმიანობას. დაუშვებელია „ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის“ ან მსგავსი შინაარსის გამოყენება თუ კონკრეტული პირი არ ფლობს შესაბამის ლიცენზიას.

აღნიშნული ლიცენზიების გაუქმება მოხდება იმ შემთხვევაში, თუ იგი აღარ აკმაყოფილებს შესაბამის პირობებს ან არღვევს საქართველოს კანონმდებლობით დადგენილ მოთხოვნებს.<sup>35</sup>

რაც შეეხება ბირჟის მართვას, ამ საქმიანობას ანხორციელებენ შემდეგი ორგანოები: აქციონერთა საერთო კრება, სამეთვალყურეო საბჭო და დირექტორატი.

ბირჟის უმაღლეს ორგანოს წარმოადგენ აქციონერთა საერთო კრება, კრება აუცილებლად ტარდება წელიწადში მინიმუმ ერთხელ, ასევე შესაძლებელია მისი რიგგარეშე მოწვევა. მათი მოვალეობაა დაამტკიცონ ბირჟის წესდება ან საჭიროების შემთხვევაში ცვლილებები შეიტანონ მასში. იგი იღებს გადაწყვეტილებას ბირჟის რეორგანიზაციის ან ლიკვიდაციის შესახებ, რომლისთვისაც საჭიროა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სახელმწიფო მარეგულირებელი ორგანოს წინასწარი თანხმობა.

ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოში შედის 12 წევრი, რომლებსაც 4 წლის ვადით ირჩევს აქციონერთა საერთო კრება, ხოლო არჩეული წევრებიდან სამეთვალყურეო საბჭო ირჩევს თავჯდომარეს და მის მოადგილეს. სამეთვალყურეო საბჭოს მოვალეობებში შედის დაიცვას მოქმედი კანონმდებლობა, ასევე ბირჟისა და ვაჭრობის წესები. იგი

---

<sup>35</sup> საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ.  
<https://matsne.gov.ge/ka/document/view/18196?publication=33>

იღებს გადაწყვეტილებას ფასიანი ქაღალდების ლისტინგში დაშვების, მოხსნისა და დელისტინგის შესახებ. ასევე დანიშნოს და გაანთავისუფლოს სხვადასხვა პოზიციაზე მყოფი დირექტორები და გააკონტროლოს მათი საქმიანობა. იგი ვალდებულია აქციონერთა საერთო კრებას წარუდგინოს წლიური ანგარიში.

რაც შეეხება დირექტორატს, მას ევალება ბირჟის ხელმძღვანელობა. ბირჟის გენერალური დირექტორი ანგარიშვალდებული და პასუხისმგებელია სამეთვალყურეო საბჭოს წინაშე. დირექტორი ნიშნავს ბირჟის თანამშრომლებს და განსაზღვრავს მათ მოვალეობებს. იგი ვალდებულია დაიცვას კანონმდებლობა და წესდება, აკონტროლოს ბირჟის წევრების საქმიანობა და მათი ფინანსური მდგომარეობა.

გარდა ზემოთ აღნიშნულისა საფინდო ბირჟაზე მოქმედებენ სხვა ფინანსური ინსტიტუტებიც, რომლებიც ლიცენზირებულნი არიან კანონის შესაბამისად. ისინი ვალდებულნი არიან დაიცვან ბირჟაზე მოქმედი კანონები, ასევე ისეთი ინფორმაცია რომლის გავრცელებაც საფრთხის ქვეშ დააყენებს ბირჟის ფუნქციონირებას და ზიანს მიაყენებს აქ წარმოდგენილ ინსტიტუტებს. თითოეული წევრი ვალდებულია დროულად გადაიხადოს დაწესებული საწევრო, საკომისიო და სხვა გადასახადები.

საფინდო ბირჟას ასევე ჰყავს მრჩეველთა საბჭო, რომლებსაც ევალებათ გაუწიონ კონსულტაცია სამეთვალყურეო საბჭოს და მიაწოდონ მათ სხვადასხვა რეკომენდაციები.<sup>36</sup>

ყოველივე ზემოთ ჩამოთვლილი ინსტიტუტის გამართული ფუნქციონირება ჯანსაღი კონკურენციის პირობებში უდიდესი წარმატების მომტანია, როგორც საქართველოს საფინდო ბირჟის, ასევე მთლიანი ეკონომიკისთვის. მათ შესწევთ ძალა ჩამოაყალიბონ ისეთი ბაზარი, რომელიც დიდ კონკურენციას გაუწევს სხვა ინსტიტუტებს.

### 3.2 კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია

როგორც უკვე აღინიშნა კაპიტალის ბაზარი საბანკო დაკრედიტებასთან ერთად წარმოადგენს ფინანსური რესურსების მოზიდვის ეფექტიან საშუალებას. განვითარებული კაპიტალის ბაზარი ხელს უწყობს კონკურენტული გარემოს შექმნას,

<sup>36</sup> საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ.  
<https://matsne.gov.ge/ka/document/view/18196?publication=33>

დანაზოგების ეფექტიან გადანაწილებას და საბანკო დაკრედიტების შეზღუდვის შემთხვევაში, ობლიგაციების ბაზარი შეასრულებს დამაბალანსებელ როლს. კაპიტალის ბაზარი მოსახლეობას სთავაზობს დანაზოგების განთავსების დამატებით ინსტრუმენტებს, ხოლო კომპანიებს ივენესტიციების მოზიდვის ალტერნატიულ საშუალებას. განვითარებული კაპიტალის ბაზარი უდიდეს როლს თამაშობს ქვეყნის ეკონომიკის ზრდის კუთხით და ხელს უწყობს მოსახლეობის კეთილდღეობის ამაღლებას.

ბაზარზე თითოეულ სეგმენტს გააჩნია განვითარების სხვადასხვა დონე. კაპიტალის ბაზრის გამართული ფუნქციონირებისათვის საჭიროა ნორმალური ფულადი ბაზრის, მათ შორის ეროვნული ბანკის ლიკვიდობის მართვის ინსტრუმენტების არსებობა. მაგრამ ამასთან ერთად აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ თავიდანვე, ხანმოკლე დროში შეუძლებელია მივიღოთ განვითარებული კაპიტალის ბაზარი მისი ყველა ატრიბუტით. ამას დიდი დრო და ძალისხმევა დასჭირდება.

ამჟამად საქართველოში მოქმედებს სავალუტო სპოტ, ფულადი და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრები. განვითარების საწყის ეტაპზე კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი. მისი განვითარება ხელს შეუწყობს საფონდო ბაზრის განვითარებას, მაგრამ ამ მიმართულებითაც საჭიროა მნიშვნელოვანი ნაბიჯების გადადგმა.

ფულადი, კორპორატიული ბონდების, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისა და საფონდო ბაზრის გააქტიურება ხელს შეუწყობს დერივატივების ბაზრის განვითარებას. ეს დაიწყება მარტივი ინსტრუმენტებიდან, როგორცაა სავალუტო ფორვარდები და სვოპები, ხოლო შემდგომ უფრო რთული, მაგალითად საპროცენტო განაკვეთის სვოპები და ოფციონები.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების ერთ-ერთი მთავარი იდეა უნდა იყოს საქართველოს რეგიონულ ფინანსურ ცენტრად ჩამოყალიბება. ქართულმა ბაზარმა ინვესტორებს უნდა შესთავაზოს გამართული და სამართლიანი საკანონმდებლო ბაზა, თანამედროვე საინვესტიციო გარემო, კონკურენტუნარიანი, ინოვაციური სერვისი და თანამედროვე ინფრასტრუქტურა.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016).

[http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)

იმისათვის, რომ კაპიტალის ბაზარი ჩამოყალიბდეს, როგორც კონკურენტული ინსტიტუტი და მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანოს ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაში საჭიროა სახელმწიფოს მხრიდან მოხდეს მთელი რიგი ნაბიჯების გადადგმა, როგორცაა:

- სახელმწიფომ შექმნას და ხელი შეუწყოს კონკურენტული გარემოს შენარჩუნებას. ასეთ შემთხვევაში აღარ მოხდება რომელიმე კონკრეტული სეგმენტის, ინსტრუმენტის ან მონაწილის დისკრინიმაცია ან მათი პრივილიგიურებულ მდგომარეობაში ჩაყენება. არ მოხდება კონკრეტული სეგმენტის ვაჭრობის ხელოვნურად გააქტიურება სხვა სეგმენტის ხარჯზე. სახელმწიფომ ბერკეტებითა და ბაზრის რეგულატორის დახმარებით უნდა უზრუნველყოს სამართლიან პრინციპებზე დაფუძნებული ღია და გამჭვირვალე სისტემის შექმნა.
- საჭიროა შეიქმნას მარტივი და გასაგები საგადასახადო დაბეგვრის რეჟიმი. მნიშვნელოვანია სხვადასხვა ინსტრუმენტების დაბეგვრის გამოთანაბრება, რათა მოხდეს ინვესტიციებისა და ბაზრების თანაბარ პირობებში ჩაყენება.
- ძალიან მნიშვნელოვანია მოხდეს მოსახლეობის თვითცნობიერების დონის ამაღლება აღნიშნული სფეროს შესახებ, მივაწოდოთ მათ ინფორმაცია კაპიტალის ბაზრების სასარგებლო და უარყოფითი მხარეების შესახებ. და მივცეთ საშუალება თვითონ გადაწყვიტონ რომელი ინსტიტუტი გამოიყენონ საკუთარი მიზნების მისაღწევად.
- ასევე მნიშვნელოვანია სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს შექმნა. აღნიშნული უფრო გაუადვილებს ინვესტორებსა და კომპანიებს საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებას. ხელს შეუწყობს გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთის შემცირებასა და დასტაბილურებას. მოიზიდავს უცხოელ ინვესტორებს.
- მნიშვნელოვანია მომხმარებელთა და ინვესტორთა უფლებების დაცვა. განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭებათ ისეთ ინვესტორებს რომლებიც ნაკლებად არიან გათვითცნობიერებული და გააჩნიათ შედარებით მცირე რესურსები. ამ დროს დიდი როლი უჭირავს მარეგულირებელს, ასევე საგანმანათლებლო და კორპორაციული მართვის პრაქტიკის გაუმჯობესებას, ფინანსური აღრიცხვის საკითხების გამჭვირვალობას.

- დიდი როლი ენიჭება კორპორაციული მმართველობის მაღალი სტანდარტების დანერგვას. ასევე უნდა მოხდეს ემიტენტი კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ სწორი და სათანადო ინფორმაციის გავრცელება, რათა პროცესები მაქსიმალურად გამჭვირვალედ წარიმართოს და ამან არ შეაფერხოს ინვესტორი.
- სახელმწიფოს ძალისხმევა მიმართული უნდა იყოს აღნიშნული საკითხების მოგვარებისკენ, რაც გულისხმობს კანონმდებლობის, ინფრასტრუქტურისა და განათლების მიმართულებით განვითარების ხელშეწყობას.

ყოველივე ზემოთ ჩამოთვლილის ამოსავალი წერტილი მოსახლეობისა და ინვესტორთა ნდობის გაღრმავებაა. ეს მნიშვნელოვანია, რათა მოსახლეობამ შეძლოს კვალიფიციური ფინანსური შუამავლების დახმარებით, თავიანთი დანაზოგების ინვესტირება სხვადასხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებში მოახდინონ.

ნდობის შექმნის საუკეთესო გზაა მოსახლეობის განათლების დონის ამაღლება, რათა მათ საკმარისი ინფორმაცია ჰქონდეთ დაზოგილი თანხების დაბანდების სხვადასხვა საშუალებების შესახებ, ესმოდეთ მათი უპირატესობები და თანმდევი რისკები.

მნიშვნელოვანი საკითხია ფინანსური შუამავლების განათლების დონე და პროფესიონალიზმი. რადგან მათ უწევთ ბაზრის მონაწილეთა ერთმანეთთან დაკავშირება და სწორედ შუამავლები განსაზღვრავენ ნდობას მთლიანი ფინანსური სექტორის მიმართ. როდესაც ისინი ინვესტორს ურჩევენ ისეთი პროდუქტის შექმნას, რომელის შეიცავს დიდ ფარულ რისკსა და ხარჯებს და არ ხდება მათი სწორი შეფასება შუამავლების მხრიდან, ეს დიდი ზიანის მომტანია როგორც პირადად ინვესტორისთვის, ასევე ნდობის ფაქტორისთვის.<sup>38</sup>

ნდობის ამაღლების საუკეთესო საშუალებაა ობიექტური და სრული ინფორმაციის მიწოდება. ეს ეხება საინვესტიციო ინსტრუმენტებს, ემისიის პირობებს, ემიტენტის ფინანსურ მდგომარეობას, ფასების, მოქმედი წესებისა და რეგულაციების გამჭვირვალობას. ყოველივე ამ მიზნებს ემსახურება კორპორაციული მართვის გაუმჯობესება და ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების დანერგვა.

<sup>38</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016).

[http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)



განსაკუთრებული ყურადღება უნდა დაეთმოს ბაზრის მონაწილეებისა და ინვესტორების დაცვას თაღლითობის, არაკეთილსინდისიერი ქცევისაგან და სხვა ზიანის მომტანი ქმედებებისაგან. ამაში დიდი მნიშვნელობა ენიჭება კაპიტალის ბაზრის ზედამხედველს, რომლებიც თავიანთი რეგულაციებით ხელს უწყობენ ბაზრის მონაწილეთა უფლებების დაცვას, რეაგირებას ახდენენ შესაბამის დარღვევებზე და ბაზარზე ამკვიდრებენ ქცევის მაღალ სტანდარტებს.

კონკურენტული კაპიტალის ბაზრის არსებობისა და ინვესტორების მოზიდვისთვის მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოში არსებულ კაპიტალის ბაზარს გააჩნდეს ისეთი გამჭვირვალობა და სანდოობა, რაც აქვს განვითარებული კაპიტალის ბაზრებს. ამასთან ერთად, მარტივად გასაგები უნდა იყოს ბაზრის რეგულირების პრინციპები და ბიზნეს პრაქტიკა, როგორც რეზიდენტი, ასევე არარეზიდენტი პირებისათვის. ყოველივე ამის მიღწევა შესაძლებელია ადგილობრივი რეგულაციების ევრო დირექტივებთან ჰარმონიზაციის შედეგად. ეს საკითხი მოითხოვს საკმაოდ მნიშვნელოვან განსჯას, რადგან ძალიან მასშტაბურია და საჭიროებს გააზრებულ დაგეგმვას და პრიორიტეტების სწორად განსაზღვრას. ამასთან ერთად, ბაზრის მონაწილეებს დასჭირდებათ გარკვეული დრო, რათა სათანადოდ შეძლონ კონკრეტული მოხოვნების შესრულება.

აქედან გამომდინარე აუცილებელია საერთაშორისო პარტნიორების მხრიდან ტექნიკური დახმარება, რათა ზუსტად დავადგინოთ რომელ დეტალებს მივანიჭოთ უპირატესობა, იმისათვის რომ ქართულ ბაზარზე დავნერგოთ საუკეთესო პრაქტიკა და ხელი შევუწყოთ ბაზრის სწორ განვითარებას. ასეთ დროს მნიშვნელოვანია ისეთი ქვეყნების გამოცდილების გაზიარება, რომლებმაც ბოლო პერიოდში გაიარეს ევრო სტანდარტებთან ჰარმონიზაცია და მოახდინეს კაპიტალის ბაზართან დაკავშირებით საკანონმდებლო ბაზის განახლება.<sup>39</sup>

აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ მას შემდეგ რაც მოხდება ევრო დირექტივებთან ჰარმონიზაცია, ქვეყნის კანონმდებლობა, აღსრულების პროცესი და რეგულირება სრულ შესაბამისობაში იქნება IOSCO სტანდარტებთან. ეს სტანდარტები დღესაც ასახულია კანონმდებლობაში, მაგრამ კვლავ რჩება ისეთი მიმართულებები,

---

<sup>39</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016).

[http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)

რომლებიც არ ექვემდებარება ამ პრინციპებს. ამიტომ საწყის ეტაპზე ყველაზე მნიშვნელოვანია კანონმდებლობის ევრო დირექტივებთან შესაბამისობაში მოყვანა.

ამ პროცესის დროს განსაკუთრებული დახმარება დასჭირდებათ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შუამავლებს, რადგან ცვლილებების შემდეგ მოხდება მინიმალური მოთხოვნების ზღვრების აწევა. ამ პროცესს მარტივად გადაიტანენ შუამავლების ის ნაწილი, რომლებიც კომერციული ბანკების შვილობილ კომპანიებს წარმოადგენენ, მაგრამ აუცილებლად უნდა მოხდეს იმ კომპანიების გათვალისწინება და სწორედ მათზე უნდა გამახვილდეს ყურადღება, რომლებიც ამ წნეხს ვერ გაუძლებენ. ყოველივე ეს დიდ ზიანს მიაყენებს ბაზრის ისედაც არაკონკურენტულ გარემოს. ამიტომ ისეთნაირად უნდა წარიმართოს კანონმდებლობაში ცვლილებების პროცესი, რომ მარტივი გადასატანი იყოს ეს თითოეული მონაწილისთვის.

მნიშვნელოვანის ის ფაქტიც, რომ ბაზარზე მოხდეს მანიპულირების თავიდან აცილების მექანიზმის დანერგვა. რადგან ამჟამად არსებული ნორმატივები არ ითვალისწინებს ბაზრის მანიპულირებისა და ორმაგი გაყიდვების საკითხებს. ასევე რეგულირების დაბალი დონით გამოირჩევა FOREX-ის ბაზარზე ვაჭრობა. თუმცა ევრო დირექტივებთან ჰარმონიზაცია ხელს შეუწყობს ამ პრობლემების აღმოფხვრასა და საკანონმდებლო ბაზის ძირეულ გაუმჯობესებას.

ბაზრის განვითარებასთან ერთად კიდევ უფრო გაიზრდება მოთხოვნები ბაზრის რეგულატორის მიმართ. უფრო დიდი მოცულობის ბაზარი მოითხოვს უფრო დიდ ყურადღებასა და კომპლექსურ მიდგომებს ზედამხედველის მხრიდან, რადგან მათ კარგად უნდა ესმოდეთ ბაზრის ფუნქციონირების თავისებურებები, ცალკეულ ინსტრუმენტებთან და სეგმენტებთან დაკავშირებული რისკები. ასევე მნიშვნელოვანია ბაზრის ზედამხედველების განათლების საკითხი და მათი დამოუკიდებლობა. ზედამხედველობის პრაქტიკის დროს გასათვალისწინებელია ბაზრის მონაწილეთა ლიცენზირების, ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის, ბაზრის მონაწილეებს შორის ურთიერთობისა და მოთხოვნების შესრულების მონიტორინგი. ბაზრის შემდგომი განვითარების დონიდან გამომდინარე საჭირო იქნება ეტაპობრივად მოხდეს მარგულირებელი გარემოს დახვეწა და გაძლიერება, რომელიც შესაბამისობაში უნდა მოვიდეს საერთაშორისო პრაქტიკასთან. ასევე დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ზედამხედველობის საერთაშორისო ორგანიზაცია - IOSCO-სთან თანამშრომლობას და სამომავლოდ აღნიშნულ ორგანიზაციაში წევრობაზე

პრეტენზიის გამოცხადებას, რათა მაქსიმალურად შეეწყოს ხელი საზედამხედველო პრაქტიკის განვითარებას და საუკეთესო მიდგომების დანერგვას.

მნიშვნელოვანია მოხდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის თვითშეფასება IOSCO-ს პრინციპებიდან გამომდინარე, რათა უზრუნველყოფილი იყოს:

- სამართლიანობა, ეფექტიანობა და გამჭვირვალობა.
- ინვესტორთა დაცულობა.
- სისტემური რისკების შემცირება.

კაპიტალის ბაზრის ნორმალური ფუნქციონირებისათვის საჭიროა გამართული საკანონმდებლო ბაზის არსებობა, რომელიც გასაგები იქნება ყველა მონაწილისთვის და არ მოხდება რომელიმე სეგმენტის, ინსტრუმენტისა თუ მონაწილის დისკრიმინაცია. ამ მხრივ მნიშვნელოვანია საგადასახადო დაბეგვრის პრინციპების გადახედვა და შემუშავება. აჟამად გადასახადებისაგან თავისუფალია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, საერთაშორისო ფასიანი ქაღალდები და საბანკო დეპოზიტებზე დარიცხული საპროცენტო შემოსავლები. ასევე 2017 წელს საგადასახადო კოდექსში შევიდა ცვლილებები, რომელიც ითვალისწინებს საგადასახადო შეღავათებს სააქციო და სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების დაბეგვრასთან დაკავშირებით. ყოველივე ამის შესაბამისად აღარ იბეგრება ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის შედეგად მიღებული შემოსავლები. ასევე არ დაიბეგრება ის კორპორატიული ობლიგაციების კუპონები, რომლებიც 2023 წლამდე გამოუშვეს. თუმცა კვლავ ხდება სხვა ინსტრუმენტების დაბეგვრა. ამიტომ გადასახედა დაბეგვრის მთლიანი კონცეფცია, რათა მოხდეს მიდგომების გამოთანაბრება სხვადასხვა ტიპის საინვესტიციო ინსტრუმენტებს შორის და გამარტივდეს გადასახადის გაანგარიშებისა და გადახდის პროცედურები, იმიტომ რომ, არსებული რეჟიმი ხელს უშლის მეორედი ბაზრის ფუნქციონირებას.<sup>40</sup>

რაც შეეხება რეპო გარიგებებს, უკვე არსებობს კანონმდებლობა, რომელიც თანხვედრაშია საერთაშორისო სტანდარტებთან, მათ შორის ფინანსური გირაოს შესახებ კანონიც, რომელიც იცავს მოგირავნეს მესამე პირის მოთხოვნებისაგან და დეფოლტის შემთხვევაში გირაოს უპრობლემოდ დასაკუთრების საშუალებას აძლევს.

<sup>40</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2018). ეკონომიკა და საბანკო საქმე. [https://www.nbg.gov.ge/bankjournal/index.php?m=115&blog\\_id=190&fbclid=IwAR0NCEIuD\\_Nxv68wE\\_-D0cS1\\_chEQaRqRhwIDQDTegt6dHXGi2oSCkV-iZO](https://www.nbg.gov.ge/bankjournal/index.php?m=115&blog_id=190&fbclid=IwAR0NCEIuD_Nxv68wE_-D0cS1_chEQaRqRhwIDQDTegt6dHXGi2oSCkV-iZO)

რაც შეეხება დერივატივების ბაზარს ძირეულად შესაცვლელია კანონმდებლობა და საჭიროა მისი საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობაში მოყვანა. ამისათვის საჭიროა დერივატივებით ტრანზაქციების მკაფიო და სრულყოფილი განმარტების შექმნა და მისი ასახვა საკანონმდებლო აქტებში. ასევე ფორმალური და მატერიალური კანონიერების სტანდარტების განსაზღვრა. მნიშვნელოვანია შეიქმნას დერივატივების ბაზრის მონაწილეებზე ზედამხედველობის ორგანო და მკაფიოდ მოხდეს მისი უფლებამოსილების დადგენა და გამიჯვნა. ამასთან საჭიროა განისაზღვროს დერივატივებით ტრანზაქციების დაბეგვრისა და გადასახადების დაკისრების საკითხები.

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის აუცილებელ პირობას წარმოადგენს ინფრასტრუქტურა, რომელიც გულისხმობს IT სისტემების დანერგვა. გარდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისა, სხვა ფასიანი ქაღალდებისთვის ინფრასტრუქტურა საკმაოდ მოძველებულია. პროცესები არ არის ავტომატიზებული, ამიტომ მაღალია საოპერაციო რისკები და პროცესი არის საკმაოდ არაეფექტური. ამ ეტაპზე, ბაზრის მცირე მოცულობიდან გამომდინარე შესალოა ეს რისკები მნიშვნელოვნად არ გამოიხატება, მაგრამ ხელს უშლის ბაზრის განვითარებას და გააქტიურებას, და დამაბრკოლებელ ბარიერს წარმოადგენს ინვესტორებისთვის.

მნიშვნელოვანია თანამედროვე და მოქნილი ინფრასტრუქტურის არსებობა, რომელიც უზრუნველყოფს უსაფრთხოებასა და მინიმალური დანახარჯებით ვაჭრობას, ანგარიშსწორებას, ფასიანი ქაღალდების შენახვასა და სხვადასხვა ოპერაციებს, როგორცაა დივიდენდებისა და კუპონების გადახდა, ფასიანი ქაღალდების გასესხება და გირაოს მართვა.<sup>41</sup>

აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ 2018 წლის ბოლოს ამოქმედდა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების ცენტრალიზებული სისტემა - GSSS (Georgian Securities Settlement System), რომლის საშუალებითაც ფინანსური ბაზრის მონაწილეები იღებენ უმაღლესი ხარისხის მომსახურებას. ფასიანი ქაღალდებით ტრანზაქციები უფრო იაფი, სწრაფი, მოსახერხებელი და დაცულია.

---

<sup>41</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016).

[http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)

ბაზრის თითოეული მონაწილისთვის მნიშვნელოვანი ფაქტორია განათლება. მიუხედავად იმისა, რომ ბაზარზე ყოველთვის არიან ისეთი კომპანიები, რომლებმაც შეუძლიათ სრულფასოვანი დახმარება გაუწიონ თითოეულ მონაწილეს და მათ მაგივრად განახორციელონ მაღალი ხარისხის ოპერაციები, მაინც აუცილებელია ბაზრის მონაწილეების, ემიტენტების, მოსახლეობის, პოლიტიკოსებისა და მარეგულირებელის ცოდნის ამაღლება.

პოტენციურ ინვესტორებს განათლება ესაჭიროებათ, რათა კარგად ესმოდეთ კაპიტალის ბაზარზე რესურსების მოზიდვის შესაძლებლობები და უპირატესობები. ასევე ცოდნა სჭირდებათ კორპორატიული მართვის გაუმჯობესებისთვის, თუ როგორ შექმნან მაღალი ხარისხისა და სანდო ფინანსური ანგარიშგება სტანდარტების შესაბამისად. ასევე მნიშვნელოვანია იმის ცოდნა თუ რა გზა უნდა გაიარონ წარმატებული საემისიო პროექტის განსახორციელებლად. როგორ დაამყარონ ურთიერთობა შუამავლებთან, როგორ შეძლონ ემისიის პირობების დაგეგმვა ფინანსური მდგომარეობის გათვალისწინებით. და როგორ იმოქმედონ კაპიტალის ბაზარზე, რომ არ დაარღვიონ, როგორც მარეგულირებელის, ასევე სხვა საკანონმდებლო მოთხოვნები.

ისეთი განვითარებადი ქვეყნისთვის როგორც საქართველოა დამახასიათებელია ის, რომ მოსახლეობის უდიდესი ნაწილი არ არის გათვითცნობიერებული კაპიტალის ბაზრის შესაძლებლობებში. არ იცნობს ფინანსურ პროდუქტებს და მასთან დაკავშირებულ რისკებს. შესაბამისად მათ არ აქვთ ცოდნა იმის შესახებ თუ როგორ უნდა მოახდინონ მათ ხელთ არსებული თავისუფალი ფინანსური რესურსების დაბანდება აღნიშნულ ბაზარზე და ამით მიიღონ დამატებითი შემოსავალი.

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე ემიტენტების, მოსახლეობის და ინვესტორების განათლების ხარისხი წარმოადგენს ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან კომპონენტს როგორც ეკონომიკის, ასევე მოსახლეობის კეთილდღეობის განვითარებისთვის.

საზოგადოების ცოდნის ამაღლების კუთხით მნიშვნელოვანია გადაიდგას შემდეგი ნაბიჯები:

- მივაწოდოთ რაც შეიძლება მეტი ინფორმაცია და ცოდნა ფინანსურ საკითხებზე.

- განვუმარტოთ და ვასწავლოთ თუ რა გზებით შეუძლიათ მათ ხელთ არსებული ფინანსური რესურსების გამოყენება.
- ავუხსნათ თუ რომელ ფინანსურ სერვისსა და პროდუქტს, რა დადებითი და უარყოფითი მხარეები გააჩნია.
- ასევე საჭიროა იმის ახსნა თუ რა რისკ ფაქტორებთანაა დაკავშირებული აღნიშნული ფინანსური გარიგებები.
- მნიშვნელოვანია ფინანსური ცოდნის შემცველი მასალის პერიოდული გამოქვეყნება და მისი აქტიურად მიწოდება საზოგადოებისთვის.
- საჭიროების შემთხვევაში უნდა შეიქმნას ჯგუფი რომელიც დახმარებას გაუწევს ადამიანებს და ამომწურავ პასუხს გასცემს საზოგადოებიდან წამოსულ თითოეულ შეკითხვას.
- საჭიროა რეგულარულად ჩატარდეს ტრენინგები და სემინარები, მოხდეს საზოგადოებისთვის საუკეთესო პრაქტიკის გაცნობა, ასევე თითოეული რისკის მართვის სპეციფიკური ასპექტების გათვალისწინება

ყოველივე ზემოთ ჩამოთლილი ხელს შეუწყობს ქვეყანაში განათლების საერთო დონის ამაღლებას აღნიშნულ საკითხთან მიმართებით და ბაზრის მონაწილეებს დაეხმარება მაქსიმალურად სასარგებლო პირობებით მოახდინონ როგორც ფულადი სახსრების ინვესტირება, ასევე მათი მოზიდვა.

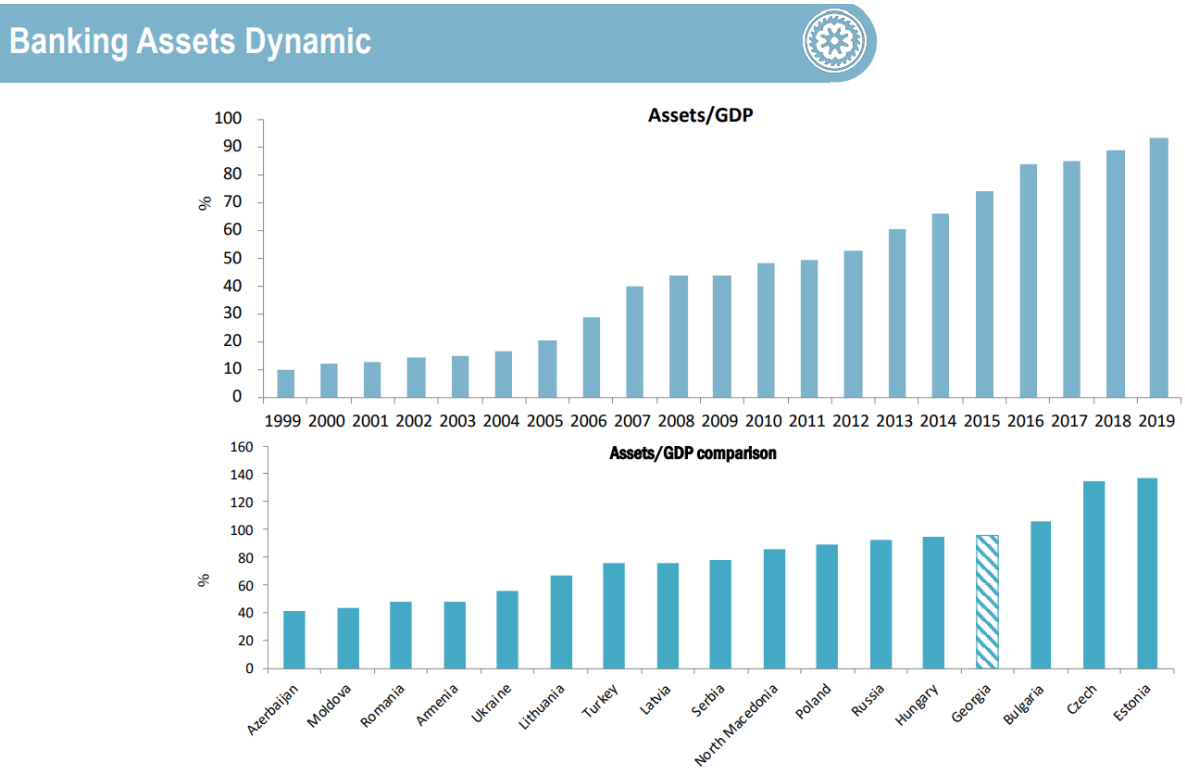
აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ 2016 წელს ეროვნულმა ბანკმა, შემნახველი ფონდის მხარდაჭერით, ასევე სახელმწიფო და კერძო სექტორის წარმომადგენლების ჩართულობით შეიმუშავა და დაამტკიცა ფინანსური განათლების ეროვნული სტრატეგია, რომლის მიზანსაც წარმოადგენს ფინანსური კუთხით მოსახლეობის ცოდნის ამაღლება.

ეროვნულმა ბანკმა შეიმუშავა რამდენიმე ტიპის სახელმძღვანელო, რომელიც განკუთვნილია სხვადასხვა პროფესიის თუ სოციალური ფენის ჯგუფებისთვის, როგორცაა: ფინანსური განათლება მეწარმეებისთვის და აგრომეწარმეებისთვის. ასევე საგანმანათლებო კომიქსები ბავშვებისა და ახალგაზრდებისათვის ფინანსური წიგნიერების ამაღლების კუთხით. კომიქსების საშუალებით ბავშვებს შესაძლებლობა აქვთ მარტივი ენითა და სახალისო ფორმით მიიღონ ინფორმაცია: დაზოგვის, ფინანსური უსაფრთხოების, ფინანსური მიზნების დასახვისა და მომავალზე ზრუნვის შესახებ. ეს მათ ადრეულ ეტაპზევე შეუქმნის წარმოდგენას ფინანსური

სფეროს შესახებ. ამასთან ერთად მომზადებულია საგანმანათლებლო ბროშურები, მასალები სამოქალაქო განათლების პედაგოგებისთვის, რათა ამომწურავი ინფორმაცია მიაწოდონ მოსწავლეებს.

თითოეული ეს პროგრამა ითვალისწინებს ფინანსური ცნობერების ამაღლებას და საზოგადოების განვითარებას.<sup>42</sup>

კაპიტალის ბაზარი თავისი სპეციფიკიდან გამომდინარე მოიცავს რამდენიმე სეგმენტს, ამიტომ ძალიან მნიშვნელოვანია მოხდეს თითოეული სეგმენტის განვითარების სტრატეგიის შემუშავება და კონკრეტული მიზნების დასახვა, თითოეულ შემთხვევაში გეგმა ისე უნდა დაისახოს, რომ არ მოხდეს რომელიმე სეგმენტზე უპირატესობის მინიჭება ან დისკრიმინაციული მიდგომა. თანმიმდევრობით განვიხილოთ თითოეული და მათი შესაძლო განვითარების სქემა. ამჟამად საქართველოში ყველაზე ლიკვიდურია და მზარდი ტემპით გამოირჩევა ბანკთაშორისი ფულადი ბაზარი, ამასთან ყოველწლიურ მზარდ ტემპს ინარჩუნებს საბანკო სექტორის აქტივების მოცულობა და წამყვან პოზიციებზეა აღმოსავლეთ ევროპის მასშტაბით.<sup>(ნახ. 11)</sup><sup>43</sup>



<sup>42</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=654>

<sup>43</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). მაკროეკონომიკური მიმოხილვა.

[https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/pres/2020/master\\_presentation\\_for\\_web\\_07.05.2020\\_2.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/pres/2020/master_presentation_for_web_07.05.2020_2.pdf)

თუმცა ამის პარალელურად მინიმალური აქტივობით გამოირჩევა ბანკთაშორის სეგმენტს გარეთ არსებული ბაზარი. ამის მიზეზს წარმოადგენს საბანკო დეპოზიტების უფრო მაღალი განაკვეთი ფულად ბაზრებთან შედარებით. ამიტომ საჭიროა მოხდეს საფინანსო სექტორის განვითარება, რათა ერთმანეთს მიუახლოვდეს დეპოზიტებისა და ფულადი ბაზრის განაკვეთები, რაც არასაბანკო მოთამაშეების მხრიდან გაზრდის ინვესტირების დონეს ფულად ბაზრებზე.

ამ მოთხოვნის შესაბამისად კომერციული ბანკები გაზრდიან რეპო ინსტრუმენტების მიწოდებას, რაც გაზრდის ინტერესს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ. ამ პროცესების ხელშეწყობისთვის მნიშვნელოვანია ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტები იყოს მოქნილი და ტრანზაქციები ურისკო. ასევე საჭიროა საკანონმდებლო ბაზის მოწესრიგება, კერძოდ საერთაშორისო GMRA ხელშეკრულების დანერგვა.

ამასთან ერთად ფულად ბაზრებზე უნდა გააქტიურდნენ საბროკერო კომპანიები, უფრო აქტიურად უნდა განათავსონ ფულადი სახსრები, მოიძიონ საუკეთესო შემოსავლის მომტანი აქტივები და იყიდონ ფასიანი ქაღალდები.

კაპიტალის ბაზრის ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან ნაწილს წარმოადგენს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ამ სეგმენტის არსებობა აუცილებელია რათა შესაძლებელი იყოს კაპიტალის ბაზრის სხვა კომპონენტების გამართული ფუნქციონირება. საქართველოში 2009 წლიდან დაიწყო სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განახლებული ემისია და ბაზარი ყოველწლიურად ხდება უფრო ლიკვიდური.

მთავრობის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები არის ურისკო და ყველაზე მაღალლიკვიდური ინსტრუმენტი, რომლის მიმართაც ხდება სხვა ფასიანი ქაღალდების წარმოქმნა. მათი გამოყენებით ხდება ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დივერსიფიკაცია და დაზღვევა.

სახელმწიფო უშვებს ფასიან ქაღალდებს, რომელიც წარმოადგენს სახაზინო ვალდებულებებს, მისი გამოშვება ხდება ერთ წლამდე დაფარვის ვადით. ასევე ხდება სახაზინო ბოლიგაციების გამოშვება 1-დან 10 წლამდე დაფარვის ვადით, კუპონის 6 თვეში ერთხელ გადახდით. მოქმედი კანონმდებლობის თანახმად ერთი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულებაა 1000 ლარი. მათი გამოშვების მთავარ მიზანს წარმოადგენს ქვეყანაში ფულადი მასის რეგულირება, ანტიინფლაციური



ღონისძიებების ჩატარება, ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ხელშეწყობა.<sup>44</sup>

საქართველოს კანონმდებლობის მიხედვით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ემისია, პირველადი განთავსება და გაყიდვა რეგულირდება კანონით „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ და არა „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“ კანონით, რომელიც კერძო კომპანიების მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებს არეგულირებს. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას ანხორციელებს საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, ხოლო განთავსებას საქართველოს ეროვნული ბანკი. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები გამოშვება ხდება ეროვნულ ვალუტაში, არამატერიალიზებული გზით. მისი შექმნა შესაძლებელია აუქციონის მეშვეობით, რომელიც ტარდება წინასწარ გამოცხადებულ ვადებში. მისი შექმნა შეუძლიათ როგორც იურიდიულ, ასევე ფიზიკურ პირებს, რეზიდენტებსა და არარეზიდენტებს, მაგრამ მხოლოდ კომერციული ბანკების მეშვეობით. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდები ხასიათდება მაღალი ლიკვიდურობით და მინიმალური რისკიანობით.

სახელმწიფო ობლიგაციების გამოშვებია ფინანსთა სამინისტრო. იგი არის კუპონური სახელმწიფო საშუალოვადიანი ფასიანი ქაღალდი. მისი შექმნა შეუძლიათ კომერციულ ბანკებს და ფიზიკურ პირებს მხოლოდ კომერციული ბანკის მეშვეობით. ფულად საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის კომისიას შეუძლია დაადგინოს ერთი მონაწილის მიერ შესასყიდი ობლიგაციების მაქსიმალური რაოდენობა. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის შექმნა შესაძლებელია კონკურენტული და არაკონკურენტული გზით. არაკონკურენტული გზით, პირველად ბაზარზე შესაძლებელია მინიმუმ ერთი ფასიანი ქაღალდის შექმნა, რომლის ნომინალური ღირებულება არის 1000 ლარი. ერთი არაკონკურენტული განაცხადის მოცულობა არ უნდა აღემატებოდეს 20 000 ლარს. არაკონკურენტული განაცხადი განკუთვნილია წვრილი ინვესტორებისთვის. ამ შემთხვევაში ფასიანი ქაღალდის შექმნა ხდება აუქციონზე დაფიქსირებული საშუალო შეწონილი ფასით. ამ დროს არაკონკურენტული განაცხადი პირველ რიგში კმაყოფილდება, მას უპირატესობა აქვს კონკურენტულ განაცხადთან შედარებით. არაკონკურენტული განაცხადების დასაკმაყოფილებლად გამოყოფილია მთლიანი ემისიის 25%, რაც იძლევა იმის

---

<sup>44</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>

გარანტიას, რომ პირველ რიგში სრულად დაკმაყოფილდეს წვრილი ინვესტორების მოთხოვნა.

რაც შეეხება კონკურენტულ განაცხადს მასში მონაწილეობისთვის ობლიგაციების მინიმალური რაოდენობა არ უნდა იყოს 50 ცალზე ნაკლები. ეს განკუთვნილია მსხვილი ინვესტორებისთვის. წარდგენილ განაცხადში ჯამური მოცულობა არ უნდა აღემატებოდეს მთლიანი ემისიის 50%-ს. ერთი განაცხადის მინიმალური მოცულობა უნდა იყო 50 000 ლარი. რაც წინა საკანონმდებლო ნორმასთან შედარებით ძალიან გაზრდილია(100 ლარიდან ავიდა 50 000 ლარზე), რაც თავისთავად ამცირებს კონკურენტულ აუქციონში ფიზიკური პირების ჩართულობას და ზრდის მონოპოლიის რისკს. აუქციონი ტარდება მრავალი ფასის მეთოდით ანუ პოტენციური მყიდველი წარადგენს მისთვის მისაღებ საპროცენტო განაკვეთს, ამის შემდეგ ჯერ დაკმაყოფილდება ყველაზე დაბალი საპროცენტო განაკვეთის მქონე განაცხადი, შემდეგ უფრო მაღალი და ასე გაგრძელდება მანამ, სანამ არ მოხდება ყველა გამოტანილი ობლიგაციის რეალიზაცია. აუქციონი ტარდება ეროვნული ბანკის ელექტრონულ სავაჭრო სისტემაში. აუქციონის შედეგები მყისიერად მიეწოდება კომერციულ ბანკს, ხოლო საბოლოო შედეგები განთავსდება ეროვნული ბანკის ვებ-გვერდზე, არაუგვიანეს 17 საათისა. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის მეორად ბაზარზე შესაძენად მსურველი მიმართავს კომერციულ ბანკს. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდიდან მიღებული შემოსავალი არ ექვემდებარება დაბეგვრას.<sup>45</sup>

გარდა ამისა საქართველოს სახელმწიფო ორგანოებს გამოშვებული აქვთ კიდევ ორი სახის ფასიანი ქაღალდი: სადეპოზიტო სერთიფიკატი და ევროობლიგაციები. პირველი მათგანი არის ეროვნული ბანკის ღია ბაზრის ინსტრუმენტი და გამოიყენება კომერციულ ბანკებთან ოპერაციების დროს, ხოლო მეორე არის საერთაშორისო ბაზრის ელემენტი, გამოშვებულია უცხოურ ვალუტაში და საქართველოში არ მიმოიქცევა.

პირველი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები გამოშვება მოხდა 1997 წელს. ამ დროს საპროცენტო განაკვეთი საკმაოდ მაღალი იყო და განთავსებული თანხაც მიზერული, ამიტომ სახელმწიფოსთვის, ასეთი მაღალპროცენტოანი დაფინანსებით სხვადასხვა პრობლემების გადაჭრა საკმაოდ წარმოუდგენელი იყო. ამის შემდეგ, 1998 წელს

<sup>45</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=573>

მაღაში შევიდა კანონი „სახელმწიფო ვალის შეახებ“, ამას მოჰყვა სიტუაციის ცვლილება: ბაზარზე გაიზარდა კონკურენცია, გამოჩნდნ ახალი მოთამაშეები, შემცირდა საპროცენტო განაკვეთი, რამაც სიტუაცია შედარებით დაარეგულირა. მაგრამ წლის მეორე ნახევარში კრიზისულმა სიტუაციამ კვლავ გაზარდა საპროცენტო განაკვეთი და ამის გამო სახელმწიფომ შეაჩერა სახაზინო ვალდებულებების გამოშვება. ფაქტი ერთია: პირველ წლებში ვერ მოხერხდა ძირითადი მიზნების შესრულება, რადგან საპროცენტო განაკვეთი საკმაოდ მაღალი იყო.

ამის შემდეგ 1999 წელს კანონში შევიდა ცვლილებები და კომერციულ ბანკებს საშუალება მიეცათ სავალდებულო რეზერვის 2% დაეზანდებინათ სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში, წლიური განაკვეთით 10%, რაც საკმაოდ კარგი შეთავაზება იყო. მიმდინარე წელს ემისია მცირე მოცულობის იყო და საპროცენტო განაკვეთიც შედარებით დაბალი - 13%-დან 16%-მდე მერყეობდა. 2000 წელს იმატა ემისიის მოცულობამ და საპროცენტო განაკვეთმაც, გაუქმდა ბანკებისთვის სავალდებულო რეზერვის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით ჩანაცვლების წესი. 2001 წელს მოხდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ვადიანობის წესის ცვლილება და თუ აქამდე მოქმედებდა მხოლოდ 28 და 91 დღიანი სახაზინო ვალდებულებების გამოშვება, ამას დაემატა 7, 140 და 182 დღიანი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება. მაგრამ მიმდინარე წელს მოხდა საპროცენტო განაკვეთის მკვეთრი ზრდა - 14%-დან 109%-მდე. ვითარება უფრო დაიძაბა 2002 წელს და განაკვეთმა მაქსიმალურ ნიშნულს მიაღწია(390%). რაც უარყოფით ზეგავლენას ახდენდა ისედაც მძიმე ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. მაგრამ ემისია კვლავ გრძელდებოდა, რაც ცოტა გაუგებარია. ასე გაგრძელდა მომდევნო წელსაც, ამ ყოველივეს მოჰყვა სახელმწიფო ვალის ზრდა, რომელმაც 90 მილიონ ლარს მიაღწია.

ამის შემდგომ ხელისუფლების ცვლილებასთან ერთად შეიცვალა მიდგომები და უკვე 2004 წელს იკლო როგორც ფულადი მასის ემისიამ, ასევე საპროცენტო განაკვეთმაც. გაიზარდა მთავრობის მიმართ ნდობა. მაგრამ 2005 წლის ბოლოს ისევ გაიზარდა საპროცენტო განაკვეთი და 20% მიაღწია, რაც ბანკების შეთანხმებული მოქმედების შედეგი იყო. მომდევნო წლებში ისევ დასტაბილურდა აღნიშნული განაკვეთი. 2006-2007 წლებში დაიწყო სახელმწიფო ვალის გასტუმრების პროგრამა. 2006 წელს დაიფარა 23 მლნ ლარის ღირებულების სახაზინო ვალდებულებები, ასევე მომდევნო

წელს გაფორმდა ხელშეკრულება სადაც ეროვნული ბანკის წინაშე არსებული დავალიანების დაფარვა მოხდებოდა ეტაპობრივად, ობლიგაციების სახით.

2009 წელს განახლდა სახაზინო ვალდებულებების ემისია და შემოდებულ იქნა დისკონტის ზედა ზღვარი, ამავე პერიოდში დაიწყო აუქციონის ელექტრონულად ჩატარება ბლუმბერგის მეშვეობით. მომდევნო წელს უფრო გაიზარდა ემისიის და საპროცენტო განაკვეთის ზომა. ხოლო 2011 წელს შედარებით შემცირდა და დასტაბილურდა საპროცენტო განაკვეთი.

2012 წელს კიდევ გაგრძელდა განაკვეთის შემცირება და ამავე პერიოდში პირველად მოხდა 10 წლიანი ობლიგაციების გამოშვება. ამის შემდეგ შეინიშნება ტენდენცია, რომ სახელმწიფო საკუთარი აქტივობების დაფინანსებას შიდა ვალით ცდილობდა, რაც სტაბილური და საიმედო წყარო იყო. მაგრამ ამას მოჰყვა შიდა ვალის მკვეთრი ზრდა და 2015 წელს 2 მილიარდს გადააჭარბა.<sup>46</sup>

სამწუხაროდ, დღემდე ვერ ხერხდება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ფართო წრისთვის შეთავაზება. მათი განთავსება და გაყიდვა მხოლოდ კომერციული ბანკების მეშვეობითაა შესაძლებელი. ამიტომ საჭიროა კანონმდებლობაში შევიდეს ცვლილებები და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ბაზარი გახდეს ყველასთვის ხელმისაწვდომი, ასევე მოხდეს მეორადი ბაზრის განვითარება, რაც გაამძაფრებს კონკურენციას.

ამჟამად განვითარებულია პირველადი და მეორადი ბანკთაშორისი რეპო ბაზარი. საჭიროა მოხდეს ინვესტორთა არეალის ზრდა, განსაკუთრებით არასაბანკო სფეროს წარმომადგენლების მხრიდან. ამისათვის საჭიროა მოცულობის ზრდა, რაც გაზრდის ლიკვიდობას და ხელს შეუწყობს ვადიანი დეპოზიტებისა და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებზე შემოსავლიანობის დაახლოებას, ყოველივე ეს გაზრდის მოთხოვნას არასაბანკო ინვესტორების მხრიდან. მაღალლიკვიდური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მნიშვნელოვანი ფაქტორია კერძო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის. ამიტომ სახელმწიფომ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება უნდა მოადხინოს არა მარტო დეფიციტის დაფინანსების მიზნით, არამედ ბაზრის განვითარებისთვისაც. ბაზრის ნორმალური ფუნქციონირებისთვის საჭიროა

---

<sup>46</sup> ასლანიშვილი, დ. (2015). საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. თბილისი: ივერიონი.

მიმოქცევაში იყოს საკმარისი რაოდენობის ფასიანი ქაღალდები, რათა დაკამაყოფილდეს:

- კომერციული ბანკების მოთხოვნა ლიკვიდური სახსრების მხრივ.
- ცენტრალური ბანკის საჭიროება, ჰქონდეს საკმარისი მოცულობის პორტფელი ღია ბაზარზე ოპერირებისთვის.
- არარეზიდენტი ინვესტორების საჭიროება, რათა მათ გააჩნდეთ გარკვეული გარანტიები და წინაპირობები ბაზარზე შემოსვლისთვის.
- საპენსიო ფონდის საჭიროებებიც, რადგან ფონდში მობილიზებული სახრების დაბანდება მოხდეს ადგილობრივ ბაზარზე.<sup>47</sup>

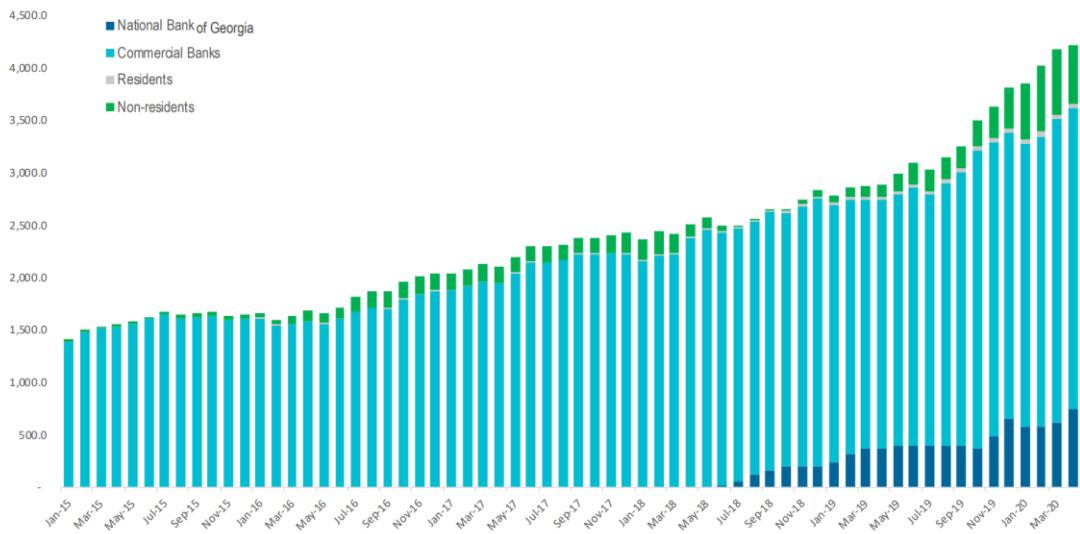
ბაზრის განვითარების საწყის ეტაპზე მნიშვნელოვანია არარეზიდენტი ინვესტორების მონაწილეობა, რადგან ისინი ხელს უწყობენ ბაზრის გაღრმავებას, კონკურენციის გაღრმავებას და სხვა პოტენციური ინვესტორების თვალში ქვეყნის ცნობადობის ამაღლებას. მათ ასევე ბაზარზე შემოაქვთ დისციპლინის მაღალი სტანდარტები და ემიტენტის მხრიდან ყოველ არასწორ ქმედებაზე მკაცრად რეაგირებენ, რაც იწვევს ბაზარზე რყევებსა და საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას. ასევე მათ აქვთ შესაძლებლობა ბაზარზე ცუდი ტენდენციების არსებობის შემთხვევაში მოახდინონ საკუთარი რესურსების გადამისამართება, რაც დამატებით სტიმულს წარმოადგენს სწორი ეკონომიკური პოლიტიკის გატარებისთვის. (ნახ. 12)

არარეზიდენტი პირების მოზიდვისათვის საჭიროა ბაზარზე წვდომის გაადვილება და გასვლის შესაძლებლობა. ამისათვის დღეს უკვე არსებობს ლიბერალური რეჟიმი, რომელიც გულისხმობს ანგარისის გახსნას, სავალუტო ფულადი სახსრების შეუფერხებლად გატანა-შემოტანას. ასევე დიდი მნიშვნელობა ენიჭება მათ ინფორმირებს, რაც გულისხმობს: საინფორმაციო ხასიათის შეხვედრებს, ფინანსური ინსტიტუტების ვებ-გვერდების დახვეწას, მარეგულირებელი ნორმებისა და მათთვის საჭირო ინფორმაციის ინგლისურ ენაზე თარგმნასა და სხვა მნიშვნელოვან საკითხებს.

---

<sup>47</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016).

[http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)



მნიშვნელოვანია მოხდეს სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგიის შემუშავება და პერიოდული განახლება, რათა შევძლოთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მომავალი პროცესების პროგნოზირება. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ მსხვილ სახელმწიფო კომპანიებს წვდომა ჰქონდეთ ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე, რათა შეძლონ როგორც საკუთარი საქმიანობის, ასევე ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა.

მნიშვნელოვანი საკითხია კერძო ფიზიკური პირების ბაზარზე მონაწილეობის საკითხის გადახედვა და ინფორმაციის გავრცელება. ამჟამად ფიზიკურ პირებს შესაძლებლობა აქვთ პირველად ბაზარზე შეიძინონ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, მაგრამ არსებობს ინფორმირების საკმაოდ დაბალი დონე. ასევე საჭიროა დამკვიდრდეს ფიზიკური პირებისთვის ბაზარზე პირდაპირი მონაწილეობის პრაქტიკა, რადგან დღეს მათ ამისათვის კომერციული ბანკის მომსახურება სჭირდებათ.

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისა და საცალო ინვესტორების ბაზარზე წვდომისათვის მნიშვნელოვანია ქვეყანაში მაღალი დონის, სანდო და ლიკვიდური ბირჟის არსებობა. სააქციო კაპიტალის ბაზარი შესაძლებლობას მისცემს საშუალო და მსხვილ კომპანიებს მოიზიდონ გრძელვადიანი კაპიტალი ადგილობრივ ბაზრებზე. იგი ხელს შეუწყობს რისკების გადანაწილებას და შექმნის კორპორატიული მართვის გაუმჯობესებისა და ინვესტორთა დაცვის სტიმულებს. საქართველოს ზომის გათვალისწინებით ადგილობრივ ბირჟაზე ემიტენტების კაპიტალიზაცია ძალიან მცირე იქნება საერთაშორისო პრაქტიკასთან შედარებით, მაგრამ საქართველოსთვის

მნიშვნელოვანი. ამიტომ აუცილებელია, რომ ადგილობრივმა ბაზარმა სხვა ბერკეტებით მოახდინოს კონკურენციის გაწევა საერთაშორისო ბირჟებისთვის, როგორცაა: მინიმალური დანახარჯებით ოპერირების შესაძლებლობა, მაქსიმალური გამჭვირვალობა და მინიმალური ტრანზაქციული რისკები. ამისათვის აუცილებელია უახლესი, თანამედროვე ტექნოლოგიების დანერგვა და ინვესტიციების სწორი დაგეგმვა. დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ბირჟის ეფექტიან მართვას, რომლის მიზანიც უნდა იყოს ინვესტორებისა და ემიტენტებისთვის დამატებითი ღირებულების შექმნა. ბირჟის ტარიფი არ უნდა იყოს იმდენად მაღალი, რომ მან ხელი შეუშალოს კომპანიებს ბირჟაზე აქციების განთავსებაში.

მნიშვნელოვანია აქციებთან ერთად საფონდო ბირჟაზე განთავსებული იყოს სხვა პროდუქტებიც, როგორცაა: სასაქონლო, სავალუტო, ფიუჩერსული და დერივატული კონტრაქტები. გამჭვირვალობის თვალსაზრისით აუცილებელი სავალდებულო რეგისტრაციის მოთხოვნა ისეთ გარიგებებზე, რომლებიც ბირჟის გარეთ განხორციელდება. ასევე მნიშვნელოვანია მოხდეს რეგისტრაციის ტარიფის შემცირება ან საერთოდ გაუქმება. მისი მოცულობა არ უნდა აღემატებოდეს კონკრეტული ტრანზაქციის დროს ბირჟის მიერ გაწეული დანახარჯების მოცულობას და არ უნდა იყოს დამოკიდებული ტრანზაქციის მოცულობაზე, არამედ უნდა იყოს ფიქსირებული.

ავტომატიზაციის პროცესის დანერგვა კიდევ უფრო შეუწყობს ხელს ოპერაციების სიმარტივეს და ამავდროულად დანახარჯების შემცირებას.<sup>48</sup>

დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ბირჟისა და მისი ცენტრალური დეპოზიტარის ორგანიზაციულ და მმართველობით გაუმჯობესებას, რათა მათ უპასუხონ თანამედროვე სტანდარტების მოთხოვნებს. საჭიროა მოხდეს მათი თანამშრომლების მუდმივი გადამზადება. ყოველივე ამის მიზანია ინვესტორებისთვის მაღალი დონის მომსახურების შეთავაზება და რეპუტაციის ამაღლება როგორც ქვეყნის, ასევე საერთაშორისო მასშტაბით.

იმისათვის, რომ საფონდო ბაზრის ყველა მონაწილემ ადეკვატურად უპასუხოს როგორც ადგილობრივ, ისე უცხოელ ინვესტორთა ინტერესს და უზრუნველყოს გამჭვირვალობა კორპორატიული მმართველობის სტანდარტების მხრივ, საჭიროა

<sup>48</sup> კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016).

[http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitarebis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf)

მოხდეს კორპორატიული მართვის კოდექსის შემოღება ემიტენტებისთვის, რომელიც გამჭვირვალობის სავიზიტო ბარათი იქნება თითოეული ინვესტორისთვის.

საფონდო ბირჟამ უნდა უზრუნველყოს მასზე დაშვებული ყველა ემიტენტისთვის გამჭვირვალობის მოთხოვნის დაცვა, ხოლო მისი დაუცველობის შემთხვევაში გაატაროს გამოსასწორებელი ღონისძიებები. ნებისმიერ დაინტერესებულ პირს უნდა შეეძლოს ემიტენტის შესახებ ფინანსური და კორპორატიული ინფორმაციის მიღება და მასზე შეუზღუდავი წვდომა.

საფონდო ბირჟის მიმზიდველობას უზრუნველყოფს თანამედროვე ტექნოლოგიებზე დაფუძნებული და ინვესტორისთვის მარტივად გასაგები ინფრასტრუქტურა, როგორცაა:

- საფონდო ბირჟა თანამედროვე ელექტრონული სავაჭრო პლატფორმით, სავაჭრო წესებით, გონივრული ფასწარმოქმნის სისტემითა და საგარანტიო მექანიზმებით.
- საფონდო ბირჟის სისტემა ინტეგრირებული უნდა იყოს სხვა სავაჭრო სისტემებთან და ბირჟის ცენტრალურ დეპოზიტართან.
- ცენტრალური დეპოზიტარის სისტემა ინტეგრირებული უნდა იყოს ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდების ანგარიშწორების სისტემასთან.
- საბროკერო კომპანიები სრულფასოვნად უნდა იყვენენ ჩართულნი სავაჭრო და ანგარიშწორების სისტემებში მომსახურების გაწევის მიზნით.

საფონდო ბირჟის განვითარებისათვის საჭიროა საერთაშორისო ინვესტორებისა და უცხო ქვეყნის საწარმოებისთვის გამართული საინვესტიციო გარემოს შექმნა. ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელ ნორმებს შორის ხშირია ისეთი ნორმების არსებობა, რომლებიც უპირატესობას ანიჭებს და გამარტივებულ პროცედურებს სთავაზობს ისეთ კომპანიებს, რომლებიც განვითარებადი ქვეყნის საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობენ. ასეთი კომპანიები თავისუფლდებიან პროსპექტის დამტკიცების ვალდებულებისგან, რაც მათ უზოგავს როგორც ფულად, ისე დროის რესურსს.

განვითარების თვალსაზრისით მნიშვნელოვანია თვითონ ბირჟის როლიც, ბირჟამ ყველა ძალისხმევა უნდა გამოიყენოს რათა მისი პლატფორმა მიმზიდველი იყოს საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებისთვის და შეიქმნას ისეთი რეპუტაცია, რომ მიიღოს აღიარება საერთაშორისო დონეზე. საფონდო ბირჟის განვითარების დროს მნიშვნელოვანია გავითვალისწინოთ მისი თვითრეგულაციის პრინციპი,



საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად საფონდო ბირჟა და ცენტრალური დეპოზიტარი წარმოადგენენ თვითრეგულირებად ორგანიზაციებს და მათ შეუძლიათ ზედამხედველობა გაუწიონ სხვა მონაწილეებს. ამიტომ მნიშვნელოვანია მოხდეს მათ მიერ ამ ბერკეტის ამოქმედება.

ფინანსური ბაზრების განვითარებასთან ერთად იზრდება რისკების მოცულობაც, რომელთანაც შეხება აქვს ბაზრის თითოეულ მონაწილეს. ამიტომ მნიშვნელოვანია, რომ მათ მიერ მოხდეს რისკების სათანადოდ აღქმა, შეფასება და მართვა, რისი საუკეთესო საშუალებაცაა დერივატივული ინსტრუმენტები.

საპროცენტო განაკვეთებს, სავალუტო კურსს, აქციებს, ნედლეულისა და საკვების ფასს და ბაზარზე წარმოდგენილ ნებისმიერ ინსტრუმენტს ახასიათებს ფასების ცვალებადობა, ამიტომ მათი რისკის მართვისათვის აუცილებელია დერივატივების ბაზრის არსებობა.

დღესდღეობით დერივატივების ბაზარი საქართველოში განვითარების საწყის ეტაპზეა. მოთხოვნა ნელ-ნელა ჩნდება და საჭიროა ეტაპობრივად მოხდეს აღნიშნული ბაზრის გააქტიურება. ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორია მცურავი გაცვლითი კურსი, იმ პირობებში, რომ ამჟამად მოსახლეობასა და კომპანიებს აქვთ დანაზოგები და სესხები უცხოურ ვალუტაში, და კურსის არამყარ და არაპროგნოზირებადია, საჭიროა რისკების დაზღვევა. ასევე ის პირები ვისაც საერთაშორისო ოპერაციების განხორციელება უწევთ ესაჭიროებათ ჰეჯირების ინსტრუმენტები სავალუტო რყევებისგან დასაცავად. არსებული რისკების გამო გაიზრდა მოთხოვნა სავალუტო დერივატივებზე, რამაც მყარი ნიადაგი შეუქმნა შუამავლების მხრიდან ასეთი ინსტრუმენტების შეთავაზებას.

ბოლოდროინდელ სიახლეს წარმოადგენს ცვალებად განაკვეთიანი სესხები და ფასიანი ქაღალდები. რაც ხელს უწყობს საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებისაგან დაზღვევის მოთხოვნას. ამიტომ საჭიროა საპროცენტო განაკვეთის დერივატივების არსებობა.

დერივატივების ბაზრის განვითარების მთავარი ფაქტორია ძირითადი ინსტრუმენტების ბაზრის არსებობა. დერივატივებს აქვთ დადებითი გავლენა მათთან დაკავშირებულ აქტივებზე. დერივატივების ბაზარი ხელს უწყობს ლიკვიდობის ზრდას და იძლევა უფრო დახვეწილი საინვესტიციო სტრატეგიის განხორციელების საშუალებას.

საჭიროა მოხდეს ამ მხრივ კანონმდებლობის განახლება და საერთაშორისო სტანდარტებთან მისი შესაბამისობაში მოყვანა. ასევე მოხდეს სპეციალური კანონის მიღება დერივატივების ბაზრის შესახებ, რომელიც თავს მოუყრის ყველა მნიშვნელოვან ნორმას. ასევე დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ამ მხრივ ინფრასტრუქტურის მოწესრიგებას და განათლების დონის ამაღლებას.

ბოლო წლებში ეროვნული ბანკის ინიციატივითა და ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის დახმარებით დაიწყო მუშაობა დერივატივების ბაზრის განვითარების პროექტზე, რომლის მიზანია შეიქმნას განვითარებული ქვეყნების მსგავსი დერივატივების ბაზრის სამართლებრივი და ბიზნეს გარემო, რომელიც საერთაშორისო სტანდარტებისა და გამოცდილების შესაბამისი იქნება.<sup>49</sup>

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება პირდაპირ კავშირშია ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებასთან და საერთოდ მოსახლეობის ცხოვრების დონის ამაღლებასთან. ისეთი განვითარებადი ქვეყნისთვის როგორც საქართველოა ყველაზე მნიშვნელოვანია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის ყველაზე მიღებული და საუკეთესო ფორმაა ფასიანი ქაღალდებში ინვესტირება, ამისათვის კი საჭიროა გამართული საფონდო ბირჟის არსებობა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს საბანკო სესხის კონკურენტ და განსხვავებულ წყაროს. სადაც კომპანიებს შესაძლებლობა აქვთ საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით დააფინანსონ საკუთარი აქტივობები. კაპიტალის მოზიდვა შეგვიძლია არა მხოლოდ სესხის აღებით, არამედ ფასიანი ქაღალდების გამოშვებითაც, რაც გაცილებით იაფი ჯდება. ბაზარზე ფასი ყალიბდება კომპანიის მდგომარეობის მიხედვით, თუ მას აქვს წარმატებული ბიზნეს მოდელი აქციების ფასი იზრდება, წინააღმდეგ შემთხვევაში იკლებს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით შესაძლებელია დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მიწოდება იმ სუბიექტებისათვის ვისაც ესაჭიროებათ იგი, ხოლო გარიგების პირობები ორივე მხარისათვის სასარგებლო იქნება. ამ ინსტრუმენტით ხდება ფულადი სახსრების მიმოქცევის რეგულირება, ასევე ფინანსური რისკების გადანაწილება.

---

<sup>49</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=2>

საქართველოში არსებული ასეთი მძიმე მდგომარეობის გამო, ყველაზე მსხვილი და წარმატებული ქართული კომპანიები იძულებულნი არიან მსოფლიოს სხვადასხვა საფონდო ბირჟაზე გაიტანონ საკუთარი ფასიანი ქაღალდები, რაც რათქმაუნდა უარყოფითად იმოქმედებს საქართველოს ეკონომიკაზე, ხოლო იმ ქვეყანაში სადაც მოხდება ფასიანი ქაღალდები გატანა დადებითად აისახება და გაზრდის საფონდო ბაზარზე მიწოდებას.

აღნიშნული ბაზრის განვითარება გამოიწვევს უცხოელი ინვესტორების კიდევ უფრო დაინტესებას, ასევე ხელს შეუწყობს აწ უკვე ამოქმედებული საპენსიო რეფორმის ნორმალურ ფუნქციონირებას, რადგან ზუსტად ეცოდინებათ საპენსიო ფონდებს თუ სად უნდა მოხდეს მობილიზებული სახსრების დაბანდება. გაიზრდება კონკურენცია ფინანსურ სექტორში და ბიზნესის ნებისმიერი მონაწილეს შესაძლებლობა ექნება შეარჩიოს მისთვის სასურველი ინსტიტუტი.

არსებული სიტუაციიდან გამოსავალი ყველა ზემოთხსენებული პრობლემის მოგვარებაშია. მაგრამ უკეთესია წინასწარ გამოვყოთ პრიორიტეტები და გამოვკვეთოთ ის ღონისძიებები, რომლის გატარებაც აუცილებელია ნორმალური ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ასამოქმედებლად.

პირველ რიგში საჭიროა „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“ კანონში ცვლილებების შეტანა, რომლის საშუალებითაც უნდა აღდგეს ის უმნიშვნელოვანესი ნორმები, რაც 2007-2008 წლებში განხორციელებულ საბედოსწერო ცვლილებებამდე მოქმედებდა, ხოლო შემდგომ ეტაპზე აუცილებელია საკანონმდებლო ბაზის ჰარმონიზაცია ევროკავშირის დირექტივებთან და სხვა საერთაშორისო სტანდარტებთან.

უნდა ჩამოყალიბდეს საქართველოს ეროვნული ბანკისაგან დამოუკიდებელი საზედამხედველო ორგანო, როგორც იყო „ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია“. აუცილებელია საბანკო სფეროსა და ფასიანი ქაღალდების ბაზარს შორის არსებული დისპროპორციის აღმოფხვრა კანონმდებლობისა და რეგულირების სხვადასხვა სფეროებში. ასევე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კონკურენტი საბანკო სფეროს კონტროლიდან გამოყვანა და მასზე საკუთრების ისეთი დივერსიფიცირება, რომ არ მოხდეს საფონდო ბირჟის ერთი ადამიანის ან ჯგუფის მიერ ფლობა ან მართვა. ყოველივე ეს გამოიწვევს ბაზარზე სამართლიანი „თამაშის“ წესების არსებობას და სხვა ფინანსური ინსტიტუტების ნდობის დამსახურებას.

საწყის ეტაპზე აუცილებელია სახელმწიფოს მფლობელობაში არსებულმა მსხვილმა კომპანიებმა განახორციელონ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და ბირჟის ფუნქციონირების ხელშეწყობა. ასევე აუცილებელია საერთაშორისო ორგანიზაციებთან მუდმივი თანამშრომლობა, რათა მოხდეს ბაზრის ინფრასტრუქტურის მუდმივი სრულყოფა და საკვანძო ინსტიტუტების განვითარება. ასე რომ, ამ ეტაპზე ყველაფერი საქართველოს სახელმწიფო ორგანოზეა დამოკიდებული, რადგან საკანონმდებლო ცვლილებების გარეშე საფონდო ბირჟის განვითარებაზე ლაპარაკიც ზედმეტია. ამის შემდგომ საჭიროა სწორი და თანმიმდევრული ნაბიჯების გადადგმა, რათა მოხდეს ბაზრის სწორი განვითარება.

## დასკვნა

ამჟამად საქართველოში მოქმედი ფინანსური ბაზარი, კერძოდ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი გამოირჩევა საკმაოდ დაბალი აქტივობით, ფაქტიურად მისი არსებობა მხოლოდ ფორმალბასთანაა დაკავშირებული. არ არსებობს საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისი ინფრასტრუქტურა და საკანონმდებლო ბაზა, რომელსაც შეუძლია უზრუნველყოს მისი ნორმალური ფუნქციონირება და განვითარების პერსპექტივა. განვითარების მაღალ დონეს აჩვენებს მხოლოდ ფინანსური სექტორის ერთადერთი ინსტიტუტი - საბანკო სექტორი, რომელსაც ბაზრის უდიდესი ნაწილი უჭირავს, რაც იწვევს ბაზარზე მონოპოლიის რისკის ზრდას, ამიტომ საჭიროა მოხდეს თანმიმდევრული და გონივრული ნაბიჯების გადადგმა, რათა განვითარების მსგავს დონეს მიაღწიონ სხვა ინსტიტუტებმაც.

არსებული მდგომარეობის გამოსასწორებლად საჭიროა მოხდეს ყველა მნიშვნელოვანი პრობლემის მოგვარება. პირველ რიგში, კანონში უნდა შევიდეს ცვლილებები და მოხდეს საკანონმდებლო ბაზის ევრო სტანდარტებთან შესაბამისობა. ასევე მოხდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველი ორგანოს ჩამოყალიბება, რომელიც მაქსიმალურად იზრუნებს მისი, როგორც კონკურენტული

ინსტიტუტის ჩამოყალიბებაზე. სახელმწიფოს მხრიდან უნდა მოხდეს საფონდო ბირჟის მაქსიმალური ხელშეწყობა და შესაბამისი გარემოს უზრუნველყოფა. ამასთან ერთად საჭიროა კომერციული ბანკის გვერდის ავლით შეგვეძლოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შექმნა და აუქციონებში მონაწილეობა, მიუხედავად იმისა, რომ ამჟამადაცაა ამის მცირედი შესაძლებლობა. ძალიან მნიშვნელოვანია მოხდეს სხვა ფინანსური ინსტიტუტებისა და მოსახლეობის ფინანსური განათლების ამაღლება, საჭიროა საზოგადოებას მივაწოდოთ ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სასარგებლო და უარყოფითი მხარეების შესახებ და მივცეთ საშუალება თვითონ გადაწყვიტონ რომელი ინსტიტუტი გამოიყენონ საკუთარი მიზნების მისაღწევად. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კაპიტალიზაციის ზრდა გამოიწვევს, როგორც ქართული, ისევე უცხოური ინვესტორების დაინტერესებას, რაც შესაძლებელს გახდის ქვეყნისათვის კაპიტალის მოზიდვას, ამასთან ქართულ უმსხვილეს კომპანიებს გაუჩნდებათ სურვილი დაფინანსების გზები ეძებონ არა საერთაშორისო საფონდო ბირჟებზე, არამედ ადგილობრივ ბაზარზე.

მოცემული პრობლემების გადაწყვეტა ხელს შეუწყობს კონკურენციის დონის ამაღლებას. ბიზნესის წარმომადგენლებს საშუალება ექნებათ გაცილებით მცირე საპროცენტო განაკვეთის ხარჯზე დააფინანსონ საკუთარი აქტივობები და თავი აარიდონ ბანკის შემოთავაზებულ მაღალ განაკვეთს, ხოლო ინვესტორებს შეეძლებათ იმაზე მეტი მოგება მიიღონ ვიდრე სხვა ინსტიტუტი შესთავაზებდა. ყოველივე ეს გამოიწვევს ჯანსაღი გარემოს ჩამოყალიბებას და კონკურენციის გამძაფრებას, რაც დადებითად აისახება მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკაზე. ფასიანი ქაღალდების განვითარება გამოიწვევს ფინანსური ბაზრის სხვა ინსტრუმენტებზე მოთხოვნის წარმოქმნას, როგორცაა წარმოებული ფასიანი ქაღალდები - დერივატივები, რომლებიც გამოიყენება ბაზრის არასასურველი რყევებისგან თავის დასაცავად. ამასთან ერთად კიდევ უფრო გაიზრდებიან სავალუტო ბაზრის განვითარების დონე და სამომავლოდ შესაძლებელი იქნება ისეთი ბირჟის შექმნა სადაც მოხდება სასაქონლო პროდუქციით ვაჭრობაც.

ყოველივე ამას მოჰყვება ინვესტორებისთვის შესაძლებლობების არეალის ზრდა, უფრო სწრაფად გაიზრდება ბიზნეს წარმომადგენლების შემოსავლები და ამასთან ერთად მათი მასშტაბებიც, რაც გამოიწვევს ეკონომიკის აღმავლობას, სავალუტო სტაბილურობას, სამუშაო ადგილების გაჩენას, მოსახლეობის კეთილდღეობას და

ცხოვრების დონის ამაღლებას. ამიტომ საჭიროა რაც შეიძლება მალე დაიწყოს აღნიშნულ საკითხზე მუშაობა და გადაიდგას შესამჩნევი ნაბიჯები. საქართველოს მსგავსი მცირე ზომის ქვეყნებისთვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია გამართული ფინანსური ბაზრის არსებობა, რადგან სწორედ ესაა ერთადერთი გზა მოვიზიდოთ ფულადი სახსრები და კონკურენცია გავუწიოთ მსოფლიო მასშტაბით არსებულ უმსხვილეს საფონდო ბირჟებს.

## გამოყენებული ლიტერატურის ნუსხა

1. ასლანიშვილი, დ. (2015). საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. თბილისი: ივერიონი.
2. ასლანიშვილი, დ., და ბარბაქაძე, ხ.(2013). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.
3. ბოდი, ზ., კეინი, ა., და მარკუსი, ა. (2014). ინვესტიციები - მეათე გამოცემა.
4. ინგოროყვა, ა., და ცაავა, გ. (2011). ფინანსური მენეჯმენტი.
5. შონია, ნ., გუგეშაშვილი, თ., და ლავთაძე, გ. (2004). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.
6. ასლანიშვილი, დ. (2014). საფონდო ბაზარი საქართველოში - არსებული რეალობა და გაურკვეველი მომავალი. ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ჟურნალი - თსუ მეცნიერება.
7. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. (2016).  
[http://www.economy.ge/uploads/meniu\\_publicaciebi/ouer/kapitalis\\_bazris\\_ganvitare\\_bis\\_strategia.pdf](http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitare_bis_strategia.pdf)
8. რეფორმეტრი. კაპიტალის ბაზრის განვითარება. (2019). [https://reformeter.iset-pi.ge/system/reform\\_survey\\_reports/25/ka/Capital\\_report\\_III.pdf](https://reformeter.iset-pi.ge/system/reform_survey_reports/25/ka/Capital_report_III.pdf)

9. საპენსიო სააგენტო. (2020). <https://www.pensions.ge/public-information/news/total-interest-accrued-on-pension-assets-is-50-million-gel>
10. საქართველოს საფონდო ბირჟა. <https://gse.ge>
11. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2018). ჟურნალი-ეკონომიკა და საბანკო საქმე. [https://www.nbg.gov.ge/bankjournal/index.php?m=115&blog\\_id=190&fbclid=IwAR0NCEIuDNxv68wE-D0cS1\\_chEQaRqRhwlDQDTegt6dHXGi2oSCkV-iZ0](https://www.nbg.gov.ge/bankjournal/index.php?m=115&blog_id=190&fbclid=IwAR0NCEIuDNxv68wE-D0cS1_chEQaRqRhwlDQDTegt6dHXGi2oSCkV-iZ0)
12. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2020). მაკროეკონომიკური მიმოხილვა. [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/pres/2020/master\\_presentation\\_for\\_web\\_07.05.2020\\_2.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/pres/2020/master_presentation_for_web_07.05.2020_2.pdf)
13. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2019). ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში. [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/finstability/finstability\\_2019\\_geo\\_publication.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/finstability/finstability_2019_geo_publication.pdf)
14. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2019). წლიური ანგარიში. [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual\\_report\\_2019\\_num.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2020/annual_report_2019_num.pdf)
15. საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ. 1998. თბილისი: საქართველოს პარლამენტი. <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/18196?publication=33>
16. ბლუმბერგის სავაჭრო-ანალიტიკური ტერმინალი. (2020). <https://www.bloomberg.com/europe>
17. გერაძე, რ. (2016). ფორბსი საქართველო - საქართველოს საფონდო ბირჟა. <https://forbes.ge/blog/176/saqarTvelos-safondo-birJa>
18. ევგენიძე, ნ. (2014). რადიო თავისუფლება - ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში. თბილისი. <https://www.radiotavisupleba.ge/a/25390387.html>
19. ლოლაძე, გ. (2015). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში - პრობლემები, გამოწვევები და პერსპექტივები, თბილისი. <https://idfi.ge/ge/securities-market-georgia>
20. ნამჩავაძე, ბ. (2015). ფორბსი საქართველო - რა უშლის ხელს საფონდო ბირჟის განვითარებას?. თბილისი. <http://forbes.ge/news/999/ra-uSlis-xels-safondo-birJis-ganviTarebas%3F>