



ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

ფინანსებისა და საბანკო საქმის კათედრა

თამარ ბაბუნაშვილი

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი: პრობლემები და
განვითარების პერსპექტივები

სამაგისტრო ნაშრომი შესრულებულია ბიზნესის ადმინისტრირების მაგისტრის
აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად

ხელმძღვანელი: ასოცირებული პროფესორი,

ეკონომიკის დოქტორი ლეილა ლუდუშაური

თბილისი

2019

ანოტაცია

სამაგისტრო ნაშრომის მიზანია, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კვლევის, მისი წარმოშობისა და განვითარების ისტორიის ერთად თავმოყრა, განვლილი პერიოდის გამოცდილების განზოგადება, არსებული პრობლემების ანალიზი და რეკომენდაციების შემუშავება.

ქვეყნის განვითარება, ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფა და საერთო ჯამში მოსახლეობის ცხოვრების დონის ამაღლება პირდაპირ კავშირშია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, ანუ კაპიტალის ბაზრის განვითარებასთან. ქვეყნის ეკონომიკის აღმავლობის ერთ-ერთი რეალური ბერკეტია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის ყველაზე მიღებული და პრაქტიკული ფორმაა ფასიან ქაღალდებში ინვესტირება ორგანიზებული ბაზრის მეშვეობით.

კვლევის შედეგად დადგინდა, რომ საქართველოში მთავარი პრობლემაა ფულადი რესურსის წყაროს მოზიდვის ორ ძირითად საშუალებას შორის არსებული პრობლემები.

წარმატებულ და განვითარებულ ქვეყნებში ფულის მოზიდვის ორი მექანიზმი - საბანკო სესხი და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ურთიერთსასარგებლო სინერგიას ავლენს, ხოლო საქართველოში ფულადი რესურსის მოზიდვის ერთი მექანიზმი - საბანკო სესხი და მთლიანობაში კომერციული საბანკო სისტემა - მაქსიმალურად ცდილობს არ მისცეს გასაქანი ფულის რესურსის მოზიდვის მეორე მექანიზმს (რომელიც მთავარ კონკურენტად მიაჩნია) - ფასიანი ქაღალდების ბაზარს და საფონდო ინდუსტრიას.

კვლევით დასტურდება, რომ მათ ეს წარმატებით გამოსდის, რადგან არსებულ ეტაპზე საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს დაკარგული აქვს თავისი მთავარი ფუნქცია - იყოს ფასიან ქაღალდებზე ფასწარმოქმნის საბაზრო ფუნდამენტი.

Tamari Babunashvili

Securities market of Georgia: Problems and prospects of development

Annotation

This Master's thesis is to study a securities market of Georgia, research and best practices, its origin and development to gather the history, the experience of the past period, analysis of existing problems and generalized recommendations.

Development of the country, economic growth and overall living standards of the population is directly related to the securities market, capital market development.

The country's economic growth is one of the real leverage for investment, which is the most practical form of securities and investment through the organized market.

This study revealed that the main problem in Georgia is the unhealthy competition between the two way sources of money flow attraction.

Successful and developed countries, raising money via two way - the bank loan and securities market, which are in a mutual synergy to each other, while in Georgia the bank loan and the overall commercial banking system - is trying not to contemplate the money resources of the mechanism (which is considered as the main competitor) - securities and the stock market industry.

This research confirmed that they (commercial banks) succeed, because the securities market has lost its main function - to be the foundation of the securities market pricing.

შინაარსი

ანოტაცია.....	2
Annotation	3
შესავალი.....	5
თავი I. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირებისა და ფუნქციონირების ეკონომიკურ-სამართლებრივი თავისებურებები.....	9
თავი II. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები საქართველოში.....	20
2.1 ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატი.....	27
2.2 სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები.....	29
2.3 საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები	34
თავი III. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მაჩვენებლები და ძირითადი მონაწილეები.....	40
3.1 ობლიგაციების ბაზარი.....	40
3.2 აქციების ბაზარი	52
3.3 საფონდო ბირჟა.....	54
თავი IV. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია და მისი შედეგების ანალიზი.....	60
დასკვნები და რეკომენდაციები	74
გამოყენებული ლიტერატურა.....	76

შესავალი

თემის აქტუალურობა. წარმატებულ და განვითარებულ ქვეყნებში ფულის მოზიდვის ორი მექანიზმი - საბანკო სესხი და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ურთიერთსასარგებლო სინერგიას ავლენს, ხოლო საქართველოში ფულადი რესურსის მოზიდვის ერთი მექანიზმი - საბანკო სესხი და მთლიანობაში კომერციული საბანკო სისტემა - მაქსიმალურად ცდილობს არ მისცეს გასაქანი ფულის რესურსის მოზიდვის მეორე მექანიზმს - ფასიანი ქაღალდების ბაზარს და საფონდო ინდუსტრიას. შედეგად, თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს დაკარგული აქვს თავისი მთავარი ფუნქცია - იყოს ფასიანი ქაღალდებზე ფასწარმოქმნის საბაზრო ფუნდამენტი. აღნიშნულის გარდა, საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განუვითარებლობის მრავალი მიზეზი არსებობს, დაწყებული სახელმწიფოს მიერ გატარებული პოლიტიკით და დამთავრებული მოსახლეობის მენტალიტეტით. ერთ-ერთი ხელისშემშლელი მიზეზია ფინანსური ინსტრუმენტების სიმცირე.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები შეუცვლელი ინსტრუმენტია ნებისმიერი ქვეყნის ფინანსური ბაზრის განვითარების საქმეში. სახელმწიფოს მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების დროს, სხვა მიზანთა შორის გამოირჩევა ქვეყანაში ფულის მასის რეგულირება, ანტიინფლაციური ღონისძიებების გატარება, ეროვნულ ვალუტაზე მოთხოვნის სტიმულირება და მისი გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ხელშეწყობა.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ხელს უწყობს საბანკო სექტორს და კერძო ინვესტორებს დააბანდონ თავიანთი თავისუფალი სახსრები მაქსიმალურად უსაფრთხოდ და ლიკვიდურად. მათი შექმნა შეუძლია ნებისმიერ ფიზიკურ თუ იურიდიულ პირს, თუმცა მხოლოდ საქართველოში მოქმედი კომერციული ბანკების მეშვეობით, რაც მთელ რიგ სირთულეს წარმოშობს, რომელთა შესწავლა და გადაჭრა აუცილებელია. აქედან გამომდინარე, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შესწავლა მნიშვნელოვანია როგორც თეორიულად ისე პრაქტიკული თვალსაზრისით.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პრობლემების შესწავლა საქართველოს სინამდვილეში განპირობებულია აგრეთვე ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საკითხებზე კვლევების ნაკლებობით, სადაც საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებული მთელი რიგი საკითხების კვლევა საერთოდ თეთრ ლაქადაა დარჩენილი-მთლიანობაში არ არის სათანადოდ შეფასებული და გამოკვლეული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მნიშვნელობა, რომლის სისტემური მონოგრაფიული გამოკვლევა აქამდე არ ჩატარებულა. სწორედ ამ ხარვეზის გამოსწორების ცდაა მოცემული კვლევითი პროექტი.

ნაშრომის მიზანია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების თავისებურებათა შესწავლა-გაანალიზება და მისი განვითარების ძირითადი პერსპექტივების გამოვლენა.

ნაშრომის მიზნებიდან გამომდინარე დასახულ იქნა შემდეგი **ამოცანები**:

- საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეკონომიკურ-სამართლებრივი ბაზის შესწავლა;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სახეობების შესწავლა-გაანალიზება;
- საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გამოწვევების შეფასება;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანი განვითარების პერსპექტივების გამოვლენა;
- კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის შედეგების ანალიზი და შეფასება;
- რეკომენდაციების შემუშავება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისათვის.

ნაშრომის მეთოდოლოგია. კვლევა ეყრდნობა: ქართველი მეცნიერების, მკვლევარების, ეკონომისტებისა და ფინანსისტების ნაშრომებს, საქართველოში მოქმედ საკანონმდებლო ბაზას, სამეცნიერო-პრაქტიკულ ნაშრომებს, საქართველოს ეროვნული ბანკის, საქართველოს საფონდო ბირჟისა და საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის ოფიციალური მასალებს, აგრეთვე ელექტრონულ-საძიებო საშუალებებს.

სამაგისტრო ნაშრომის კვლევის შედეგად მიღებული ძირითადი მიგნებები. ჩვენ მიერ წარმოდგენილ ნაშრომში კვლევის შედეგად მიღებული ძირითადი მიგნებები შეიძლება შემდეგნაირად ჩამოვაყალიბოთ:

- სახელმწიფომ გამოუშვას ფასიანი ქაღალდები არა მარტო დეფიციტის დაფინანსების მიზნით და სახელმწიფო ბიუჯეტის მოკლევადიანი საკასო სხვაობის დასაფარავად, არამედ ბაზრის განვითარების მიზნითაც. ამ კუთხით დაიგეგმოს ცვლილებები კანონში სახელმწიფო ვალის შესახებ;
- არარეზიდენტი ინვესტორების მონაწილეობის ხელშეწყობა ადგილობრივ ბაზარზე, განსაკუთრებით განვითარების საწყის ეტაპზე, მნიშვნელოვანია რამდენიმე მიმართულებით, რადგან უცხოელი ინვესტორები ხელს უწყობენ ბაზრის გაღრმავებასა კონკურენციის მატებას. მნიშვნელოვანია მათთვის სათანადო ინფორმაციის მიწოდება. არარეზიდენტ ინვესტორებთან კომუნიკაციის გააქტიურება ისეთი ღონისძიებებით როგორცაა ფინანსთა სამინისტროს და ეროვნული ბანკის ვებ გვერდების პერიოდული დახვეწა, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ნორმების ინგლისური ვერსიების რეგულარული განახლება და გამოქვეყნება;
- მნიშვნელოვანია ფასიანო ქაღალდების ბაზარზე კერძო ფიზიკური პირების მონაწილეობის გადახედვა და ინფორმაციის მიწოდება. დღეისათვის ფიზიკურ და იურიდიულ პირებს შეუძლიათ პირველად ბაზარზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შეძენა. თუმცა ამის შესახებ ინფორმირებულობის დონე დაბალია;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსება ხორციელდება მხოლოდ კომერციული ბანკების მეშვეობით, რაც ზღუდავს ინვესტირების პროცესს, იწვევს ინტერესთა კონფლიქტს ბანკსა და ინვესტორს შორის და აძვირებს სახელმწიფოს შიგა ვალს. მნიშვნელოვანია, რომ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა და გაყიდვა ადვილად ხელმისაწვდომი იყოს და სამომავლოდ განხილულ იქნეს, ფიზიკური პირებისათვის ბაზარზე პირდაპირი მონაწილეობის ალტერნატიული ტექნიკური გადაწყვეტის საკითხიც.

ყველა სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია განხორციელდეს საჯარო წესით, ბირჟის მეშვეობით;

- კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია, ბაზრის მონაწილეთა და სახელმწიფოს ქმედებების კონსოლიდაცია განვითარების სწორი საფუძვლის ჩამოყალიბებისათვის. კერძოდ, საჭიროა ფასების გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა, ბაზრის მონაწილეთა განათლება, რეპორტინგი, ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა, ბაზრის ზედამხედველობა, ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულების განსაზღვრა, ემიტენტის გამჭვირვალობა და სხვა.

ნაშრომის სტრუქტურა. სამაგისტრო ნაშრომი მოიცავს 77 გვერდს და შედგება: ანოტაციის, შესავლის, ოთხი თავისა და ექვსი ქვეთავისაგან. ნაშრომს თან ერთვის დასკვნები, რეკომენდაციები და გამოყენებული ლიტერატურის ჩამონათვალი.

თავი I. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირებისა და ფუნქციონირების ეკონომიკურ- სამართლებრივი თავისებურებები

დამოუკიდებლობის მოპოვებასთან და საბაზრო ეკონომიკისკენ სვლის დაწყებასთან ერთად საქართველომ კაპიტალის ბაზრების განვითარებაც დაიწყო, რაც ჯანსაღი და მზარდი ეკონომიკის მნიშვნელოვანი კომპონენტია.

განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ქვეყნისთვის მხოლოდ დადებითი შედეგის მომტანია. ერთი მხრივ, კომპანიებისთვის აფართოებს კაპიტალის ბაზარს, ისინი არ არიან დამოუკიდებელი მხოლოდ საბანკო კრედიტზე ან პირდაპირ ინვესტიციებზე, შეუძლიათ კომპანიის მცირედი წილის აქციებად გაყიდვით მოიზიდონ დამატებითი კაპიტალი. მეორე მხრივ, მოსახლეობას სტიმული უჩნდება, თანხა დაზოგოს და აქციები შეიძინოს. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იძლევა შესაძლებლობას, რომ ერთი ლარის მფლობელიც კი ინვესტორი გახდეს. რაც მეტია ერში დაზოგვისადმი მიდრეკილება, მით მეტი ინვესტიცია ხორციელდება და ეკონომიკის ზრდის ტემპი მაღლდება. ბირჟა აიოლებს უცხოური კაპიტალის მოზიდვასაც პორტფელური ინვესტიციების სახით. გარდა ამისა, საფონდო ბირჟაზე მიმდინარე მოვლენები, რაც საფონდო ბირჟის ინდექსში აისახება, ქვეყნის ეკონომიკის ტენდენციებს ასახავს – როგორც ბუმს, ასევე კრიზისს. ვალუტის კურსთან ერთად საფონდო ბირჟის ინდექსები პირველი სიგნალის მომცემია ეკონომიკაში მომხდარი ფუნდამენტური ცვლილებების შესახებ. აქედან გამომდინარეობს ის პანიკა, რომელიც იწყება ამა თუ იმ ქვეყანაში, სადაც საფონდო ბირჟის ინდექსები სწრაფად იწყებს დაცემას. საფონდო ბირჟის ინდექსი გამოსახავს ბევრი კომპანიის სააქციო კაპიტალის საერთო ღირებულების დონეს. შესაბამისად, ინდექსის შემცირება კომპანიების კაპიტალის შემცირებას ნიშნავს.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს არეგულირებს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, რომელიც 1998 წელს აშშ საერთაშორისო განვითარების სააგენტოს (USAID) დახმარებით და წამყვანი ამერიკელი

ექსპერტების მონაწილეობით შემუშავდა და მიღებულ იქნა საქართველოს პარლამენტის მიერ (და რომელიც აღიარებული იყო იმ დროისთვის ერთ-ერთ საუკეთესოდ პოსტ-კომუნისტურ სივრცეში). აღნიშნული კანონის მიზანია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინვესტორთა ინტერესების დაცვა, ემიტენტთა მიერ ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისას მათი ინფორმაციის, აგრეთვე ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობის ღიაობის უზრუნველყოფა, ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობაში სამართლიანი წესებისა და თავისუფალი კონკურენციის დამკვიდრება. კანონის შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრია გამიჯნული იყო მისი ბუნებრივი კონკურენტის - საბანკო სფეროსგან, რათა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ახლადჩამოყალიბებულ მექანიზმს მისცემოდა დამოუკიდებლად განვითარების რეალური შესაძლებლობა. ეს გამიჯვნა გამოიხატა რიგ ასპექტებში: ბანკებს არ შეეძლოთ ბაზარზე უშუალოდ მონაწილეობა (მხოლოდ შვილობილი საბროკერო კომპანიების მეშვეობით); საფონდო ბირჟის არცერთ მესაკუთრეს არ შეეძლო ჰქონოდა ბირჟის 10%-ზე მეტი წილი, ხოლო ბანკებს ერთად არ შეეძლოთ ჰქონოდათ ბირჟის 50%-ზე მეტი; ფასიანი ქაღალდების ბაზრის და მისი მონაწილეების ზედამხედველობას ახორციელებდა დამოუკიდებელი რეგულატორი - საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია - რომელიც იყო კოლეგიალური მართვის ორგანო და გარდა ზედამხედველობისა, მოწოდებული იყო ხელი შეეწყოს ამ ინდუსტრიის განვითარებისთვის.

ამ კანონმდებლობის საფუძველზე 1998-2000 წლებში ჩამოყალიბდა და ამოქმედდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ინფრასტრუქტურა (საქართველოს საფონდო ბირჟა, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი, 12-მდე დამოუკიდებელი რეგისტრატორი), შეიქმნა და ამოქმედდა 40-მდე საბროკერო კომპანია და ა.შ.

2007-2008 წლებში მოხდა ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის ისეთი დამახინჯება, რასაც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის დისკრედიტაცია და დანგრევა

მოყვა. საქართველოს კანონში „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“¹ ცვლილებების შევიდა. კერძოდ:

- გაუქმდა დამოუკიდებელი რეგულატორი და ფასიანი ქაღალდების ზედამხედველობა ჩაბარდა ეროვნულ ბანკს, რომლის მთავარ საზრუნავს ყოველთვის კონკურენტი საბანკო სფეროს განვითარება წარმოადგენდა და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უკეთეს შემთხვევაში მისი „გერის“ როლში თუ მოგვევლინებოდა;
- ბანკებს მიეცათ უფლება უშუალოდ ჩართულიყვნენ ამ საქმიანობაში;
- გაუქმდა შეზღუდვები საფონდო ბირჟის მესაკუთრეობაზე და ბანკებს მიეცათ შესაძლებლობა სრულად დაპატრონებოდნენ კონკურენტი სფეროს ინფრასტრუქტურას;
- ამას გარდა, თუ ამ ცვლილებებამდე ბირჟაზე დაშვებულ ფასიან ქაღალდებზე გარიგებები აუცილებლად კონკურენტულ და გამჭვირვალე გარემოში - ბირჟაზე - უნდა დადებულიყო, ამ ცვლილებების შემდეგ ეს აღარ იყო აუცილებელი. შედეგად, გარიგებათა 95%-ზე მეტმა ბირჟის გარეთ, ჩრდილში, გაუმჭვირვალე და არაკონკურენტულ გარემოში გადაინაცვლა. ამის შედეგად ფასიანი ქაღალდების ფასების შესახებ ინფორმაცია გახდა ნაკლებად სანდო და ხშირად ცალსახად ხელოვნური.

ყოველივე ზემოხსენებულმა, რა თქმა უნდა, როგორც ადგილობრივი ასევე უცხოელი ინვესტორების სერიოზული უნდობლობა გააჩინა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ და შედეგად, როგორც ბაზრის კაპიტალიზაციის, ასევე ბრუნვების მნიშვნელოვანი ვარდნა მოჰყვა.

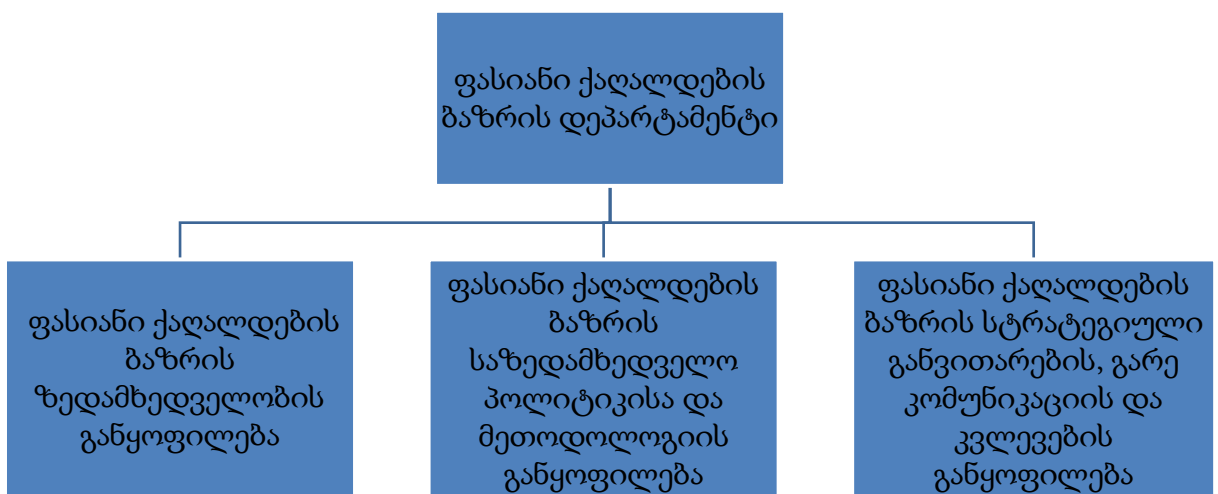
2007 წლიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება ფინანსური მონიტორინგის სამსახურმა ჩაიბარა, მას შემდეგ, რაც მოხდა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის ლიკვიდაცია და დაიწყო რადიკალური ცვლილებების გატარება. ეს ცვლილებები პირველ რიგში ეხებოდა საკანონმდებლო ბაზის შეცვლას, რაც გულისხმობდა საკანონმდებლო ბაზის თანამედროვე სტანდარტებთან დაახლოებას და მისი რეგულირების პრინციპების სრულყოფას.

¹ საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, საკანონმდებლო მაცნე, 14.03.2008 N5910.

საქართველოს ეროვნული ბანკის შემადგენლობაში შედის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის დეპარტამენტი, რომელიც თავის მხრივ, გარდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის განყოფილებისა, მოიცავს კიდევ ორ განყოფილებას. (იხილეთ დიაგრამა 1.1).

დიაგრამა 1.1

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის დეპარტამენტის სტრუქტურა²



„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის“ შესახებ საკანონმდებლო ბაზა ხასიათდებოდა რიგი ნაკლოვანებებით. კერძოდ, იმ დროისათვის არსებული ნორმატივები არ შეესაბამებოდა ბაზარზე არსებულ რეალობას და ხელს უშლიდა ბაზრის რეგულირებას. არსებული ნორმატივები მონოპოლიურ უფლებებს ანიჭებდა ზოგიერთ მონაწილეს. ინვესტორები არ იყვნენ დაცულები და ყოველივე ეს ხელს უშლიდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას.

პარალელურად, სხვა კანონმდებლობაში შედის სხვა ცვლილებები. 2007-08 წლებში სხვადასხვა საკანონმდებლო აქტში შეტანილი ცვლილებებში, აკრძალვების

² https://www.nbg.gov.ge/uploads/structure/2014/2017/f/struktura_geo.pdf

მუხლში ხშირად ვკითხულობთ, რომ ეს აკრძალვა ეხება ყველა ფინანსურ ინსტიტუტს და იქვე ფრჩხილებში გვხვდება ჩანაწერი – „გარდა ბანკებისა“.

2009 წლის განმავლობაში ძალაში შევიდა „ანგარიშვალდებული საწარმოების მიმართ პერიოდული საანგარიშგებო მოთხოვნების განსაზღვრის, საანგარიშგებო მოთხოვნებისაგან განთავისუფლების, ანგარიშვალდებული საწარმოების ინფორმაციის კონფიდენციალურობისა და ემიტენტისათვის ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის დანიშვნის წესი“, რომლის მიხედვითაც:

- 1) შემცირდა იმ საწარმოთა რიცხვი, რომლებიც წარადგენენ ანგარიშს ეროვნულ ბანკში;
- 2) შეიცვალა წარმოსადგენი ანგარიშის ფორმა;
- 3) განისაზღვრა ანგარიშისგან გათავისუფლების სხვადასხვა პირობები.³

აღსანიშნავია, რომ 2009 წლის განმავლობაში შემუშავდა წესების ახალი პროექტები, რომლებიც დაავალდებულებს საბროკერო კომპანიებს და ფასიანი ქაღალდების დამოუკიდებელ რეგისტრატორებს ანგარიში წარმოადგინონ საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისად და მოუხსნის კომპანიებს ზედმეტი მოთხოვნები.

2010 წელი ფასიანი ქაღალდების ბაზრისთვის მნიშვნელოვანი იყო ბაზრის განვითარების ძირითადი მიმართულებების შექმნით და შესაბამისი მარეგულირებელი ბაზის განახლებით. ბაზრის ყველა მონაწილესთან დამკვიდრდა ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტით მომზადების პრაქტიკა, რითაც კიდევ ერთი ნაბიჯი გადაიდგა ბაზრის მონაწილეების დაახლოებისკენ საერთაშორისო ინვესტორებთან და პარტნიორებთან. გარდა ამისა, ბაზრის მონაწილეების მიერ მომზადებული ანგარიშგებები ხელმისაწვდომი გახდა მომხმარებლისთვისაც ეროვნული ბანკის ვებ-გვერდზე განთავსებული საბროკერო კომპანიების ანგარიშგებები საშუალებას აძლევს მომხმარებელს გაეცნოს თითოეული კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას და მიიღოს მისთვის ხელსაყრელი გადაწყვეტილება ამა თუ იმ კომპანიასთან ურთიერთობის საკითხებში.

³ საქართველოს ეროვნული ბანკის 2009 წლის ანგარიში

ეროვნულმა ბანკმა შეიმუშავა ახალი წესი, რომლის თანახმადაც შესაძლებელი გახდა უცხო ქვეყნის აღიარებულ ბირჟებზე განთავსებული ფასიანი ქაღალდებით და ამ ქაღალდების ემიტენტების სხვა ფასიანი ქაღალდებით საქართველოში დამატებითი რეგულაციის გარეშე ვაჭრობა. წესის მიხედვით დადგინდა ვრცელი ნუსხა იმ ბირჟებისა, რომელზე განთავსებულ ფასიან ქაღალდებსაც და მოვაჭრე კომპანიებს აქვთ ზემოაღნიშნული პრივილეგია. ვინაიდან პროსპექტის დამტკიცების პროცედურა შედარებით ხანგრძლივი პროცესია, აღნიშნული წესი ერთგვარი წახალისების ფუნქციას შეასრულებს უცხოური კომპანიებისათვის და გაუჩენს ინტერესს საქართველოს ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების განთავსების და ქართველი მომხმარებლისათვის მათი შეთავაზების კუთხით.

2010 წლის 18 ივნისს ეროვნული ბანკი გახდა ფასიანი ქაღალდების ნუმერაციის საერთაშორისო ასოციაციის (ANNA) პარტნიორი, რამაც საშუალება მოგვცა საქართველოში გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებს მივანიჭოთ საერთაშორისო საიდენტიფიკაციო ნომერი (ISIN). აღნიშნული ნომერი უნიკალურია და შეიცავს საკმაოდ მოცულობით ინფორმაციას ფასიანი ქაღალდის მახასიათებლების შესახებ. ეროვნული ბანკის მიერ მინიჭებული ნომერი ცნობადი გახდა საერთაშორისო ბაზარზე, რაც გულისხმობს იმას, რომ საქართველოში გამოშვებული და დანომრილი ფასიანი ქაღალდები თავისუფალ მიმოქცევაში შეიძლება მოხვდეს საერთაშორისო ბაზრებზეც.

2010 წელს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურმა დეპოზიტარმა განახორციელა ცვლილებები წესებში, რაც განპირობებული იყო ერთ-ერთი მსხვილი საერთაშორისო კასტოდინის დაინტერესებით საქართველოს ფინანსურ ბაზარზე ოპერირების დაწყების თაობაზე. კერძოდ, ცვლილებები შევიდა „ცენტრალური დეპოზიტარის წევრთა შესახებ დებულებაში“ და „ცენტრალური დეპოზიტარის ოპერაციების და პროცედურების შესახებ წესში“. განხორციელებული ცვლილებების შედეგად შეიცვალა წევრთა და შესაბამის ანგარიშთა სტრუქტურა დეპოზიტარში და აქცენტი გაკეთდა კასტოდინების მომსახურებაზე. აღნიშნული ცვლილებები მიმდინარეობდა საერთაშორისო კასტოდინის ექსპერტებთან აქტიური კონსულტაციების ფორმით და

მაქსიმალურად იქნა გათვალისწინებული მათი მოთხოვნები. შედეგად, ცენტრალურ დეპოზიტარში იქმნება ხელსაყრელი პირობები კასტოდიანური ოპერაციების სპექტრის გაფართოებისა და სრულყოფისათვის. თავის მხრივ ქვეყანაში საერთაშორისო კასტოდიანის შემოსვლა ქმნის საფონდო ბაზარზე ინსტიტუციონალური ინვესტორების შემოსვლის რეალურ პერსპექტივებს.⁴

2011 წლის გრძელდებოდა მუშაობა წარმატებული საერთაშორისო პრაქტიკის და აღიარებული პრინციპების დანერგვის მიმართულებით. ეროვნული საიდენტიფიკაციო ნომრების სააგენტოთა ასოციაციის (ANNA) პარტნიორობამ დღის წესრიგში დასვა რამდენიმე საკანონმდებლო ცვლილებების განხორციელება, რომლებიც გაითვალისწინებდა სტანდარტების დანერგვას საქართველოში გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების იდენტიფიცირების პროცესში. ასევე მიმდინარეობდა მოლაპარაკებები არარეზიდენტ საინვესტიციო ბანკებთან, საქართველოში კასტოდიანური მომსახურების პრაქტიკის დამკვიდრების თვალსაზრისით. მოლაპარაკებებში ჩართულნი იყვნენ საქართველოში მოქმედი თვითრეგულირებადი ორგანიზაციებიც. საფონდო ბირჟასთან და ცენტრალურ დეპოზიტართან შეიქმნა შესაბამისი პლატფორმა ამ საქმიანობის განხორციელების მიზნით და მათ მიერ შემუშავებულ შიდა წესებში განხორციელდა შესაბამისი ცვლილებები.

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, 2010 წელს საქართველოს ეროვნული ბანკი, როგორც ფასიანი ქაღალდებისთვის ნომრის მინიჭებაზე უფლებამოსილი ორგანო, გახდა ეროვნული საიდენტიფიკაციო ნომრების სააგენტოთა ასოციაციის პარტნიორი. პარტნიორობის თაობაზე გაფორმებული შეთანხმების მიხედვით, ეროვნულ ბანკს მიენიჭა საერთაშორისო საიდენტიფიკაციო ნომრების გაცემის უფლებამოსილება. ამავე ორგანიზაციის დახმარებით შესაძლებელი გახდა საერთაშორისო ნომრების მინიჭება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისთვისაც. შემოღებული იქნა ფასიანი ქაღალდის მაიდენტიფიცირებელი ახალი ნომერი CFI, რომელიც უფრო დეტალურად აღწერს ამა თუ იმ ფასიანი ქაღალდის მახასიათებლებსა და თვისებებს.

⁴ საქართველოს ეროვნული ბანკის 2010 წლის ანგარიში

2012 წელს ძალაში შევიდა ახალი ნორმატიული აქტი, რომელმაც განსაზღვრა ბაზრის მონაწილეების მიერ შესაძლო დარღვევების ნუსხა და ის ზომები, რომლებიც უნდა იქნას გამოყენებული აღნიშნული დარღვევების დროს.⁵

2011-2012 წლებში დაიწყო ანგარიშვალდებულ საწარმოებთან დაკავშირებული პროექტის განხორციელება. პრობლემას წარმოადგენს მოქმედი საწარმოების მხოლოდ ფორმალური ანგარიშვალდებულება, რაც 90-იანი წლების პრივატიზაციის შედეგით არის გამოწვეული. აღნიშნული საწარმოები განკერძოების შედეგად გარდაიქმნენ სააქციო საზოგადოებებად, მათი ფასიანი ქაღალდები კანონის ძალით და ყოველგვარი ალტერნატივის გარეშე განთავსდა საფონდო ბირჟაზე, ხოლო პრივატიზაციის გეგმა მიიჩნის ემისიის პროსპექტად. საწარმოების უმრავლესობა არ ვაჭრობს ფასიანი ქაღალდებით და არ ატარებს იმ კლასიკურ ფუნქციას, რომელსაც საჯარო კომპანიები ითავსებენ. 2010 წელს ნორმატიულ აქტებში განხორციელდა ცვლილებები, რომლითაც ანგარიშგებისგან თავისუფლდებოდნენ ის კომპანიები, რომლებსაც ბოლო 2 წლის განმავლობაში არ ჰქონდათ ნავაჭრი საფონდო ბირჟაზე, ჰყავდათ 50-ზე ნაკლები აქციონერი, ან რომელთა საქმიანობაც იყო შეჩერებული, ასევე ის კომპანიები რომლებიც იმყოფებოდნენ გადახდისუუნარობის ან/და რეაბილიტაციის რეჟიმში. 2012 წელს საქართველოს მთავრობასთან ერთად დაიგეგმა პროექტი, რომელიც გარდა ზემოაღნიშნული პრივილეგიებისა, გაითვალისწინებდა ანგარიშვალდებულ საწარმოთა სტატუსის მოხსნას მათი საქმიანობის, აქტიურობის, ფინანსური მდგომარეობის და სხვა ფაქტორების გათვალისწინებით. ბოლო წლების განმავლობაში დაინერგა ინფორმაციის/ ანგარიშების წარმოდგენის ელექტრონული პრაქტიკა, 2012 წლისთვის შეიქმნა სრულყოფილი ელექტრონული რეესტრი იმ საწარმოების, მათი აქციონერების და წილობრივი მონაწილეობის ცვლილების შესახებ, რომელსაც ეროვნულ ბანკში პერიოდულად წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების დამოუკიდებელი რეგისტრატორი.

ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის უფრო მეტად გააქტიურების ხელშეწყობისა და შესაბამის თანამედროვე მაღალტექნოლოგიური

⁵ საქართველოს ეროვნული ბანკის 2012 წლის ანგარიში.

ინფრასტრუქტურის მოწყობისათვის, საქართველოს ეროვნული ბანკის ინიციატივით შეიქმნა და ამოქმედდა რეპო გარიგებების შესახებ ჩარჩო ხელშეკრულება, რომლი ფარგლებში რეპო გარიგებების დადებისათვის ბანკებს შეუძლიათ გამოიყენონ „ბლუმბერგის“ სავაჭრო სისტემა და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების (CSD) სისტემა. აღნიშნული სისტემების გამოყენებით კომერციულ ბანკებს შორის პირველი რეპო გარიგება 2013 წლის 3 დეკემბერს განხორციელდა. რეპო ოპერაციების ბაზრის გაღრმავება მნიშვნელოვანია ქვეყანაში ფინანსური ბაზრის განვითარებისათვის. ყოველივე ეს იძლევა ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის გააქტიურების კარგ საფუძველს და მას უნდა მოჰყვეს ბაზრის ლიკვიდობის ზრდა დამატებითი ფასიანი ქაღალდების, მათ შორის, განსაკუთრებით გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების გზით.

2017 წელს საგადასახადო კოდექსში შევიდა ცვლილებები ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული საგადასახადო შეღავათების შესახებ. ცვლილების თანახმად, საგადასახადო შეღავათი შეეხება რეზიდენტი იურიდიული პირების მიერ საქართველოში საჯარო შეთავაზების გზით გამოშვებულ და ეროვნული ბანკის მიერ აღიარებულ ორგანიზებულ ბაზარზე სავაჭროდ დაშვებულ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებს.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, ეროვნულმა ბანკმა შეიმუშავა ორგანიზებულ ბაზარად აღიარების დროებითი წესი, რომელიც ეფუძნება საერთაშორისოდ აღიარებულ სტანდარტებსა და ევროდირექტივების მოთხოვნების ძირითად პრინციპებს. წესის მიხედვით, განსაზღვრულია ის მინიმალური ორგანიზაციული, სისტემური და გამჭვირვალობის კრიტერიუმები, ასევე, მოთხოვნები მენეჯმენტის მიმართ, რომლებსაც უნდა აკმაყოფილებდეს ორგანიზებული ბაზარი, რათა საგადასახადო შეღავათით სარგებლობის მიზნებისათვის ეროვნული ბანკისგან აღიარებულის სტატუსი მოიპოვოს. ამ ეტაპზე, არსებული რეალობის გათვალისწინებით, აღიარებული ბაზრის სტატუსი მიენიჭა მხოლოდ საქართველოს საფონდო ბირჟის „A“ და „B“ კატეგორიის სალისტინგო სეგმენტს. ამასთან, საქართველოს საფონდო ბირჟას განესაზღვრა გარკვეული პერიოდი წესით

განსაზღვრული მოთხოვნების სრულად დასაკმაყოფილებლად. აღნიშნული მოთხოვნების დაკმაყოფილებით ბირჟა საერთაშორისოდ აღიარებულ სტანდარტებს მიუახლოვდება.

ეროვნული ბანკის ინიციატივით დაიწყო მუშაობა ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკთან (EBRD) საქართველოში დერივატივების ბაზრის განვითარების პროექტზე. პროექტის მიზანია, შეიქმნას ფულადი ბაზრების განვითარების ხელშემწყობი სამართლებრივი და ბიზნეს გარემო, რაც შესაბამისობაში იქნება საერთაშორისო სტანდარტებთან და გამოცდილებასთან. პროექტის ფარგლებში შემუშავდა კანონპროექტი, რომელიც დაარეგულირებს დერივატივების მიმოქცევას და მასთან დაკავშირებულ ურთიერთობებს. პროექტის წარმატებული განხორციელება საშუალებას მისცემს ინვესტორებს, მოახდინონ ფინანსური ინსტრუმენტების ჰეჯირება როგორც სავალუტო, ისე საპროცენტო განაკვეთის რისკებისგან; ხელს შეუწყობს უფრო დახვეწილი საინვესტიციო სტრატეგიების განხორციელებას და, ზოგადად, მათი მხრიდან ინტერესის გაღრმავებას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ⁶.

2018 წელს გაფორმდა 3-წლიანი ხელშეკრულება საქართველოს ეროვნულ ბანკსა და ბელგიის ფასიანი ქაღალდების საზედამხედველო ორგანოს (FSMA) შორის. პროექტი დაყოფილია სამ ფაზად, და გეგმის მიხედვით I-II ფაზები 2018 წლის ოქტომბერში დასრულდა. პროექტის მიზანია, მომზადდეს დეტალური სამოქმედო გეგმა, რომელიც მნიშვნელოვნად გააუმჯობესებს საზედამხედველო ჩარჩოს და შეუსაბამებს მას ევროკავშირის სტანდარტებსა და IOSCO-ს (ფასიანი ქაღალდების კომისიათა საერთაშორისო ორგანიზაცია) პრინციპებს.

აღნიშნული ჩარჩო შემდეგ ძირითად მიმართულებებს ითვალისწინებს:

1) შუამავლები (ბროკერები, ბაზრის ინფრასტრუქტურა) - 2018 წელს შემუშავდა საბროკერო საქმიანობის მარეგულირებელი ორი ახალი წესი. აღნიშნული რეგულაციების მიზანია სექტორში არსებული საშუამავლო მომსახურების სტანდარტის ამაღლება, არსებული და პოტენციური ინვესტორების ინტერესების დაცვა და გადაწყვეტილების მისაღებად საჭირო ინფორმაციის სრულყოფილად

⁶ https://www.nbg.gov.ge/bankjournal/index.php?m=115&blog_id=190

მიწოდება. ამასთან, სტრატეგიის ფარგლებში, დაგეგმილია არსებული სახედამხედველო ჩარჩოს გადახედვა და მისი ევროკავშირის სტანდარტებთან დაახლოება.

2) ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები - ეროვნული ბანკის ერთ-ერთი მთავარი პრიორიტეტია ფასიანი ქაღალდების ემიტენტების გამჭვირვალობის ამაღლება და გამართული კორპორატიული მართვის სტანდარტების დამკვიდრების ხელშეწყობა.

აღნიშნული მიმართულებით მიმდინარეობს ინტენსიური მუშაობა განახლებულ პროსპექტის წესზე, რომლის მთავარი ფუნქციაა ინვესტორებისთვის სრული, ხარისხიანი და უტყუარი ინფორმაციის გამჟღავნება ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული რისკების შესახებ. გარდა ამისა, კორპორატიული მართვის პრინციპების შემუშავება საქართველოს ეროვნული ბანკის ერთ-ერთი პრიორიტეტია. აღსანიშნავია, რომ განვითარებული ქვეყნების გამოცდილებით, კორპორატიული მართვის მაღალი სტანდარტები დადებითად აისახება როგორც კომპანიების ფინანსურ რესურსების წვდომაზე, ასევე მათ ფინანსურ მაჩვენებლებსა და მომგებიანობაზე. ამ მიმართულებით, მსოფლიო ბანკის და IFC-ის მხარდაჭერით შეიქმნა უწყებათაშორისი სამუშაო ჯგუფი, რომლის მიზანი კორპორატიული მართვის ჩარჩოს შემუშავებაა.

თუ ანალიზს გავაკეთებთ კარგად ჩანს, როგორ ხდება ფასიანი ქაღალდების ბაზრისთვის საფუძვლების გამოცლა საკანონმდებლო დონეზე იმისთვის, რომ კონკურენტი დარგი არ განვითარდეს და ეს ყველაზე კარგად აისახება საბროკერო კომპანიების რაოდენობაში.

თავი II. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები საქართველოში

საქართველოში ორი განსხვავებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარია: სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და კორპორაციული და საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების ობლიგაციები.

საქართველოში გამოშვებული სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდები არ გამოირჩევა მრავალფეროვნებით. საქართველოს დამოუკიდებლობის მოპოვებისას და გარდამავალ პერიოდში მოსახლეობას გააჩნდა რიგი სახის სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდი, რომელიც საქართველოს კანონით „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ აღიარებულ იქნა სახელმწიფო საშინაო ვალში⁷ კანონი მიღებულ იქნა 1998 წლის 5 მარტს. თუმცა მანამდე ზოგადი სახელმწიფო ბაზა შექმნა საქართველოს კონსტიტუციამ, რომელიც მიღებულ იქნა 1995 წლის 25 აგვისტოს. სწორედ ამ კანონების საფუძველზე გამოშვებულ იქნა პირველი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები შეუცვლელი ინსტრუმენტია ნებისმიერი ქვეყნის ფინანსური ბაზრის განვითარების საქმეში. სახელმწიფოს მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების დროს, სხვა მიზანთა შორის გამოირჩევა ქვეყანაში ფულის მასის რეგულირება, ანტიინფლაციური ღონისძიებების გატარება, ეროვნული ვალუტაზე მოთხოვნის სტიმულირება და მისი გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ხელშეწყობა.⁸

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ხელს უწყობს საბანკო სექტორს და კერძო ინვესტორებს დააბანდონ თავიანთი თავისუფალი სახსრები მაქსიმალურად უსაფრთხოდ და ლიკვიდურად. აუქციონები ტარდება ბლუმბერგის ელექტრონული სავაჭრო სისტემის გამოყენებით. მათი შექმნა შეუძლია ნებისმიერ ფიზიკურ თუ იურიდიულ პირს - აუქციონში მონაწილეობის მიღება შესაძლებელია საქართველოში მოქმედი კომერციული ბანკების მეშვეობით.

⁷ კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“, მუხლი 48, თბ. 1998წ.

⁸ საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>.

საქართველოს სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდი არის ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც გამოშვებულია თანხების მოზიდვის მიზნით სახელმწიფოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ან რომელიმე სხვა სახელმწიფო ორგანოს მიერ, მოკლევადიანი, საშუალო ვადიანი ან გრძელვადიანი, პროცენტის ან უპროცენტო სახით, გამოსახული ეროვნული ან კონვერტირებადი ვალუტით.

საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის საკითხთან დაკავშირებით საქართველოს კანონმდებლობის შესწავლით დადგინდა, რომ არ არსებობს ცალკე კანონი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შესახებ, ხოლო „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიხედვით⁹ : “ამ კანონით არ განისაზღვრება საქართველოს სახელმწიფოს სახელით სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და საჯარო შეთავაზების, აგრეთვე ამ ფასიანი ქაღალდებით საფონდო ბირჟის გარეთ საბანკო ვაჭრობის წესები“. შესაბამისად, არსებული საკანონმდებლო ნორმებით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა - გაყიდვის პროცესი არ ხორციელდება საჯარო წესით და მათი შექმნა ღია ბაზარზე არის შეუძლებელი. შეიძლება დავასკვნათ, რომ საკანონმდებლო კუთხით ამ ინსტრუმენტის მიმოქცევა რეგულირდება კანონით „სახელმწიფო ვალის შესახებ“. კანონი სრულად განმარტავს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ტერმინოლოგიას და სიტყვათა მნიშვნელობას.

საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს „საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ“ დებულება (დამტკიცებულია: საქართველოს ფინანსთა მინისტრისა და საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ერთობლივი ბრძანებით, № 10/01–N 51, 01/02/2010, შეტანილია ცვლილება: ბრძანებით, № 163/01–N931, 17/12/2010, № 116/04–N642, 30/12/2011) არის ძირითადი დოკუმენტი, რომელიც აწესრიგებს პრაქტიკაში სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ყველა საკითხს. მოქმედი დებულების

⁹ საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, მუხლი 1. გამოყენების სფერო, საკანონმდებლო მაცნე, 14.03.2008 N5910.

თანახმად ერთი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულებაა 1000 ლარი.

სახაზინო ვალდებულების გამოშვება ხდება ეროვნული ვალუტით, არამატერიალიზებული ფორმით. ეს იმას ნიშნავს, რომ სახაზინო ვალდებულებები არ არსებობს ქაღალდის ფორმით, მათ შესახებ ინფორმაცია ინახება საქართველოს ეროვნულ ბანკში ელექტრონული ჩანაწერის სახით.

სახელმწიფო ობლიგაციების ემიტენტი ფინანსთა სამინისტროა. სახელმწიფო ობლიგაცია არის კუპონური სახელმწიფო საშუალოვადიანი ფასიანი ქაღალდი, დენომინირებული ეროვნულ ვალუტაში და გამოშვებული არამატერიალიზებული ფორმით. საქართველოს ეროვნული ბანკი ობლიგაციებს მიჰყიდის მხოლოდ სათავო რეზიდენტ კომერციულ ბანკებსა და არარეზიდენტი კომერციული ბანკების ფილიალებს. ეროვნული ბანკის ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის კომისია ადგენს გასაყიდი ობლიგაციების მაქსიმალურ მოცულობასა და მაქსიმალურ საპროცენტო განაკვეთს. ამასთან, ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის კომისიას უფლება აქვს დაადგინოს თითოეული ემისიისათვის ერთი მონაწილის მიერ ობლიგაციების შესყიდვის მაქსიმალური ოდენობა. ობლიგაციის შესყიდვის შესახებ ბანკის მიერ წარდგენილ განაცხადში ობლიგაციების რაოდენობა არ უნდა იყოს 50 ცალზე ნაკლები. ფიზიკურ პირებს კომერციულ ბანკის მეშვეობით შესაძლებლობა ეძლევათ შეისყიდონ სახელმწიფო ობლიგაციები. აუქციონი ჩატარდება მრავალი ფასის მეთოდით (მეთოდი, რომლის დროსაც აუქციონში გამარჯვებული მყიდველი დაკმაყოფილდება განაცხადში მის მიერ მითითებული ფასით). გამარჯვებული განაცხადები კმაყოფილდება განაცხადში მითითებული საპროცენტო განაკვეთით.¹⁰

თავდაპირველად დაკმაყოფილდება ის განაცხადები, სადაც დაბალი საპროცენტო განაკვეთებია მითითებული, შემდგომ უფრო მაღალი და ა.შ. მანამ სანამ მთლიანად არ გაიყიდება აუქციონზე გამოტანილი ფასიანი ქაღალდები. აუქციონს ატარებს საქართველოს ეროვნული ბანკი ელექტრონული სავაჭრო სისტემის მეშვეობით. აუქციონს წარმართავს საქართველოს ეროვნული ბანკის

¹⁰ <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>.

საბაზრო ოპერაციების ჯგუფი, რომელიც შედგება ეროვნული ბანკის თანამშრომლებისგან. საბაზრო ოპერაციების ჯგუფი არის სპეციალურად შექმნილი პროფესიონალთა გუნდი, რომელიც ატარებს ეროვნული ბანკის ყველა მონეტარულ ოპერაციას და ასევე სახაზინო ვალდებულებების აუქციონებს. ფასიანი ქაღალდის მეორად ბაზარზე შესაძენად მსურველმა უნდა მიმართოს კომერციულ ბანკს. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდიდან მიღებული შემოსავალი არ იბეგრება. ფასიანი ქაღალდის საბაზრო ფასის გაგება შესაძლებელია კომერციული ბანკების ვებ-გვერდებზე. საქართველოს ეროვნული ბანკი წინასწარ, სამი სამუშაო დღით ადრე შეატყობინებს კომერციულ ბანკებს აუქციონის ჩატარების თარიღს და აგრეთვე აუქციონზე განთავსებული ფასიანი ქაღალდების სრულ ოდენობას. აუქციონის შედეგები მყისიერად, აუქციონის დამთავრებისთანავე ცნობილი ხდება მონაწილე ბანკებისათვის. შედეგების ამსახველი ინფორმაცია ასევე ოპერატიულად განთავსდება საქართველოს ეროვნული ბანკის ვებ-გვერდზე, არაუგვიანეს 17 საათისა.

ბაზრის ინფორმირებულობის მიზნით, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო და საქართველოს ეროვნული ბანკი აცხადებენ წინასწარ სავარაუდო ემისიის გრაფიკს, რომლის მაგალითი წარმოდგენილია ცხრილის სახით (იხილეთ ცხრილი N 2.1)

სახაზინო ვალდებულებებისა და სახაზინო ობლიგაციების 2019 წლის

II კვარტლის საემისიო კალენდარი¹¹

აუქციონის თარიღი	ანგარიშსწორების თარიღი	ემისიის მოცულობა (ლარი)	ვადიანობა (დღეები)	ვადიანობა (წლები)	დაფარვის თარიღი
02/04/19	04/04/19	40,000,000	364	12 თვიანი	02/04/20
08/04/19	11/04/19	20,000,000	182	6 თვიანი	10/10/19
08/04/19	11/04/19	60,000,000	647	2 წლიანი	17/01/21
16/04/19	18/04/19	25,000,000	3197	10 წლიანი	18/01/28
23/04/19	25/04/19	30,000,000	1616	5 წლიანი	27/09/23
07/05/19	10/05/19	40,000,000	363	12 თვიანი	07/05/20
14/05/19	16/05/19	20,000,000	182	6 თვიანი	14/11/19
14/05/19	16/05/19	60,000,000	612	2 წლიანი	17/01/21
28/05/19	30/05/19	50,000,000	1827	5 წლიანი	30/05/24
04/06/19	06/06/19	40,000,000	364	12 თვიანი	04/06/20
11/06/19	13/06/19	20,000,000	182	6 თვიანი	12/12/19
11/06/19	13/06/19	60,000,000	584	2 წლიანი	17/01/21
25/06/19	27/06/19	50,000,000	1799	5 წლიანი	30/05/24

რაც შეეხება ცალკეულ ემისიას, ამ შემთხვევაში დამატებით ცხადდება ემისია, რომელიც საქართველოს ეროვნული ბანკის საიტზე დამატებითი ემისიის ფარგლებში გამოცხადებულ აუქციონზე შეტყობინების სახით ვრცელდება. (კონკრეტული ემისიის გამოცხადების ფორმა იხილეთ სურათი 2.2):

¹¹ საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=589>.

საქართველოს ეროვნული ბანკის შეტყობინება: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახაზინო ვალდებულების აუქციონის ჩატარების შესახებ¹²

გამოცხადებული აუქციონები	
საქართველოს ეროვნული ბანკის შეტყობინება	
საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახაზინო ობლიგაციის დამატებითი ემისიის	
აუქციონის ჩატარების შესახებ	
აუქციონის ნომერი	26
ISIN	GKTC24530221
ფასიანი ქაღალდის ვადიანობა	1799 დღე
ფასიანი ქაღალდის აღწერა	5წ. სახაზინო ობლიგაცია
ნომინალური ღირებულება	1 000 ლ
გამოცხადებული ემისია	50 000 000 ლ
მიმოქცევაში არსებული	50 000 000 ლ
კუპონის განაკვეთი	7.000%
აუქციონის თარიღი	25 ივნისი, 2019
ანგარიშსწორების თარიღი	27 ივნისი, 2019
დაფარვის თარიღი	30 მაისი, 2024
კუპონის გადახდის თარიღები	30.11.19 30.05.20 30.11.20 30.05.21 30.11.21 30.05.22 30.11.22 30.05.23 30.11.23 30.05.24
ერთი კონვერტებული განაცხადის მინიმალური მოცულობა	50 000 ლ
ერთი არაკონვერტებული განაცხადის მაქსიმალური მოცულობა	20 000 ლ
კომერციული ბანკის სავსთარი განაცხადის მაქსიმუმი	გამოცხადებული ემისიის 75%
კომერციული ბანკის ერთი კლიენტის განაცხადის მაქსიმუმი	გამოცხადებული ემისიის 50%
აუქციონის პლატფორმა	Bloomberg BAS

ჩატარებული კვლევის შედეგად დადგენილ იქნა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც მიმოიქცევა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ესენია:

¹² საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=592>.

- საქართველოს სახაზინო ვალდებულება (1997 წლიდან);
- საქართველოს სახაზინო ობლიგაცია (2006 წლიდან);
- საქართველოს ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატები (2006 წლიდან);
- საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები (2008 წლიდან).

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არ მიმოიქცევა მუნიციპალური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, რაც უდავოდ აკნინებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სრულფასოვან განვითარებას. ამასთანავე, ფასიანი ქაღალდების ეს სახეობა არის საწინდარი ადგილობრივი თვითმმართველობის განვითარებასა და მუნიციპალიტეტების მიმართ ნდობის ამაღლების კუთხით. მისი არქონა ხელს უშლის ადგილობრივ თვითმმართველობებს მათი მდგომარეობის ფინანსურ გამძლიერებასა და მათ წინაშე არსებული ამოცანების გადაჭრაში.¹³

ზემოთმოყვანილი ოთხი სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ერთმანეთისგან გამოირჩევა შემდეგი კრიტერიუმით:

- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამომშვები სახელმწიფო ორგანო;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამომშვების თარიღი;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ვადიანობა დაფარვამდე;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამომშვების ფულადი ერთეული.

ეს მეოთხე მინიშნება შეეხება საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციებს, რომლის ყიდვა-გაყიდვა უცხოურ ვალუტაში ხორციელდება. სხვა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი გამომშვებულია ეროვნულ ვალუტაში - ლარში.

განვიხილოთ თითოეული სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი უფრო დაწვრილებით.

¹³ ასლანიშვილი დ., სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები საქართველოში: გამოწვევები და პერსპექტივები, თბ. 2015.

2.1 ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატი

2006 წლის 5 სექტემბერს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა შეიმუშავა და 2006 წლის 18 სექტემბერს გამოუშვა ახალი მონეტარული ინსტრუმენტი – საქართველოს ეროვნული ბანკის ერთ წლამდე ვადიანობის სადეპოზიტო სერტიფიკატი. სადეპოზიტო სერტიფიკატი ეს არის საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოშვებული მოკლევადიანი დისკონტური ფასიანი ქაღალდი.¹⁴ ბაზრის განვითარებამ ფასიანი ქაღალდების ხშირი და გაზრდილი მოცულობის ემისიები განაპირობა, რამაც თავის მხრივ ხელი შეუწყო მეორეული ბაზრისა და რეპოტრანზაქციების მოცულობის ზრდას. სერტიფიკატების შექმნა მხოლოდ კომერციულ ბანკებს შეუძლიათ, ვინაიდან მათი დანიშნულება მონეტარული პოლიტიკის მიზნებითაა განპირობებული.

სადეპოზიტო სერტიფიკატების გაყიდვა ხორციელდება აუქციონის მეშვეობით. აუქციონში მონაწილეობის უფლება აქვთ მხოლოდ კომერციულ ბანკებს. სადეპოზიტო სერტიფიკატების გამოშვება ხდება ეროვნული ვალუტით. აუქციონის ჩატარება ეფუძნება მრავალი ფასის მეთოდს. სადეპოზიტო სერტიფიკატების აუქციონზე მოქმედებს საპროცენტო განაკვეთის ჭერი, რომლის ზემოთაც გაკეთებული განაცხადი არ დაკმაყოფილდება. მიმდინარე ეტაპზე საქართველოს ეროვნული ბანკი სთავაზობს კომერციულ ბანკებს სამთვიან და ექვსთვიან სადეპოზიტო სერტიფიკატებს. სადეპოზიტო სერტიფიკატების განაკვეთზე დღეს უკვე მიბმულია საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გამოშვებული ცვალებადგანაკვეთიანი ლარით დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების კუპონი. სადეპოზიტო სერტიფიკატები ასევე გამოიყენება ეროვნულ ბანკში გირაოდ და ბანკთაშორისო რეპო ოპერაციებისათვის. თუმცა მომდევნო ეტაპზე, მთავრობასთან შეთანხმებით იგეგმება სადეპოზიტო სერტიფიკატების სახაზინო ვალდებულებებით თანდათანობით ჩანაცვლება.

ამ ინსტრუმენტის ამოქმედებამდე საქართველოს ეროვნული ბანკი იყენებდა სადეპოზიტო აუქციონებს. სადეპოზიტო აუქციონების ჩატარება საქართველოს

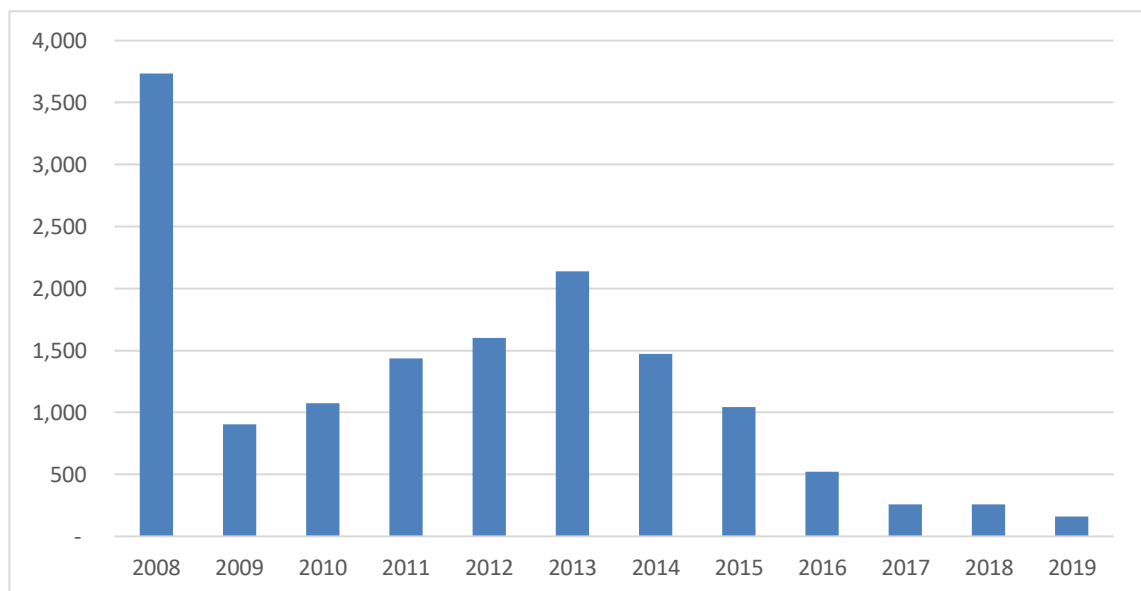
¹⁴ სადეპოზიტო სერტიფიკატის დებულება, მუხლი 2, 2008.

ეროვნული ბანკის ფულად - საკრედიტო პოლიტიკის ერთ - ერთი ინსტრუმენტი, თუმცა ის მოკლევადიანი (1 დღიდან - 84 დღემდე ვადით) იყო. ეს ინსტრუმენტი აქტიურად გამოიყენებოდა ეროვნული ბანკის მიერ 2003 – 2006 წლებში. პირველი სადეპოზიტო აუქციონი 2003 წლის 27 ოქტომბერს შედგა.¹⁵

2018 წელს საქართველოს ეროვნული ბანკი 3 თვის ვადიანობის სადეპოზიტო სერტიფიკატებს, ხოლო საქართველოს მთავრობა 6 თვის, 1, 2, 5 და 10 წლის ვადიანობის სახაზინო ფასიანი ქაღალდებს უშვებდა. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდები, ფინანსთა სამინისტროს სახაზინო ვალდებულებებთან და სახაზინო ობლიგაციებთან ერთად, კომერციული ბანკებიდან მაღალი მოთხოვნით სარგებლობდა. 2018 წელს საქართველოს ეროვნული ბანკმა გამოუშვა მხოლოდ 3-თვიანი ვადიანობის სადეპოზიტო სერტიფიკატები, რომლებიც საბანკო სექტორმა გამოიყენა როგორც ლიკვიდობის მართვის მიმზიდველი და ეფექტიანი მოკლევადიანი ინსტრუმენტი.

დიაგრამა 2.1.1

ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატების აუქციონების დინამიკა (თანხა- მლნ -ლარით) 2008– 2019 წწ.¹⁶



¹⁵ ასლანიშვილი დ., სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები საქართველოში: გამოწვევები და პერსპექტივები, თბ. 2015, გვ. 139.

¹⁶ ცხრილი შემუშავებულია ავტორის მიერ, საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებზე დაყრდნობით.

2018 წლის განმავლობაში გამოცხადებული 13 აუქციონზე კომერციულმა ბანკებმა სადეპოზიტო სერტიფიკატების სრული ოდენობა შეიძინეს. მთლიანობაში განთავსდა 260 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების სადეპოზიტო სერტიფიკატები და დაიფარა ამავე მოცულობის ლარის ნომინალური ღირებულების სადეპოზიტო სერტიფიკატები. შესაბამისად, 2018 წლის დასაწყისში მიმოქცევაში არსებული სადეპოზიტო სერტიფიკატების მოცულობა წლის ბოლოს უცვლელი დარჩა და 80 მლნ ლარი შეადგინა.

2018 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, მიმოქცევაში არსებულ 80 მლნ ლარის სადეპოზიტო სერტიფიკატებს 7 კომერციული ბანკი ფლობდა.

2.2 სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები

თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს სახელმწიფო ორგანოებს მიმოქცევაში გამოშვებული აქვთ ოთხი სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, მათგან მხოლოდ ორი წარმოადგენს საქართველოს ფართო საზოგადოებისათვის ინვესტირების ობიექტს. ესენია სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები. ჩვენს უკვე განვიხილეთ და დავადგინეთ, რომ სადეპოზიტო სერტიფიკატი წარმოადგენს საქართველოს ეროვნული ბანკის ღია ბაზრის ინსტრუმენტს და ის გამოიყენება მის მიერ კომერციულ ბანკებთან ფინანსური ოპერაციების დროს, ხოლო მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები არ მიმოქცევა საქართველოში და ის საერთაშორისო ბაზრის ელემენტია და დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში. სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული რეგულაცია 1997 წელს შემუშავდა. პირველი ემისიები მოკლევადიანი – 7–დან 91-დღემდე ხანგრძლივობის ფასიანი ქაღალდები იყო.

სახაზინო ვალდებულებათა გამოშვება, მათი ოდენობა და ვადიანობა ფინანსთა სამინისტროს და ზოგადად, მთავრობის გადასაწყვეტია, რომ ამ ეტაპზე საქართველოს სჭირდება სახაზინო ვალდებულებები და მათი გამოშვება შესაძლებელია. ეს ის ინსტრუმენტია, რომელსაც გააჩნია 3 პირდაპირი შედეგი: ჭარბი ლიკვიდური აქტივების სტერილიზაცია, საბიუჯეტო დეფიციტის (თუ

ბიუჯეტი დეფიციტურია) ფინანსირება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

1997 წლის მეორე ნახევარში საქართველოს საფინანსო სისტემაში დამკვიდრდა ფასიანი ქაღალდი მოკლევადიანი სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულების ფორმით, ხოლო 2006 წლიდან მას საშუალოვადიანი სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაცია დაემატა.

სახაზინო ვალდებულება არის ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული მოკლევადიანი დისკონტური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი. სახაზინო ვალდებულების გამოშვება ხდება ერთ წლამდე დაფარვის ვადით, დისკონტით და იფარება ნომინალური ღირებულებით.

სახაზინო ობლიგაცია არის ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული საშუალოვადიანი კუპონური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი. ამჟამად, სახაზინო ობლიგაციების გამოშვება ხდება 1-დან 10 წლამდე დაფარვის ვადით, კუპონის 6 თვეში ერთხელ გადახდით.¹⁷

2018 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, საქართველოს ეროვნული ბანკი ფლობდა 152 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების სახელმწიფო ობლიგაციებს, რომელიც წლის განმავლობაში ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის არ გამოყენებულა. სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები ლარის ფულადი ბაზრის განვითარების ხელშეწყობისთვის მნიშვნელოვანი იყო საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული სახაზინო ვალდებულებებისა და სახაზინო ობლიგაციების მოცულობის ზრდა. 2018 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ გამოუშვა 6 თვიანი და 1 წლიანი ვადიანობების დისკონტური ფასიანი ქაღალდები სახაზინო ვალდებულებების სახით. ასევე განათავსდა 2 წლიანი, 5 წლიანი და 10 წლიანი კუპონური ფასიანი ქაღალდები სახაზინო ობლიგაციების სახით. ფასიანი ქაღალდების ემისია ხდებოდა ეროვნული ვალუტით, არამატერიალიზებული ფორმით. ერთი ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულება 1,000 ლარია. სახაზინო ვალდებულებებისა და სახაზინო

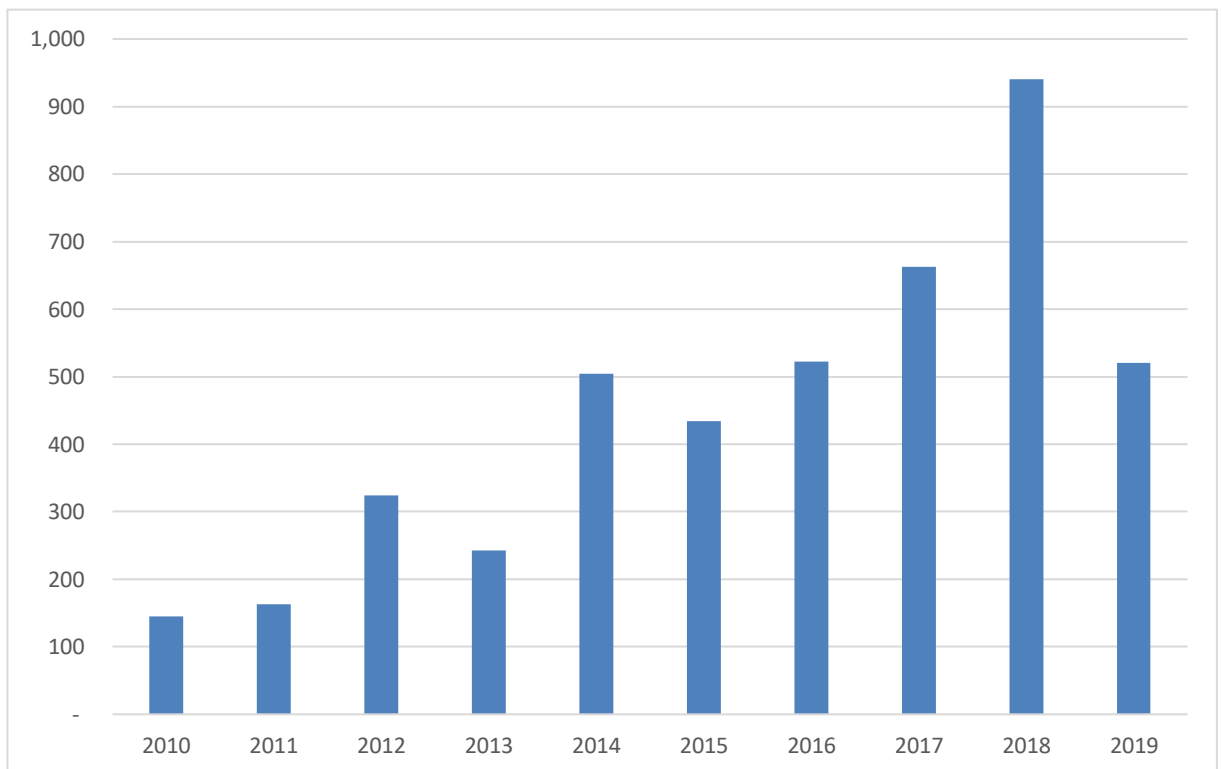
¹⁷ საქართველოს ეროვნული ბანკი : <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>.

ობლიგაციების გაყიდვა ხორციელდება საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ აუქციონის მეშვეობით, მრავალი ფასის მეთოდით, „ბლუმბერგის“ სავაჭრო სისტემის გამოყენებით. აუქციონში მონაწილეობის მიღება შეუძლია საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ლიცენზირებულ კომერციულ ბანკებს და მათი მეშვეობით ნებისმიერ იურიდიულ და ფიზიკურ პირს. ფასიან ქაღალდს შესაძლოა ჰყავდეს ნომინალური მფლობელი – ბაზრის შუამავალი, რომელსაც მესაკუთრე ხელშეკრულებით ანიჭებს რეესტრში სახაზინო ვალდებულებების და ობლიგაციების თავის სახელზე აღრიცხვის და მათი განკარგვის, ყიდვა–გაყიდვის და დაგირავების უფლებას.

დიაგრამა 2.2.1

სახაზინო ობლიგაციების აუქციონების შედეგები (თანხა – მლნ ლარით)

2010- 2019 წწ.¹⁸



2018 წელს ჩატარდა სახაზინო ფასიანი ქაღალდების 52 აუქციონი, რომელთა მეშვეობით 1.7 მლრდ ლარის ნომინალური ღირებულების ფასიანი ქაღალდები განთავსდა. 2018 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, მიმოქცევაში არსებული 2.99

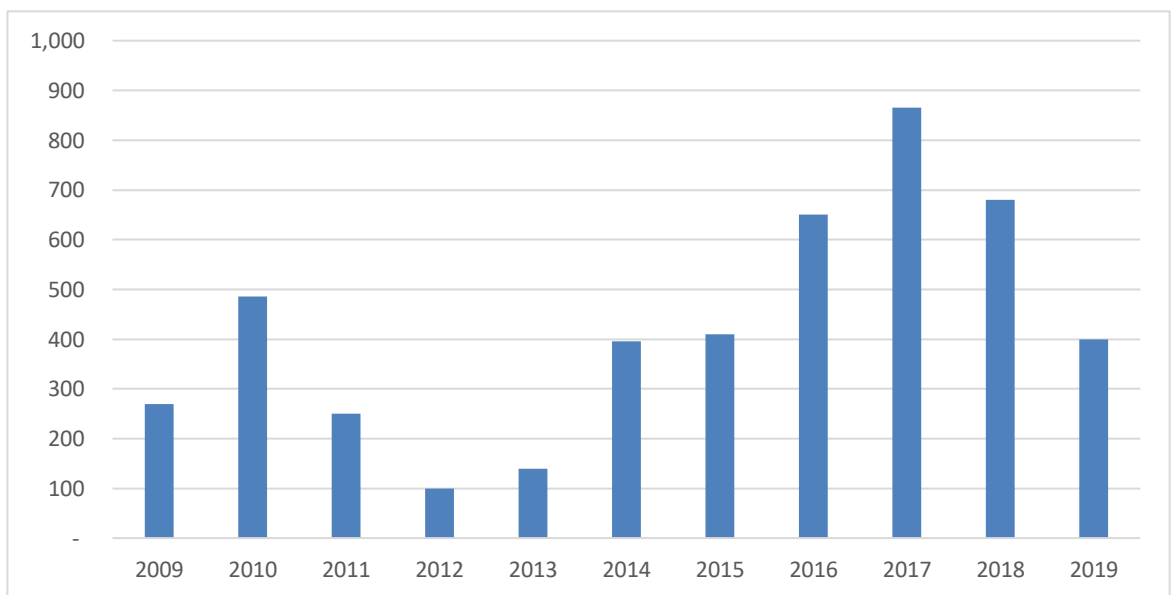
¹⁸ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

მლრდ ლარის ნომინალური ღირებულების სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მფლობელი იყო 12 კომერციული ბანკი და არასაბანკო ინვესტორები. არასაბანკო ინვესტორთა მფლობელობაში იყო 82.9 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების სახაზინო ფასიანი ქაღალდები.

დიაგრამა 2.2.2

სახაზინო ვალდებულებების აუქციონების შედეგები (თანხა – მლნ ლარით)

2009- 2019 წწ.¹⁹

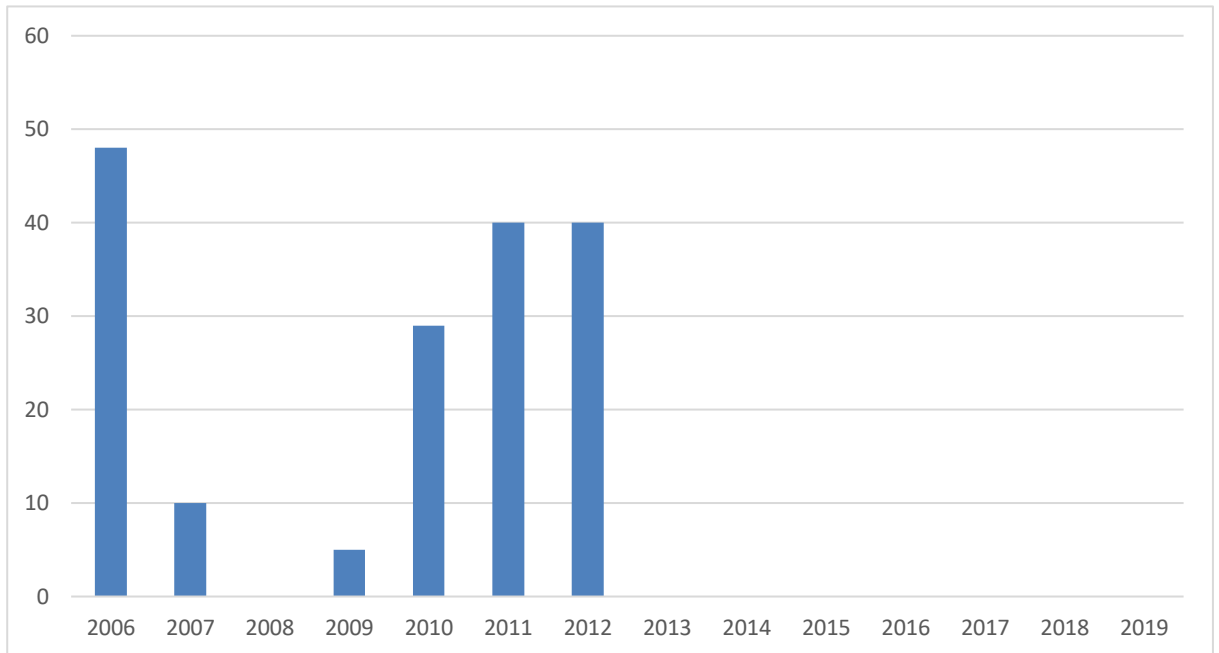


აღსანიშნავია, რომ ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მოცულობა, ეკონომიკის ზომასთან შედარებით, ჯერ კიდევ მცირეა (მშპ-ს 7 პროცენტი)²⁰. ბაზრის ლიკვიდობის გასაზრდელად მნიშვნელოვანი ნაბიჯია 2018 წლიდან ბენჩმარკ ბონდების გამოშვებების დაწყება და სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ემისიების გაზრდა, რაც ასევე ხელს შეუწყობს საგარეო ვალის აღებასთან დაკავშირებული სავალუტო რისკების შემცირებას.

¹⁹ ცხრილი შემუშავებულია ავტორის მიერ, საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებზე დაყრდნობით.

²⁰ საქართველოს ეროვნული ბანკის 2017 წლის ანგარიში, გვ. 72.

სახელმწიფო ობლიგაციების აუქციონების შედეგების დინამიკა (თანხა- მლნ ლარით) 2006- 2019 წწ.²¹



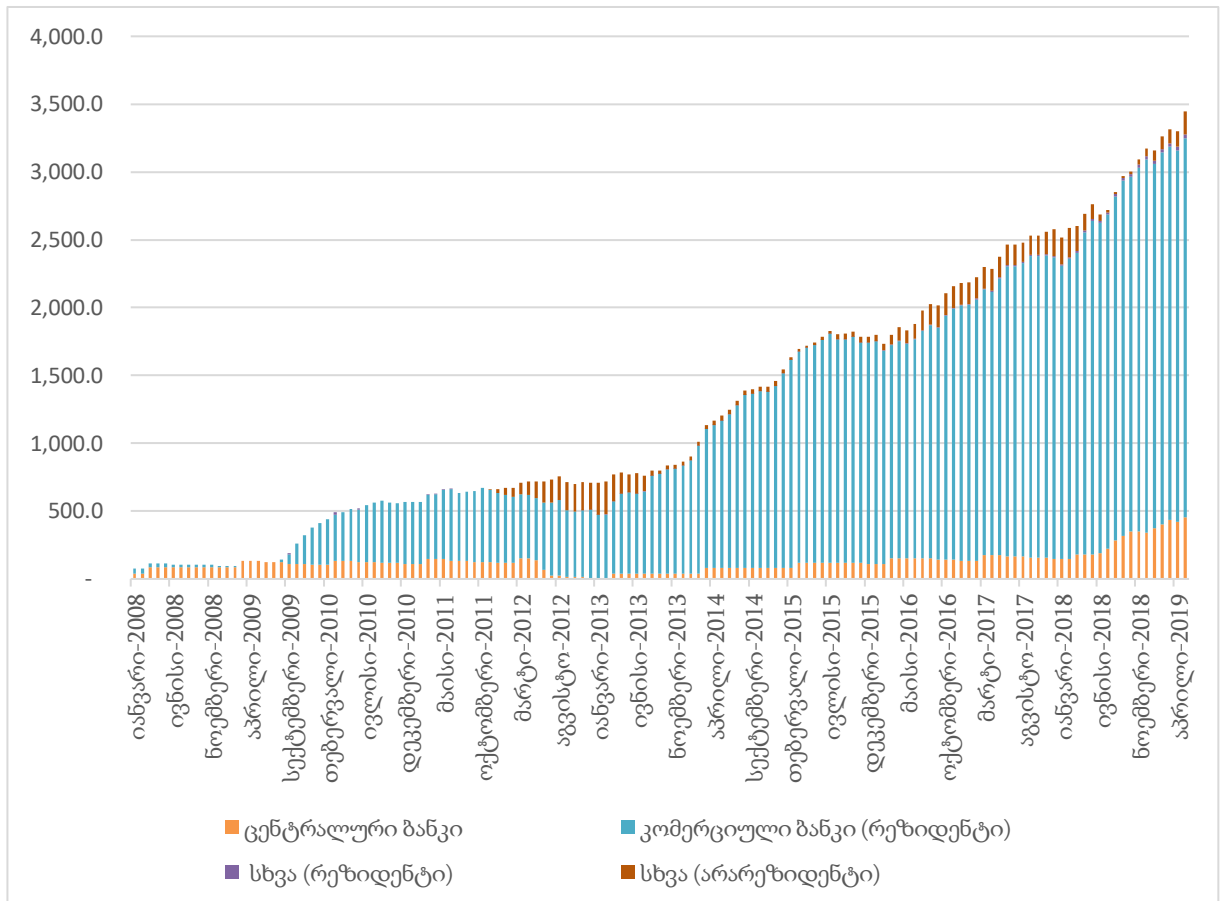
როგორც დიაგრამიდან ჩანს, 2012 წლის შემდეგ სახელმწიფოს არ გამოუშვა სახელმწიფო ობლიგაციები, შესაბამისად, არ ჩატარებული აუქციონი. გამოშვებული ობლიგაციების მაქსიმალური რაოდენობა ფიქსირდება 2010-2011 წლებში თანაბარი 40 მლნ ლარის ოდენობით.

რაც შეეხება ეროვნული ვალუტით ემიტირებულ მთავრობის ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაციას მფლობელების მიხედვით, აბსოლუტური უპირატესობა აქვს რეზიდენტებს. ადგილობრივი კომერციული ბანკები არის მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ძირითადი მფლობელი. 2008-2019 წლებში რეზიდენტების მფლობელობაში არსებული მთავრობის ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა 9%-98% პროცენტამდე მერყეობს. (იხილეთ დიაგრამა 2.2.3).

²¹ ცხრილი შემუშავებულია ავტორის მიერ, საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებზე დაყრდნობით.

ეროვნული ვალუტით ემიტირებული მთავრობის ფასიანი ქაღალდები
მფლობელების მიხედვით (ნაშთი პერიოდის ბოლოსათვის)

2008- 2019 წწ.²²



2.3 საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები

სანამ უშუალოდ ქართულ ევროობლიგაციების ბაზარს მიმოვიხილავთ უპრიანია ამ ინსტრუმენტის მცირე დახასიათება და მისი საერთაშორისო მნიშვნელობის განმარტება: საერთაშორისო ობლიგაციების რამდენიმე სახე არსებობს. საერთაშორისო ბირჟებზე

²² ცხრილი შემუშავებულია ავტორის მიერ, საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებზე დაყრდნობით.

ყველაზე მოთხოვნადი და განვითარებულია ორი ინსტრუმენტი - ევრო-ბონდები ანუ ევრობლიგაციები და ევრო-ნოტები.

- ევრობლიგაციები (euro-bonds) ეწოდება იმ ობლიგაციებს, რომლებიც განთავსებულია ერთდროულად რამდენიმე ქვეყნის ბაზარზე საერთაშორისო სინდიკატების მიერ და ნომინირებულია იმ ვალუტაში, რომელიც არ წარმოადგენს ნაციონალურ ვალუტას არც მსესხებლისთვის და არც კრედიტორისათვის. ევრო-ბონდები ეს არის ფასიანი ქაღალდები წარმომდგენზე, რომლებიც სავაჭრო სისტემებში არიან დეპონირებული დეპოზიტარებში. ამ უსახელო ფასიან ქაღალდებს განათავსებენ ძირითადად განვითარებად ქვეყნებში. მათ მიღმა არ არის საჭირო უზრუნველყოფის რეზერვირება, რამაც გაადვილა მათი გამოშვება ემიტენტებისთვის.
- ევრონოტები წარმოადგენენ სახელობით ფასიან ქაღალდებს, მათი ემიტირება ხდება განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში. ევრობონდებისაგან განსხვავებით, ევრონოტების გამოშვება ითვალისწინებს უზრუნველყოფის შექმნას.

2008 წლის აპრილში საქართველომ 500 მლნ. აშშ დოლარის ოდენობის სადებიუტო ევრობლიგაციები განათავსა ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. განთავსება ხუთწლიანი ვადით და ორი ბანკის JP MORGAN და UBS - ორგანიზაციებით განხორციელდა. ევრობლიგაციების გამოშვების ოფიციალური გაცხადებული მიზანი იყო მოზიდული თანხების დახარჯვა გაზსაცავის მშენებლობასა და მაღალი ძაბვის ელექტროგადაცემის ხაზების ინვესტირებაში.

ევრობლიგაციებზე დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი 7,5% შეადგინა²³. თუმცა, იმავე პერიოდში მსოფლიო ბაზრებზე აშშ სახაზინო ობლიგაციების სარგებელი 2,75%²⁴ იყო, ანუ რისკიანობის გამო ქართული ობლიგაცია 3-ჯერ მაღალ საპროცენტო განაკვეთს სთავაზობდა კრედიტორებს.

გეოგრაფიულად საქართველოს ევრობლიგაციების 47,8 პროცენტი დიდმა ბრიტანეთმა, აშშ-მ 16,4 პროცენტი, ჰოლანდიამ 8,2 პროცენტი, გერმანიამ 6,9 პროცენტი,

²³ <http://www.reuters.com/article/2011/04/07/georgia-bondidUSLDE7361VC20110407>.

²⁴ <http://www.bloomberg.com/quote/BUSY:IND/chart>.

დანია 4,6 პროცენტი, საფრანგეთმა 3,6 პროცენტი, ავსტრიამ 3,4 პროცენტი, იტალიამ 2,5 პროცენტი, შვეიცარიამ 2,2, ხოლო სხვებმა ობლიგაციების 4,4 პროცენტი შეიძინეს.

ცხრილი 2.3.1

2008 წელს გამოშვებული ევროობლიგაციების მფლობელთა განაწილება ქვეყნების მიხედვით²⁵

ქვეყნები	%
დიდი ბრიტანეთი	47,8
აშშ	16,4
ჰოლანდია	8,2
გერმანია	6,9
დანია	4,6
საფრანგეთი	3,6
ავსტრია	3,4
იტალია	2,5
შვეიცარია	2,2
სხვა ქვეყნები	4,4

ობლიგაციების განთავსების შემდგომ პერიოდში საქართველოს მთავრობამ მათი მიზნობრიობა შეცვალა. ნაცვლად ენერგეტიკულ პროექტებში ინვესტირების განხორციელებისა, აღნიშნული თანხები განთავსდა ხაზინის ანგარიშზე და ე.წ. „მომავლის ფონდში“ მათი თავმოყრის მიზნით 2008 წლის ომის პერიოდში და შემდგომი კრიზისის კვალობაზე ეს რესურსი გამოყენებულ იქნა სახელმწიფო ბიუჯეტის მიმდინარე ხარჯების დასაფინანსებლად. შეიძლება ითქვას, რომ ევროობლიგაციებიდან მიღებული სასხრები უყარათოდ იქნა გამოყენებული და საქართველოს საგარეო ვალის მორიგ ზრდაში გამოიხატა. საქართველოს სახელმწიფო ევროობლიგაციების ლონდონის საფონდო ბირჟაზე განთავსება წარმატებულად განხორციელდა, UBS (გაერთიანებული

²⁵<http://www.londonstockexchange.com/exchange/searchengine/search.html?lang=en&x=0&y=0&q=georgan+euro+bond>.

შვეიცარული ბანკი) -ის მონაცემებით, მოთხოვნამ სამჯერ გადააჭარბა წინადადებას. ამის მიზეზად დასახელდა ქვეყნის წარმატებული ეკონომიკური რეფორმა, წარმატებული საკრედიტო ისტორია და ის ვითარება, რომ ევროობლიგაციები გათვალისწინებული იქნება მომავალში SPMORGAN EMBI-ს ინდექსის გათვლისას.

ევროობლიგაციების მეორე ემისია საქართველოს მთავრობამ 2011 წლის აპრილში განახორციელა, კერძოდ 500 მლნ. აშშ დოლარის მოცულობის 10 წლიანი ობლიგაციების ემისია.²⁶ საპროცენტო განაკვეთი 6.9%-ის დონეზე დაფიქსირდა. მთავრობამ გადაფარა 2008 წლის ევროობლიგაციები 417 მლნ აშშ დოლარის ოდენობით; საგარეო ვალი 83 მლნ დოლარით გაიზარდა.

იმისათვის რომ შევაფასოთ თუ რამდენად წარმატებულად გამოუშვა საქართველოს მთავრობამ ახალი ობლიგაციები, უნდა დავაკვირდეთ საფინანსო ლიტერატურაში აღიარებულ განსხვავებას (სპრედ) ურისკო საპროცენტო განაკვეთებსა და საქართველოს მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის. რისკისგან თავისუფალ საპროცენტო განაკვეთად მიჩნეულია ამერიკის შეერთებული შტატების სახაზინო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი. მეორეს მხრივ, ამ ინსტრუმენტის და მონაცემების გამოყენება ხელსაყრელია ამ ტიპის შედარების გასაკეთებლად, რადგან ის და საქართველოს მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები დოლარშია განთავსებული, რაც სავალუტო რისკის გამორიცხავს.

ყურადსაღებია, რომ ახალი ობლიგაციის სარგებლიანობა 6.875% იყო, რაც მხოლოდ ორჯერ აღემატებოდა აშშ-ს 10 წლიან სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე არსებულ განაკვეთს, რაც მიანიშნებს, რომ საქართველოსადმი ნდობა 2008 წელთან შედარებით გაიზარდა.

დიაგრამა 2.3.2

საპროცენტო განაკვეთი აშშ სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე

თარიღი	5 წლიანი	10 წლიანი
7 აპრილი 2008	2.75	3.57
5 აპრილი 2011	2.28	3.5

²⁶ <http://civil.ge/geo/article.php?id=23886>

2011 წელს გამოშვებული ევროობლიგაციის დინამიკა²⁷



უნდა აღინიშნოს, რომ ევროობლიგაციების გამოშვებამ საქართველო გააცნო საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებს და მრავალ მსხვილ ინსტიტუციონალურ ინვესტორს. ამ მხრივ ეს წარმოადგენდა საქართველოში დივერსიფიცირებული კაპიტალის შემოდინების წახალისების სტრატეგიის ერთ-ერთ საკვანძო ელემენტს. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ევრობონდების პირველი განთავსება მოხდა 2008 წლის 7 აპრილს, კუპონის ოდენობა 7.5 პროცენტი იყო, კუპონის გადახდა ხდებოდა წელიწადში 2-ჯერ, დაფარვის ვადა უნდა ყოფილიყო 2013 წლის 15 აპრილი და დაფარვა მოხდებოდა ერთიანი გადახდით, მინიმალური დენომინაცია იყო 100 000 აშშ დოლარი. ამ ობლიგაციებს სარეიტინგო კომპანია Fitch-მა BB- რეიტინგი მიანიჭა, 2008 წლის 25

²⁷წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

სექტემბერს Standard & Poor's-მა მისი რეიტინგი B-ით შეაფასა, ხოლო Moody's-ის რეიტინგით 2010 წლის 6 ოქტომბერს ამ ობლიგაციებს Ba3 რეიტინგი გააჩნდათ.

როგორ ზემოთ აღნიშნეთ 2011 წლის 7 აპრილს საქართველოს მთავრობამ გამოუშვა ახალი 500 მლნ აშშ დოლარის ღირებულების ევროობლიგაციები და გამოისყიდა 417 მლნ აშშ დოლარის მიმოქცევაში არსებული 7,50 %-იანი კუპონის მქონე 2013 წელს დასაფარი 500 მლნ დოლარის ობლიგაციები.

ეს ტრანზაქცია განხორციელდა 144A წესის შესაბამისად, რამაც საქართველოს შესაძლებლობა მისცა გაეფართოებინა ინვესტორთა ბაზა, კერძოდ კი მოიზიდა ახალი ინვესტორები ამერიკის შეერთებული შტატებიდან. ამ შეთავაზებით საქართველოს ევროობლიგაციები შევიდა EMBI-ის ბენჩმარკად წოდებულ ინდექსში, რაც საკმაოდ მნიშვნელოვანი მოვლენაა. ამ ინდექსში ობლიგაციის შესაყვანად, ქვეყნის მიერ გამოშვებული ვალი უნდა იყოს ერთ წელზე მეტი ხანგრძლივობის, 500 მლნ დოლარზე მეტი ღირებულების და აკმაყოფილებდეს მკაცრ სავაჭრო მოთხოვნებს. ამ ინდექსის მაჩვენებელს ინვესტორები იყენებენ ამ ტიპის ობლიგაციების შესადარებლად სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების მაჩვენებლებთან და ზოგადად განვითარებადი მსოფლიოს ტენდენციების საილუსტრაციოდ.

ასევე მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ეს ობლიგაციები შესყიდული აქვთ QIB-ებს - კვალიფიციურ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს. ამ უკანასკნელებს მიეკუთვნებიან დაწესებულებები, მათ შორის ბანკები, სასესხო-შემნახველი დაწესებულებები, სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო ფონდები და სხვა დაწესებულებები, რომლებიც მინიმუმ 100 მლნ დოლარის ღირებულების ფასიან ქაღალდების მართავენ, ან რეგისტრირებული ბროკერ-დილერები, რომლებიც მართავენ მინიმუმ 10 მილიონი აშშ დოლარის ფასიან ქაღალდებს.

თავი III. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მაჩვენებლები და ძირითადი მონაწილეები

3.1 ობლიგაციების ბაზარი

კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის გაღრმავება ხელს შეუწყობს საფონდო ბაზრის გააქტიურებას, თუმცა საფონდო ბაზრის შესაბამისი ფუნდამენტის შესაქმნელად მუშაობა პარალელურად უნდა წარიმართოს.

ჯერ-ჯერობით პასიურია კორპორატიული ბონდების ბაზარი. ამ სეგმენტზე საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებმა 2014 წელს დაიწყეს ლარით დენომინირებული ობლიგაციების გამოშვება, რამაც 2014-2015 წლების განმავლობაში შეადგინა 248 მლნ ლარი.

განვლილ პერიოდში ადგილობრივი კომპანიების მიერ კორპორატიული ბონდების გამოშვება ხდებოდა მცირე მოცულობებით. თუმცა, გაზრდილი აქტიურობა მაინც შეინიშნება: იმ დროს როცა 2014 წლამდე საქართველოში გამოშვებული კორპორატიული ბონდების საერთო მოცულობა შეადგენდა 8 მლნ ლარს, 2014 და 2015 წელს ბაზარზე გამოშვებული იყო 53 და 111 მლნ ლარის კორპორატიული ობლიგაციები. საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების ემისიებმა ერთგვარი ბიძგი მისცა ობლიგაციების გამოშვების გააქტიურებას და მნიშვნელოვან საფუძველს ქმნის კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისათვის.²⁸

პირველი კორპორატიული ობლიგაციების ემისია განხორციელდა 2005 წელს, როცა საქართველოს ბანკმა 2 მლნ ლარის, 2-წლიანი ფასიანი ქაღალდები გამოუშვა. მეორე ემისია იყო 5-მილიონლარიანი, ამ პერიოდში 2-წლიანი ობლიგაციების ემისია აგრეთვე განხორციელდა „პროკრედიტ ბანკის“ მიერ. ორივე ემისია საჯარო იყო. აღნიშნული ობლიგაციები დაშვებული იყო საქართველოს საფონდო ბირჟაზე.²⁹

²⁸ <https://idfi.ge/ge/prospects-of-bonds-market-development>.

²⁹ <http://forbes.ge/news/2505/saqarTvelos-korporaciuli-obligaciebis-bazari>.

პირველი ორი არაფინანსური სექტორის მიერ გამოშვებული ობლიგაციები იყო 2007 წელს შპს „ელიტ ელექტრონიქსის“ (0.3 მლნ აშშ დოლარი) და 2008 წელს სს „აუტო ფაინენსის“ (0.4 მლნ აშშ დოლარი) ემისია. აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ 2008 წლის ფინანსური კრიზისის შემდგომ საქართველოს რკინიგზა გახლდათ პირველი კომპანია, რომელმაც სავალო და კაპიტალის ბაზრების რესურსი გამოიყენა და 2009 წელს 25 მლნ ლარის მოცულობის 2-წლიანი ობლიგაციები გამოუშვა. 2009 – 2014 წლები ხასიათდება ობლიგაციების ბაზარზე ძალიან მწირი აქტივობით, რაც, ერთი მხრივ, აიხსნება ისეთი კომპანიების ნაკლებობით, რომელთაც სურდათ ან/და შეეძლოთ ობლიგაციების გამოშვება, და მეორე მხრივ იმით, რომ სახელმწიფო საკმარის ყურადღებას არ აქცევდა კაპიტალის ბაზრის განვითარებას.

2014 წლიდან უკვე შეიმჩნეოდა მთავრობის და საქართველოს ეროვნული ბანკის დამოკიდებულების ცვლილება ობლიგაციების ბაზართან მიმართებით. საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების ობლიგაციების ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის მიზნით სებ-მა ჩამოაყალიბა სია „მისაღები“ საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებისა, (ძირითადად AAA რეიტინგის მქონე ინსტიტუტები), რომელთაც შეეძლოთ ობლიგაციების გამოშვება ლარში, გაამარტივა საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებისთვის ობლიგაციების გამოშვების პროცედურები და შესაძლებელი გახდა მსგავსი ობლიგაციებით რეპო-ტრანზაქციების კეთება. დიდწილად ამ ღონისძიებების შედეგად 2014 წლიდან დღემდე, ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკმა, აზიის განვითარების ბანკმა, საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციამ და შავი ზღვის განვითარების ბანკმა გააკეთეს ლარში დენომინირებული ბონდების 8 ემისია, ჯამურად 480 მლნ ლარის მოცულობით. მთავრობის მხარდაჭერა ასევე აისახა კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზეც. 2014 წლის იანვრიდან 2017 წლის მაისის ჩათვლით განხორციელდა 13 წარმატებული კორპორაციული ობლიგაციების ემისია, ჯამურად 140 მლნ აშშ დოლარის მოცულობით, რომელთაგან ხუთი ემისია ადგილობრივ ვალუტაში იყო დენომინირებული.

საქართველოს წამყვანმა საინვესტიციო ბანკმა „გალტ ენდ თაგარტმა“, 2014 წლიდან უმნიშვნელოვანესი როლი ითამაშა კორპორაციული ობლიგაციების

ბაზრის განვითარებაში. „გალტ ენდ თაგარტი“ იყო პირველი საინვესტიციო ბანკი, რომელმაც დაინახა ამ ბაზრის რეალური პოტენციალი და ბევრ წამყვან ქართულ კომპანიას დაეხმარა კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვების პროცესში.

თავდაპირველი სტრატეგია მიზნად ისახავდა ინვესტორთა ყურადღების მიპყრობას ისეთი კომპანიების კორპორაციული ობლიგაციებისკენ, რომლებსაც თავიანთ სექტორში ყველაზე დიდი საბაზრო წილი ეჭირათ, ჰქონდათ ანგარიშგების მაღალი სტანდარტები და გამჭირვალე კორპორაციული მმართველობა. იმისთვის, რომ მიეღწია სხვადასხვა ტიპის ინვესტორთა მნიშვნელოვანი რაოდენობისთვის და შეეთავაზებინა ლიკვიდურობა მეორეულ ბაზარზე კორპორაციული ობლიგაციები გამოუშვეს საჯარო შეთავაზების გზით და დაშვებულია საქართველოს საფონდო ბირჟაზე. საჯარო შეთავაზება იძლევა საშუალებას, რომ ბირჟის ლისტინგში დაშვებულ ობლიგაციებზე ოპერაციები გათავისუფლებულიყო გადასახადებისგან (ფასიანი ქაღალდები, რომელთა თავისუფალი ბრუნვის კოეფიციენტი აღემატება 25%-ს, თავისუფლდება საპროცენტო განაკვეთის, დივიდენდისა და ფასთაშორის სხვაობით მიღებული მოგების გადასახადისგან).

2014 წლის აპრილში საქართველოს უძრავი ქონების სექტორში წამყვანმა კომპანია „m² უძრავი ქონება“-მ გამოუშვა მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის 1-წლიანი ობლიგაციები, წლიური 9.5% საპროცენტო განაკვეთით. მალევე, სს „გალტ ენდ თაგარტი“-მ m²-ის მეორე – 10 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის 1-წლიანი, წლიური 8.75 % საპროცენტო სარგებლის მქონე ობლიგაციების განთავსება უზრუნველყო. ორივე შემთხვევაში კომპანიამ წარმატებით, სრულად და დროულად შეძლო ობლიგაციების დაფარვა. ამას მოჰყვა სს „თიბისი ლიზინგის“, შპს „საქართველოს სალიზინგო კომპანიის“, სს „m² უძრავი ქონებისა“ და „სამედიცინო კორპორაცია ევექსის“ ობლიგაციების გამოშვება. მათი უმეტესობა საჯაროდ შეთავაზებული ობლიგაციები იყო, რომელთაც საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ლისტინგი გაიარეს.

ცხრილი 3.1.1

კორპორაციული ობლიგაციების საჯარო ემისია 2014 წელი.³⁰

#	ემიტენტი	მოცულობა (მლნ დოლარი)	ვადიანობა (წელი)	ნომინალი	საპროცენტო განაკვეთი (%)
1	სს m2	5	1	1 000 დოლარი	9.5
2	სს m2	10	1	1 000 დოლარი	8.42
3	შპს თიბისი კრედიტი-არასაბანკო საკრედიტო ორგანიზაცია	2.5	2	10 000 დოლარი	9
4	სს საქართველოს სალიზინგო კომპანია	10	3	1 000 დოლარი	8.75
5	შპს თიბისი კრედიტი-არასაბანკო საკრედიტო ორგანიზაცია	2.5	2	10 000 დოლარი	9

2014 წელი შეიძლება ჩაითვალოს კორპორაციული ბონდების ბაზრის განვითარების ახალ ეტაპად საქართველოში. ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მოვლენა, რამაც, განვითარების ეს ახალი ტალღა გამოიწვია, იყო საქართველოს ეროვნული ბანკის გადაწყვეტილება, დაეშვა ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და კუპონის გადახდა უცხოურ ვალუტაში. ეს ძალიან მნიშვნელოვანი სიახლე იყო, რამაც შესაძლებელი გახადა კორპორაციული ობლიგაციების წარმატებული განთავსებები. საქართველოს ეკონომიკა ხასიათდება მაღალი დოლარიზაციის დონით და 2014-ში ინვესტორების დიდი ნაწილი დოლარში ინვესტიციებს ამჯობინებდა. ამას თან ერთვის დეპოზიტებზე პროცენტების დაწვეის ტენდენცია, რამაც კიდევ უფრო შეუწყო ხელი კორპორაციული ბონდების ბაზრის განვითარებას. ასევე აღსანიშნავია ცალკეული დიდი კორპორაციების მხრიდან ბონდების გამოშვების მზაობაც დაფინანსების წყაროების დივერსიფიცირების მიზნით.

³⁰ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

2015 წლის განმავლობაში ოთხი კომპანიის მიერ 5-ჯერ განხორციელდა ობლიგაციების ემისია, რომლებიც განთავსდა საჯარო შეთავაზების გზით. ასევე, 2015 წელს კერძო შეთავაზების გზით განთავსდა ოთხი საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის ობლიგაციები 203 მლნ ლარის ღირებულებით.

კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია ბაზრის მონაწილეთა და სახელმწიფოს ქმედებების კონსოლიდაცია განვითარების სწორი საფუძვლის ჩამოყალიბებისათვის. კერძოდ, საჭიროა ფასების გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა, ბაზრის მონაწილეთა განათლება, ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა, ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულების განსაზღვრა, ემიტენტის გამჭვირვალობა და სხვა. აღსანიშნავია, რომ კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების გეგმა წარმოადგენს ერთერთი მნიშვნელოვან ნაწილს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სტრატეგიაში.

ცხრილი 3.1.2

კორპორატიული ობლიგაციების საჯარო ემისია 2015 წელი.³¹

#	ემიტენტი	მოცულობა (მლნ)/ვალუტა	ვადაიანობა (წელი)	ნომინალი	საპროცენტო განაკვეთი (%)
1	სს m2	20/დოლარი	2	1 000 დოლარი	9.5
2	სამედიცინო კორპორაცია ევექსი	15/დოლარი	2	1 000 დოლარი	9.5
3	ფინკა ბანკი საქართველო	20/ლარი	2	100 000 ლარი	10.1
4	შპს „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“	5/ლარი	2	1 000 ლარი	14
5	შპს „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“	6/ლარი	2	1 000 ლარი	რეფინანსირების განაკვეთს + 7.5%

³¹ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

2015 წლის ტენდენცია აჩვენებს, რომ უახლოეს წლებში უნდა ველოდოთ კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის სწრაფ ზრდას, რაც თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს საფონდო ბაზრის განვითარებას. ფულადი, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების, კორპორატიული ბონდებისა და საფონდო ბაზრის გაღრმავება ხელს შეუწყობს ფინანსური წარმოებულების განვითარებასაც. თანაბრად მოხდება როგორც საბირჟო, ასევე არასაბირჟო (იგივე OTC) სეგმენტების განვითარების ხელშეწყობა და არცერთი მათგანი არ იქნება ხელოვნურად ან ადმინისტრაციულად ჩაყენებული უპირატეს მდგომარეობაში, სხვა ინსტრუმენტების ხარჯზე. ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობა დაშვებული იქნება ორივე სეგმენტზე, თუმცა ბუნებრივად ზოგიერთი ინსტრუმენტი დაიმკვიდრებს თავის ადგილს საბირჟოდა ზოგიც არასაბირჟო სეგმენტზე.

აღნიშნული მიდგომით, ყველა ინსტრუმენტს მიეცემა განვითარების მაქსიმალური საშუალება. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის ერთ-ერთ ძირითად იდეას წარმოადგენს საქართველოს რეგიონულ ფინანსურ ცენტრად ჩამოყალიბება. ცენტრად, რომელიც ინვესტორებს შესთავაზებს სამართლიან, გამართულ საკანონმდებლო ბაზას, თანამედროვე ინსტიტუციურ მმართველობაზე დაფუძნებულ საინვესტიციო გარემოს, ინოვაციურ, კონკურენტუნარიან სერვისსა და მსოფლიო კლასის ფინანსურ ინფრასტრუქტურას. სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გააქტიურებამ გავლენა იქონია ბაზრის შუამავლების აქტივობის ზრდაზეც.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის 2014-2015 წწ დაწყებული აქტიურობა და ამ ბაზრის მიმართ ინვესტორთა ინტერესების ზრდა გაგრძელდა 2016 წელსაც. მოცემული წლის განმავლობაში სამი კომპანიის მიერ 3-ჯერ განხორციელდა ობლიგაციების ემისია, რომლებიც განთავსდა საჯარო შეთავაზების გზით. ასევე, 2016 წელს კერძო შეთავაზების გზით განთავსდა სამი საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის და ექვსი კომპანიის ობლიგაციები.

სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გააქტიურებამ გავლენა იქონია ბაზრის შუამავლების აქტივობის ზრდაზეც. 2016 წლის 31 დეკემბრისთვის მოქმედი საბროკერო კომპანიების აქტივების საერთო მოცულობამ 45.98 მილიონი ლარი შეადგინა, რაც 33 პროცენტით ნაკლებია წინა წლის მონაცემთან შედარებით. ამავე

პერიოდში 65 პროცენტით გაიზარდა და 25.4 მლნ ლარი შეადგინა ვალდებულებების საერთო მოცულობამ. კაპიტალის საერთო მოცულობამ 20.56 მლნ ლარი შეადგინა, რაც 2015 წლის ანალოგიურ მონაცემთან შედარებით 61 პროცენტით არის შემცირებული, რაც ერთი საბროკერო კომპანიის ბაზრიდან გასვლით არის გამოწვეული.

ცხრილი 3.1.3

კორპორაციული ობლიგაციების საჯარო ემისია 2016 წელი.³²

#	ემიტენტი	მოცულობა (მლნ)/ვალუტა	ვადიანობა (წელი)	ნომინალი	საპროცენტო განაკვეთი (%)
1	შპს ნიკორა ტრეიდი	5/ დოლარი	2	1 000 დოლარი	11
2	სს m2	25/დოლარი	3	1 000 დოლარი	7.5
3	ჯორჯიან უოტერ ენდ ფაუერ	30/ ლარი	5	1 000 ლარი	ეროვნული ბანკის პოლიტიკური განაკვეთი+3.5 %.

2016 წლის მარტი მომდევნო მნიშვნელოვანი საფეხური იყო ქვეყანაში კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების თვალსაზრისით, რადგან სს „გალტ & თაგარტმა“ შპს „ნიკორა ტრეიდის“ 5 მილიონი აშშ დოლარის ღირებულების 2-წლიანი ობლიგაციების წარმატებით გამოშვება უზრუნველყო, (საპროცენტო სარგებელი – წლიური 11%), ასევე 2016 წელს განთავსდა სს „m² უძრავი ქონების“ 25 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის 3-წლიანი ობლიგაციები, რაც ისტორიულად ყველაზე მსხვილი და წარმატებული გამოშვება გახლდათ.³³

მნიშვნელოვანი მიმართულება, რომელიც უნდა განვითარდეს, კორპორატიული ობლიგაციების სფეროში, ეს არის ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ობლიგაციების ბაზარი. ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციები უფრო მორგებულია იმ კომპანიებზე, რომლებსაც შემოსავალი ლარში აქვთ. ამჟამად ბაზარზე ლარით დაფინანსების დიდი მოთხოვნაა.

³² წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

³³ <http://forbes.ge/news/2505/saqarTvelos-korporaciuli-obligaciebis-bazari>.

2016 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა შეიმუშავა რეგულაცია, რომელიც ხელს უწყობს ლარში დენომინირებული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებას. ეს რეგულაცია რეპო-ოპერაციების უზრუნველსაყოფად ბანკებს ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციების გამოყენების საშუალებას აძლევს. ეს ვრცელდება ლარში დენომინირებულ ფასიან ქაღალდებზე, რომელთა ემიტენტებს აქვთ რეიტინგი საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიებისგან. რეპო-ოპერაციებში მონაწილეობის მიღება ხელს შეუწყობს ლარის ობლიგაციების ბაზრის განვითარებას, კომერციულ ბანკებს საშუალება ექნებათ, ეს ობლიგაციები გამოიყენონ როგორც ლიკვიდურობის მართვის ინსტრუმენტი და, შესაბამისად, უფრო აქტიურად ჩაერთონ ბაზრის განვითარებაში. გარდა ამისა, კომპანიებიც ისარგებლებენ ლარში ფინანსური რესურსების მოპოვების ალტერნატიული საშუალებით. ამით ისინი უცხოურ ვალუტასთან დაკავშირებული რისკების შემცირებას შეძლებენ, რადგან უცხოურ ვალუტაზე დამოკიდებულება დიდ საფრთხეს უქმნის კომპანიის გადახდისუნარიანობას, განსაკუთრებით – ეკონომიკური კრიზისისა და ადგილობრივი ვალუტის დევალვაციის პერიოდში.

2017 წლის განმავლობაში მნიშვნელოვნად გააქტიურდა ობლიგაციების ბაზარი. საერთო ჯამში, 11-მა კომპანიამ 442.8 მილიონი ლარის ღირებულების ობლიგაცია გამოუშვა, საიდანაც 6 ემისია საჯარო შეთავაზების, ხოლო დანარჩენი 5 კი კერძო შეთავაზებით განხორციელდა.

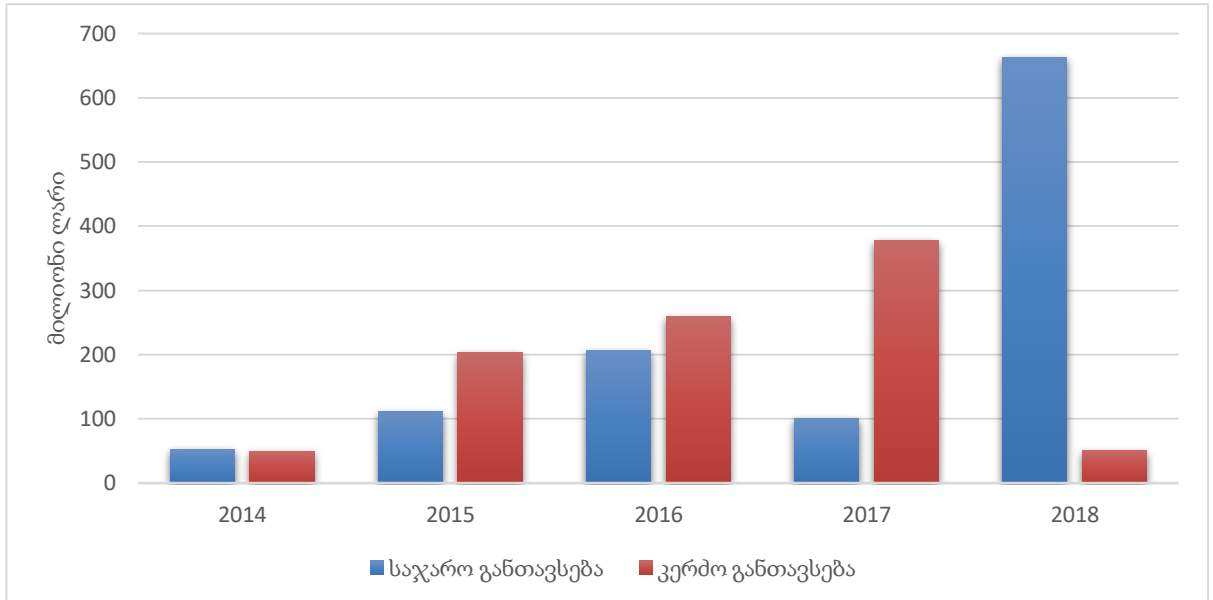
აღსანიშნავია, რომ კერძო შეთავაზებების ძირითადი ნაწილს საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ განხორციელებული შეთავაზებები წარმოადგენს, რომლებმაც 2017 წელს 243 მლნ ლარი შეადგინა.

2017 წელს ასევე გაიზარდა ლარით დენომინირებული სასესხო ფასიანი ქაღალდების მოცულობა და ამ მონაცემმა მთლიანი ობლიგაციების 86 პროცენტი შეადგინა.

გასული წლის განმავლობაშიც მნიშვნელოვნად გააქტიურდა ობლიგაციების ბაზარი. საერთო ჯამში, 10-მა კომპანიამ 714 მილიონი ლარის ღირებულების 15 ემისია განახორციელა, საიდანაც 12 - საჯარო შეთავაზებით, ხოლო დანარჩენი 3 კი კერძო შეთავაზებით წარიმართა (იხ. დიაგრამა N 31.4).

დიაგრამა 3.1.4

საჯარო და კერძო შეთავაზების გზით განთავსებული ობლიგაციების მოცულობა წლების მიხედვით (2014-2018)³⁴

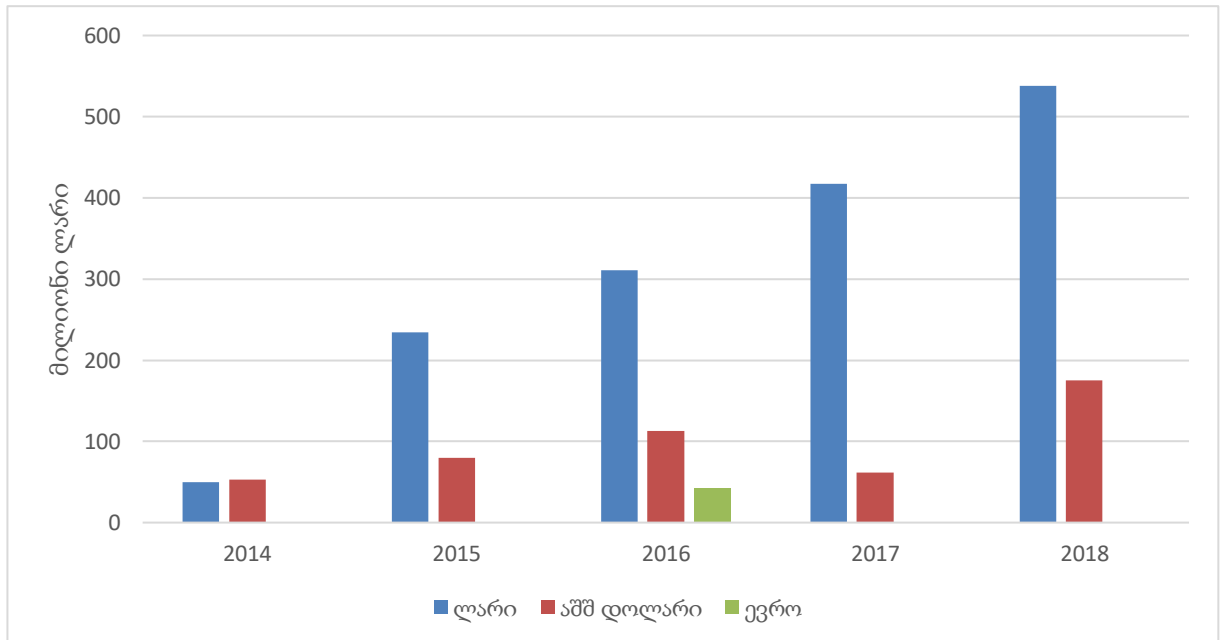


2017 წელთან შედარებით, 2018 წელს საჯარო შეთავაზებით გამოშვებული ობლიგაციების ჯამური მოცულობა 6.6-ჯერ გაიზარდა და 663 მილიონი ლარი შეადგინა. აქედან, საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ საჯარო შეთავაზებით გამოშვებული ობლიგაციების მოცულობა 458 მილიონი ლარს შეადგენს.

თუ განვიხილავთ გამოშვებული ობლიგაციების დინამიკას წლების მიხედვით სხვადასხვა ვალუტაში ვნახავთ, რომ ეროვნულ ვალუტაში ნომინირებული ობლიგაციების ემისია წლიდან წლამდე მზარდი ტენდენციით ხასიათდება. იგივე შეგვიძლია ვთქვათ დოლარში ნომინირებულ ობლიგაციებზეც, გარდა 2017 წლისა. აღნიშნულ წელს დოლარში გამოშვებული ობლიგაციების მოცულობა წინა წელთან შედარებით 45 პროცენტით არის შემცირებული.

³⁴ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

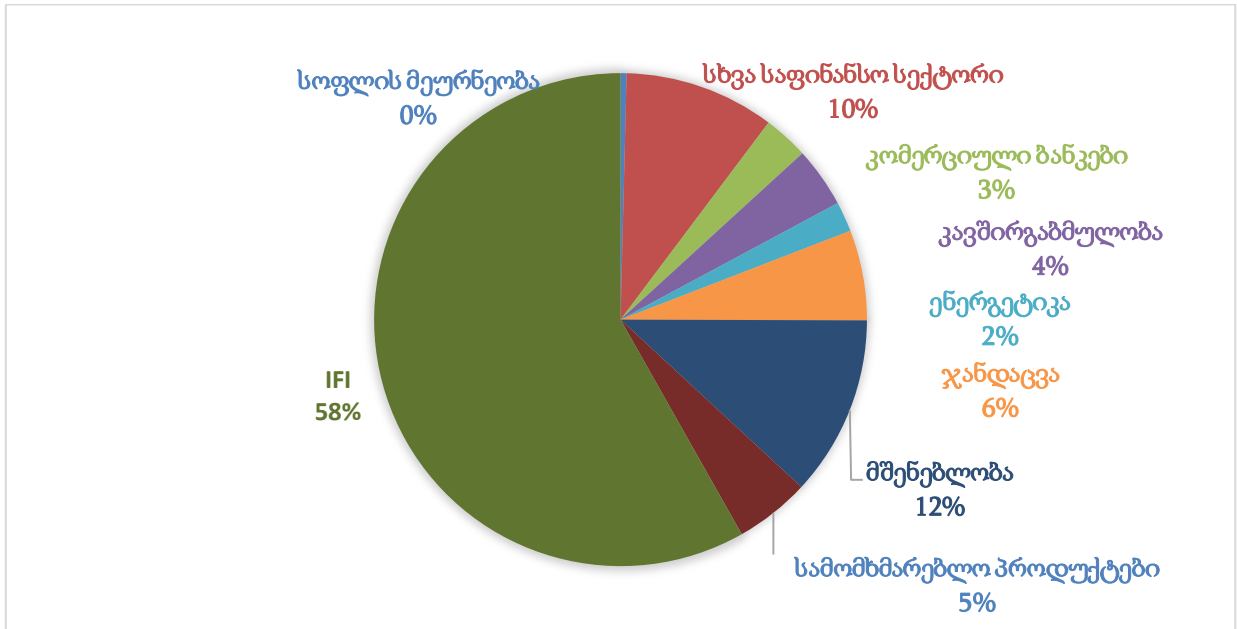
სხვადასხვა ვალუტით გამოშვებული ობლიგაციების მოცულობა წლების მიხედვით (2014-2018)³⁵



ქვემოთ წარმოდგენილია დიაგრამა გვიჩვენებს 2018 წლის ბოლოს აქტიური კორპორატიული ობლიგაციების განაწილებას ემიტენტი სექტორების მიხედვით. როგორც ქვემოთ მოცემული დიაგრამიდან ჩანს, 2018 წლის ბოლოს აქტიური ობლიგაციების ყველაზე მეტი პროცენტული წილი საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებზე მოდის. მეორე ადგილს იკავებს სამშენებლო სექტორი სს მ2 უძრავი ქონების მიერ გამოშვებული სავალო ფასიანი ქაღალდების მეშვეობით.

³⁵ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ობლიგაციების პროცენტული წილი სექტორების მიხედვით (2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით აქტიური ობლიგაციებისთვის)³⁶



კორპორატიული ბონდების ფასწარმოქმნას ხელს შეუწყობს ოფიციალური შემოსავლიანობის მრუდის გამოქვეყნება, რომელიც ეროვნულმა ბანკმა ჩეხ ექსპერტებთან ერთად შეიმუშავა.

საქართველოს კაპიტალის მეორადი ბაზარი ამჟამად არ ხასიათდება სათანადო ლიკვიდურობით და ამიტომ ლარის შემოსავლიანობის მრუდის ასაგებად ოპტიმალურია ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზრის მონაცემების გამოყენება: სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებების/ობლიგაციებისა და ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერთიფიკატის აუქციონები.

ლარის შემოსავლიანობის მრუდის ასაგებად გამოიყენება ლარში ემიტირებული: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული 6 თვიანი, 1, 2, 5 და 10 წლის ვადიანობის მქონე სახაზინო ვალდებულებები/ობლიგაციები და საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოშვებული 3 თვიანი დეპოზიტის სერთიფიკატები - სულ 6 ვადიანობის ჯგუფი. თითოეული ჯგუფიდან გამოიყენება აუქციონზე გამოტანილი

³⁶ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

უახლესი ფასიანი ქაღალდი, იმ პირობით, რომ აუქციონის ჩატარებიდან გასულია არაუმეტეს 120 კალენდარული დღისა.

იმ შემთხვევაში, თუ სახაზინო ვალდებულებების 10 წლიან ჯგუფში უახლესი ფასიანი ქაღალდი ემიტირებულია 120 კალენდარულ დღეზე ადრე, მაშინ დასაშვებია:

ა) 10 წლიანი ვადიანობის ჯგუფის გათვლებიდან ამოღება და მხოლოდ 5 წლიანი ვადიანობის ჯგუფის გამოყენება, ან

ბ) 10 წლიანი ვადიანობის ჯგუფისათვის სინთეტიკური ფასიანი ქაღალდის გამოყენება, რომლის შემოსავლიანობა და კუპონი იქნება 5 წლიანი ვადიანობის ქაღალდის შემოსავლიანობას დამატებული, ბოლო 2 წლის განმავლობაში დაფიქსირებული 10 წლიანი ვადიანობის (10წ - 5წ) საშუალო პრემია.

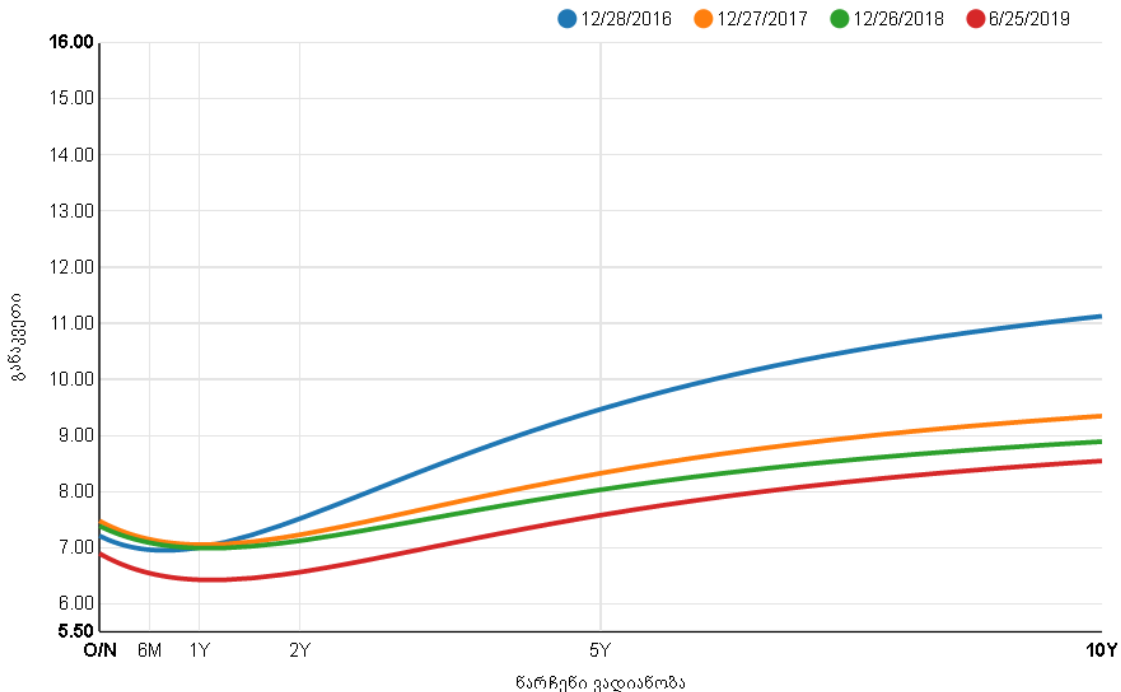
ფასიანი ქაღალდების ზემოთ აღნიშნული 6 ვადიანობის ჯგუფის მონაცემების საფუძველზე, შემოსავლიანობის მრუდის ასაგებად გამოიყენება ნელსონ-სიგელის პარამეტრული მოდელი, რომელიც კარგად არის აპრობირებული და ხშირად გვხვდება სხვა ცენტრალური ბანკების მიერ გამოყენებულ მეთოდოლოგიებში.

ყოველი პირველადი აუქციონის დასრულების შემდგომ, ხდება შესაბამისი ვადიანობის ჯგუფების მონაცემების განახლება და აუქციონზე დაფიქსირებული საშუალო შეწონილი შემოსავლიანობების (YTM) მეშვეობით, უმცირეს კვადრატთა მეთოდით (least square), ისეთი ბეტა პარამეტრების გამოთვლა, რომელიც უზრუნველყოფს ახალ მონაცემებზე შემოსავლიანობის მრუდის მოდელის საუკეთესოდ მორგებას (best fit).

ლარის შემოსავლიანობის მრუდი ახლდება კვირაში ერთხელ ოთხშაბათობით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი აუქციონის დასრულების შემდეგ. არსებული ისტორიული მონაცემთა ბაზა მოიცავს ყოველკვირეულ მონაცემებს 2013 წლიდან. შესაძლებელი არის სხვადასხვა პერიოდის მრუდების შედარება ერთმანეთთან და მონაცემების ჩამოტვირთვა ექსელის ფორმატში.³⁷

³⁷ <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=661>.

ლარის შემოსავლიანობის მრუდი (2016-2019წ).³⁸



გასათვალისწინებელია, რომ კორპორატიული ობლიგაციების სპეციფიკიდან და სხვა ქვეყნების გამოცდილებით ისინი ძირითადად ივაჭრება არასაბირჟო OTC სეგმენტზე. დამატებითი წახალისების გარეშე, კორპორატიული OTC ბაზარი თანდათან განვითარდება საკუთარი რესურსებით. თუმცა შესაძლებელია ამ პროცესის დაჩქარება. სხვადასხვა ქვეყნებში კორპორატიული ბონდების სწრაფ განვითარებას ხელი შეუწყობს ბონდების ბაზრის ასოციაციის შექმნამ.

3.2 აქციების ბაზარი

საააქციო კაპიტალის ბაზარი დაეხმარება საშუალო და მსხვილი ზომის კომპანიებს მოიზიდონ გრძელვადიანი კაპიტალი ადგილობრივ ბაზარზე. იგი ხელს შეუწყობს რისკების გადანაწილებას ინვესტორებს შორის და შექმნის კორპორატიული მართვის გაუმჯობესების და ინვესტორთა დაცვის სტიმულებს. საქართველოს ეკონომიკის ზომის გათვალისწინებით, განვითარების როგორც არსებულ ეტაპზე და მომავალშიც, ბირჟაზე

³⁸ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ემიტენტების კაპიტალიზაცია საერთაშორისო პრაქტიკასთან შედარებით იქნება ძალიან მცირე, თუმცა საქართველოსთვის მნიშვნელოვანი.

კომპანიების შემთხვევაში ადგილობრივმა ბაზარმა კონკურენცია უნდა გაუწიოს საერთაშორისო ბირჟებს, ძირითადი აქცენტი უნდა გაკეთდეს ბირჟის მინიმალური ხარჯებით ოპერირებაზე, მაქსიმალური გამჭვირვალობაზე და მინიმალური (პრაქტიკულად ნულოვანი) ტრანზაქციული რისკების პირობებზე. აღნიშნულის მისაღწევად აუცილებელია თანამედროვე ტექნოლოგიების გამოყენება და ინვესტიციების სწორად დაგეგმვა. გასათვალისწინებელია, რომ სააქციო ბაზრის შემთხვევაში, კორპორატიულ ობლიგაციებთან შედარებით, კიდევ უფრო დიდია ინვესტორთა, განსაკუთრებით წვრილი ინვესტორების დაცვის საჭიროება. შესაბამისად სააქციო კაპიტალის ბაზარი, უფრო მეტ გამჭვირვალობას მოითხოვს ემიტენტების მხრიდან.

ობლიგაციების ბაზართან შედარებით, 2018 წელს აქციების საჯარო ემისია არ განხორციელებულა. როგორც ეროვნული ბანკის 2018 წლის ანგარიშში ვკითხულობთ, აღნიშნული მიმართულებით ეროვნული ბანკი განაგრძობს ბაზრის კვლევებს, რათა მოახდინოს ძირითადი პრობლემების იდენტიფიცირება, როგორც მოთხოვნის, ასევე მიწოდების მიმართულებით. ამ თვალსაზრისით, საზედამხედველო გარემოს გაუმჯობესება, ემიტენტების გაზრდილი გამჭვირვალობა და მაღალი კორპორატიული სტანდარტების დანერგვა ინვესტორების ინტერესის ამაღლების მნიშვნელოვანი ფაქტორი იქნება.

თუ გადავხედავთ ემიტირებულ აქციების დინამიკას წლების მიხედვით ვნახავთ რომ მნიშვნელოვანი ცვლილებები ამ მიმართულებით არ შეინიშნება. წლიდან წლამდე შესაძლებელია განხორციელდეს ერთი ან ორი ემისია.

ობლიგაციების ბაზართან შედარებით მცირე წინსვლა შეინიშნება აქციების საჯარო ემისიის კუთხით. 2017 წელს სს „ვითიბი ბანკ ჯორჯიამ“ და სს „ნიკორამ“ განხორციელეს აქციების ემისია, რომლებიც საჯარო შეთავაზების გზით განთავსდა და მისმა ჯამურმა ღირებულებამ 19.9 მლნ ლარი შეადგინა.

აღსანიშნავია ისიც, რომ 2016 წლის განმავლობაში, ასევე, საჯარო შეთავაზების გზით განხორციელდა აქციების ორი ემისია ღირებულებით 19.5 მლნ აშშ დოლარი (სს „ლიბერთი კონსუმერი“ და სს „თელიანი ველი“).

2015 წლის განმავლობაში საჯარო შეთავაზების გზით განხორციელდა აქციების ერთი ემისია, ღირებულებით 20 მლნ ლარი (სს ვითიბი ბანკი ჯორჯია, 1 აქციის ნომინალური ღირებულება 1 ლარი). 2014 წლის განმავლობაში საჯარო შეთავაზების გზით განხორციელდა აქციების ერთი ემისია ღირებულებით 11 მილიონი ლარი. 2012 წლის განმავლობაში დამტკიცდა 2 საწარმოს ემისიის პროსპექტი. სს „თელასმა“ გამოუშვა 31,281,532 ცალი ჩვეულებრივი აქცია 1 ლარის ნომინალური ღირებულებით, ხოლო სს „ლიბერთი ბანკმა“ 10,000,000 ცალი პრივილეგირებული აქცია 0.01 ლარის ნომინალური ღირებულებით.

2010 წლის განმავლობაში ეროვნული ბანკის მიერ განხილულ და დამტკიცებულ იქნა სს „ვითიბი ბანკი ჯორჯია“-ს 43,500,000 ლარის ნომინალური ღირებულების ჩვეულებრივი აქციების პროსპექტი.

2009 წლის განმავლობაში ეროვნული ბანკმა განიხილა და დაამტკიცა 3 პროსპექტი. მათ შორის ერთი ობლიგაციებისა და ორი ჩვეულებრივი აქციებისათვის, რომელთა საერთო ნომინალურმა ღირებულებამ დაახლოებით 19 მილიონი ლარი შეადგინა.

3.3 საფონდო ბირჟა

ქვეყნის განვითარება, ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფა და საერთო ჯამში მოსახლეობის ცხოვრების დონის ამაღლება პირდაპირ კავშირშია კაპიტალის ბაზრის განვითარებასთან. ქვეყნის ეკონომიკის აღმავლობის ერთ-ერთი რეალური ბერკეტია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის ყველაზე მიღებული და პრაქტიკული ფორმაა ფასიან ქაღალდებში ინვესტირება საფონდო ბაზრის მეშვეობით. ამ მხრივ აუცილებელია ორგანიზებული სისტემის არსებობა, სადაც ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის მონაწილეების ერთმანეთთან დაკავშირება შუამავლის (ბროკერთ) მეშვეობით იწარმოებს.

როგორც დასაწყისში აღვნიშნეთ, საქართველოში ფულადი რესურსის მოზიდვის ერთი მექანიზმი - საბანკო სესხი და მთლიანობაში კომერციული საბანკო სისტემა -

მაქსიმალურად ცდილობს არ მისცეს გასაქანი ფულის რესურსის მოზიდვის მეორე მექანიზმს (რომელიც მთავარ კონკურენტად მიაჩნია) - საფონდო ინდუსტრიას.

2016 წლის 16 სექტემბერში ქართულმა კომერციულმა ბანკებმა მოახერხეს სრული კონტროლის დამყარება საქართველოს საფონდო ბირჟაზე, რაც მათ მიერ ბირჟის საკონტროლო პაკეტის - 56 პროცენტის შეძენაში, ბანკების წარმომადგენლების მიერ დაკომპლექტებულ სამეთვალყურეო საბჭოსა და დირექტორატში გამოიხატა. ამ თარიღიდან მოყოლებული საქართველოს სასესხო კაპიტალს - კომერციული ბანკის სესხს - ალტერნატივა არ გააჩნია.

სიტუაციას ართულებს ის ფაქტი, რომ 2008 წელს შეცვლილი კანონმდებლობით მთლიანად ფულადი ბაზრის ამ ორივე სფეროს ერთი მეგარეგულატორი ჰყავს - საქართველოს ეროვნული ბანკი.

2007 - 2008 წწ მომხდარი ე.წ. „ლიბერალური საკანონმდებლო ცვლილებებით“ გაუქმდა საფონდო ბაზრის აუცილებელი ატრიბუტი - საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, მისი ყველა უფლება გადაეცა ქართული კომერციული ბანკების რეგულატორს და მათი ინტერესების გამტარებელ საქართველოს ეროვნულ ბანკს.³⁹

ამას თან დაერთო საბროკერო კომპანიების მიმართ გატარებული უმკაცრესი პოლიტიკა, რომლის შედეგად საქართველოში 2014 წლის ბოლოსთვის ფაქტიურად აღარ დარჩა კომერციული ბანკისგან დამოუკიდებელი შუამავალი რგოლი - საბროკერო კომპანია.

თუ 2000 წელს არსებობდა 42 (ორმოცდაორი) საბროკერო კომპანია (რაც საქართველოს კანონმდებლობით საინვესტიციო ბანკის ექვივალენტური ინსტიტუტია), 2014 წლის დეკემბრის მდგომარეობით მათი რიცხვი 8 (რვა) ერთეულს ითვლის. წლების განმავლობაში ეს ტენდენცია შემდეგნაირად გამოიყურება:

³⁹ ასლანიშვილი დ. საფონდო ბაზარი საქართველოში: არსებული რეალიები და მომავალი - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის, საერთაშორისო სამეცნიერო - ანალიტიკური ჟურნალი „ეკონომისტი“, # 3, გვ 83 – 96, , მაისი - ივნისი 2014 წელი.

საბროკერო კომპანიების დინამიკა 2000-2014 წლებში

წელი	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
საბროკერო კომპანიათა რიცხვი	42	38	35	26	16	16	17	17	16	9	8	8	7	9	8

უნდა აღინიშნოს, რომ 2014 წლიდან დღემდე საბროკერო კომპანიების რაოდენობას მნიშვნელოვანი ცვლილებები არ განუცდია და მათი რიცხვი სტაბილურია. საქართველოს ეროვნული ბანკის უახლოესი მონაცემების მიხედვით საბროკერო კომპანიების რიცხვი 10-ს შეადგენს.

2018 წლის ბოლოსთვის საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საქმიანობდა 2 საფონდო ბირჟა, ფასიანი ქაღალდების 1 ცენტრალური დეპოზიტარი, 10 საბროკერო კომპანია და ფასიანი ქაღალდების 4 დამოუკიდებელი რეგისტრატორი. 10 საბროკერო კომპანიიდან 4 არ იყო საფონდო ბირჟის წევრი.⁴⁰

სააქციო საზოგადოება „საქართველოს საფონდო ბირჟა“ დაფუძნდა 1999 წლის 12 იანვარს საქართველოს კანონმდებლობის შესაბამისად. კომპანიის და მისი შვილობილი კომპანიების ძირითად საქმიანობას წარმოადგენს: ფასიანი ქაღალდებისა და სხვა ფინანსური ინსტრუმენტების ყიდვა-გაყიდვის შესახებ წინადადებების შეგროვება, საჯარო ვაჭრობის ორგანიზება დადგენილი წესებისა და პროცედურების შესაბამისად, დადებულ გარიგებათა შესახებ და ფასებთან დაკავშირებული სხვა ინფორმაციის გავრცელება; ფასიანი ქაღალდებით საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგებების ანგარიშსწორება და ფასიანი ქაღალდების შენახვა-აღრიცხვა არამატერიალიზებული ფორმით; ფასიანი ქაღალდების რეესტრების წარმოება. კომპანიის ძირითადი აქციონერები არიან: შპს „თიბისი კაპიტალი“ (17.33%), შპს „ჯი სი ეფ ჰოლდინგს ჯორჯია“ (15.33%) და სს „გალტ ენდ თაგარტი“ (17.33%)-მათ შორის 2% ნომინალური მფლობელობით)). აღნიშნული აქციონერები ასევე არიან ჯგუფში შემავალი შვილობილი კომპანიის სს „თბილისის საფონდო ბირჟის“ 64,78% წილის მფლობელები.⁴¹

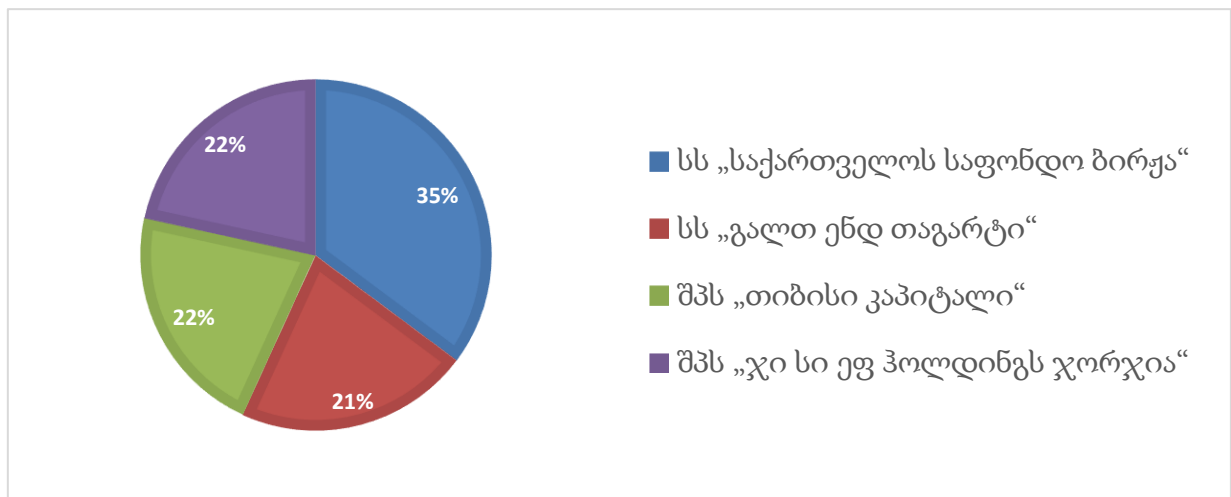
⁴⁰ საქართველოს ეროვნული ბანკის 2018 წლის ანგარიში.

⁴¹ სს „საქართველოს საფონდო ბირჟა“ კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2018 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, გვ . 9.

კომპანიამ სს „თბილისის საფონდო ბირჟა“ („თსბ“) დააფუძნა 2015 წლის 7 მაისს.⁴² კომპანიის დამფუძნებელი და აქციათა 100%-ის მფლობელი 2016 წლის დეკემბრამდე იყო სს „საქართველოს საფონდო ბირჟა“ („დამფუძნებელი“). დამფუძნებელმა კომპანია დააფუძნა, რათა დაუბრკოლებლად შეძლოს სახსრების მოზიდვა ბიზნესის განვითარებისთვის კომპანიის აქციების რეალიზაციის გზით (დამფუძნებელს საკუთარი სააქციო კაპიტალის გაზრდა, წესდების თანახმად, არ შეუძლია აქციონერთა 75%-ის თანხმობის გარეშე). კომპანიის მინორიტარმა აქციონერებმა, რომლებიც ფლობენ კომპანიის აქციათა 38%-ს, სასამართლოში გაასაჩივრეს „თსბს“ დაფუძნების შესახებ გადაწყვეტილება. აღნიშნული დავა პირველი ინსტანციის სასამართლოში დასრულდა კომპანიის სასარგებლოდ. კომპანიის ხელმძღვანელობა მიიჩნევს, რომ „თსბ“ დაფუძნებულია მოქმედ კანონმდებლობასთან და წესდებასთან სრულ შესაბამისობაში. 2016 წლის დეკემბერში „თსბ-მ“ გამოუშვა 183,897 ცალი ჩვეულებრივი აქცია, რომლებიც შეისყიდა შპს „გალტ ენდ თაგარტი“, შპს „თიბისი კაპიტალი“ და შპს „ჯი სი ეფ ჰოლდინგს ჯორჯიამ“, რის შემდეგაც წილები შემდეგნაირად გადანაწილდა (იხილეთ დიაგრამა 3.3.2):

დიაგრამა 3.3.2

სს „თბილისის საფონდო ბირჟის“ მფლობელთა სტრუქტურა⁴³



⁴² სააქციო საზოგადოება „თბილისის საფონდო ბირჟა“ ინდივიდუალური ფინანსური ანგარიშგება და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნა 2018 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, გვ. 7.

⁴³ დიაგრამა შემუშავებულია ავტორის მიერ, 2018 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით სს „თბილისის საფონდო ბირჟა“ ინდივიდუალური ფინანსური ანგარიშგებისა და დამოუკიდებელი აუდიტორის დასკვნის მონაცემებზე დაყრდნობით.

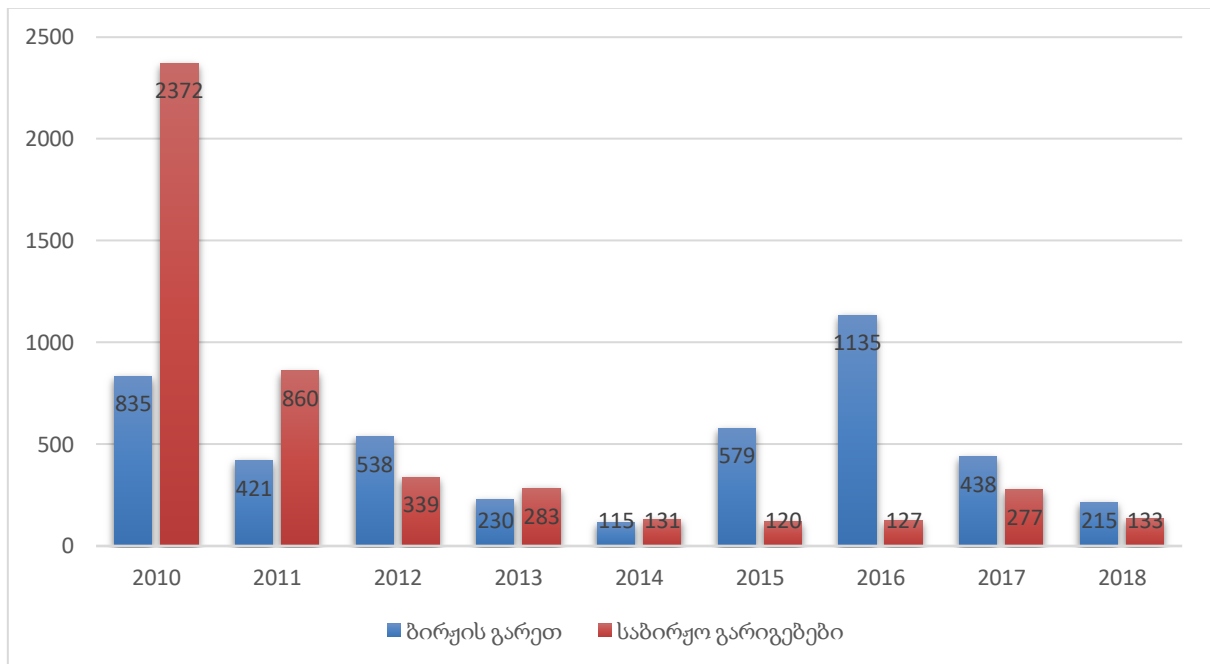
მიუხედავად იმისა რომ კომპანიას შეუმცირდა წილი სს „თსბ-ში“ 35,22 %-მდე, იგი მაინც ინარჩუნებს კონტროლს მასზე, და მის შედეგებს ასახავს საკუთარ კონსოლიდირებულ ფინანსურ ანგარიშგებაში. კონტროლი შენარჩუნებულია შემდეგი ფაქტებით:

- “თსბ“ სამეთვალყურო საბჭოს შემადგენლობაში შემავალი პირები ასევე არიან დამფუძნებელი კომპანიის სამეთვალყურო საბჭოს წევრები.
- „თსბ-ის“ დანარჩენი აქციონერები ამავდროულად არიან დამფუძნებელი კომპანიის აქციონერები პირდაპირ ან დაკავშირებული მხარეების (საერთო საბოლოო ბენეფიციარი მფლობელის) მეშვეობით. ეს აქციონერები ერთობლივად ფლობენ „თსბ“-ის 64.78%-ს და დამფუძნებლის 52%-ს.
- დამფუძნებელ კომპანიას და „თსბ-ს“ ჰყავს ერთი და იგივე გენერალური დირექტორი.

2016 წლის 23 დეკემბერს „თსბ-მ“ შეისყიდა „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის“ 304,499 ცალი ჩვეულებრივი აქცია. ამ ინვესტიციით “თსბ” გახდა „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის“ 75.06% წილის მფლობელი. აღნიშნული გარიგებების შედეგად სს „საქართველოს საფონდო ბირჟა“ 2016 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით სს „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი“-ში აკონტროლებს 51.09%-ს (აქედან არაპირდაპირ სს „თბილისის საფონდო ბირჟის“ საშუალებით 26,44%-ს) და ასახავს მას ჯგუფის კონსოლიდირებულ ფინანსურ ანგარიშგებაში.

გასული წლის ბოლო მონაცემებით, საქართველოს საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებული იყო 33 ემიტენტის ფასიანი ქაღალდი. საანგარიშო პერიოდში სავაჭრო სესიებზე და ბირჟაზე დაფიქსირებულ გარიგებათა საერთო ღირებულებამ 1,198.7 მლნ ლარი შეადგინა (63.23 მლნ ცალი ფასიანი ქაღალდი). აქედან, ბირჟის სავაჭრო სესიაზე დაიდო 1.43 მლნ ლარის გარიგება, ხოლო ბირჟაზე დაფიქსირებული გარიგებების ღირებულებამ 1,197.3 მლნ ლარი შეადგინა.

სავაჭრო სესიებსა და ბირჟაზე დაფიქსირებული გარიგებების რაოდენობა წლების მიხედვით (2010-2018წ).⁴⁴



როგორც დიაგრამიდან ჩანს, სავაჭრო სესიებსა და ბირჟაზე დაფიქსირებული გარიგებების რაოდენობა წლების მიხედვით განსხვავდება, რაც მრავალი ფაქტორის შედეგად არის განპირობებული. ყველაზე მაღალი აქტივობა საფონდო ბირჟაზე 2010 წელს ფიქსირდება. შემდეგ წლებში კი შეიძლება ითქვას, რომ ორივე მაჩვენებელი ბირჟის გარეთ დადებული და ბირჟაზე დადებული გარიგებების რაოდენობა მცირდება.

დაფიქსირებულ გარიგებებში, გარდა საბროკერო კომპანიების მიერ განხორციელებული ტრანზაქციებისა, 2018 წლის განმავლობაში რეგისტრატორების მიერ განხორციელდა 62 გარიგება 8,501,430 ცალ ფასიან ქაღალდზე. გარიგებების საერთო ღირებულებამ 0.94 მლნ ლარი შეადგინა.

⁴⁴ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

თავი IV. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია და მისი შედეგების ანალიზი

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია - ამ სახელით არის ცნობილი რეფორმა, რომელსაც ახორციელებენ ეროვნული ბანკი, ფინანსთა სამინისტრო და ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, "კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის" ფარგლებში, რომელიც მიღებულ იქნა 2016 წელს. იგი წარმოადგენს აღნიშნული ჯგუფის ერთიან ხედვას, თუ რა პრინციპებზე უნდა აეგოს, რა მიმართულებით და რა თანმიმდევრულობით განვითარდეს კაპიტალის ბაზარი, რა არის საჭირო მოკლე და საშუალოვადიან პერიოდში დასახული მიზნების მისაღწევად. ასევე, რა როლი უნდა ითამაშონ ამ პროცესში სხვადასხვა მონაწილე მხარეებმა.

სტრატეგია საფუძვლად იყენებს აზიის განვითარების ბანკის (ADB) მხარდაჭერით მომზადებული კაპიტალის ბაზრის დიაგნოსტიკური კვლევის დრაფტს, მომზადებულს კაპიტალის ბაზრის ექსპერტ ბ-ნ ბობ სინგლეტერის მიერ, USAID-ის მხარდაჭერით მოწყობილი საჯარო განხილვებისას გამოთქმულ შენიშვნებს.

სტრატეგიის მიზანია საქართველოში კაპიტალის ლიკვიდური ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა, რაც ხელს შეუწყობს საფინანსო სისტემის დივერსიფიკაციას, გრძელვადიანი საინვესტიციო რესურსის ხელმისაწვდომობის ზრდას, ეკონომიკის დედოლარიზაციას, საფინანსო სექტორის შოკების მიმართ მდგრადობის ზრდას.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების მნიშვნელოვანი წინაპირობაა საქართველოში ისეთი თავისუფალი და კონკურენტული გარემოს შექმნა, რომელიც უ პასუხებს ქვეყანაში კაპიტალისა და ინვესტიციების საჭიროებას, იქნება ეფექტიანი, ინოვაციური, მაღალ შედეგებზე ორიენტირებული და ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების გრძელვადიანი გეგმების შესაბამისი.

ფინანსური ბაზრის სხვადასხვა სეგმენტი ვითარდება გარკვეული თანმიმდევრულობით, მარტივი ინსტრუმენტებიდან რთულის მიმართულებით.

კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებისათვის აუცილებელია გამართული ფულადი ბაზრის, მათ შორის ცენტრალური ბანკის ლიკვიდობის მართვის ინსტრუმენტების არსებობა. შეუძლებელია მივიღოთ განვითარებული, ლიკვიდური და ღრმა ბაზარი ხანმოკლე დროში, მისი ყველა სეგმენტით და რთული ფინანსური ინსტრუმენტებით. ფინანსური ბაზრის განვითარების პირამიდა ილუსტრაციას უკეთებს ამ ხედვას.

დიაგრამა 4.1

ფინანსური ბაზრის განვითარების პირამიდა⁴⁵



კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების თანმხლებია მნიშვნელოვანი სარგებელი ხსენებული დაინტერესებული მხარეებისთვის:

1) სავალო ბაზარი ემიტენტს სთავაზობს კომერციული ბანკის დაფინანსების ალტერნატივას და აძლევს წვდომას დიდი რაოდენობის ადგილობრივ თუ უცხოელ ინვესტორებზე. გარდა ამისა, კომპანიებს, რომელთაც სავალო ბაზრის შესაძლებლობებით სარგებლობა სურთ, უნდა ჰქონდეთ მყარი ფინანსური ანგარიშგების (რეპორტინგის) სტანდარტები და გამჭვირვალე კორპორაციული

⁴⁵ კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, 2016, გვ. 18.

მმართველობა. აქვე, აღსანიშნავია ისიც, რომ გარკვეული ზომის კომპანიებისთვის ადგილობრივი ობლიგაციების გამოშვება საერთაშორისო სავალო და კაპიტალის ბაზრებზე წვდომისკენ გადადგმული პირველი ნაბიჯია.

2) ინვესტორებს უჩნდებათ წვდომა მაღალ ფიქსირებულშემოსავლიან პროდუქტებზე, როგორც დეპოზიტის ალტერნატივაზე.

3) სახელმწიფოს დონეზე, განვითარებული ობლიგაციების ბაზარი ხელს უწყობს საქართველოს ეკონომიკაში ინვესტირების მსურველი ინდივიდუალური, თუ ინსტიტუციონალური ინვესტორების მოზიდვას და შენარჩუნებას. იმ კომპანიებს, რომელთაც აქვთ მყარი ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტები, გამჭვირვალე კორპორაციული მართვა და შესაძლებლობა, ისარგებლონ ადგილობრივი და საერთაშორისო სავალო და კაპიტალის ბაზრებით, ხელს შეუწყობს მომავალი ეკონომიკური ზრდის პერსპექტივები.

საქართველოში ადგილობრივი ობლიგაციებისა და კაპიტალის ბაზრის განვითარებას ბევრი ფაქტორი უწყობს ხელს: კორუფციისგან თავისუფალი გარემო, საქართველოს მთავრობისა და მარეგულირებელი ორგანოების მხარდაჭერა, მზარდი რაოდენობით პოტენციური ემიტენტების, ადგილობრივი და საერთაშორისო ინვესტორების არსებობა, რომლებსაც ადგილობრივ კორპორაციულ ობლიგაციებში ინვესტირების დიდი სურვილი და შესაძლებლობა აქვთ. და კიდევ, ერთ-ერთი ყველაზე პოზიტიური ფაქტორი ის გახლავთ, რომ არსებობს ადგილობრივი საინვესტიციო ბანკები, რომლებსაც დიდი გამოცდილება აქვთ და შეუძლიათ, კომპანიებს დაეხმარონ ამ მხრივ ფინანსური რესურსების მოპოვებაში.

კონკურენტული კაპიტალის ადგილობრივი ბაზრების არსებობისა და არარეზიდენტი ინვესტორების მოზიდვისთვის მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოს კაპიტალის ბაზარს გააჩნდეს მინიმუმ იგივე გამჭვირვალობა და სანდოობა, რაც გააჩნია განვითარებულ კაპიტალის ბაზრებს. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ როგორც რეზიდენტებისათვის, ისე არარეზიდენტებისათვის ადვილად გასაგები და მისაღები იყოს ადგილობრივი ბაზრის რეგულირება და ბიზნეს პრაქტიკა. ამ კუთხით, ადგილობრივი რეგულირების ჰარმონიზაციას ევრო დირექტივებთან განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს.

ძალიან მნიშვნელოვანია საქართველოს მთავრობის 2018 წლის გეგმა ახალი საპენსიო სქემის შემუშავებასთან დაკავშირებით. გეგმის ამოქმედების შემდეგ საპენსიო ფონდი იქნება ადგილობრივ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების მოთხოვნის მთავარი წყარო. ასევე, აღსანიშნავია, რომ მთავრობა ამუშავებს კანონპროექტს საინვესტიციო ფონდების შესახებ. ამასთან დაკავშირებით, კორპორაციული ობლიგაციების კიდევ უფრო განვითარებისთვის გარკვეული საკითხებია დასახვეწი. მარეგულირებელი ორგანოების მიერ რეგულაციებში გარკვეული ცვლილებები უნდა შევიდეს, კერძოდ: გამარტივდეს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების პროცედურები, წახალისდნენ ემიტენტები, რათა მათ მოახდინონ საჯარო განთავსებები, შექმნან ხელსაყრელი პირობები საპენსიო და საინვესტიციო ფონდების განვითარებისთვის.⁴⁶

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის ერთ-ერთ აუცილებელ კომპონენტს წარმოადგენს ინფრასტრუქტურა, რომელიც მოიცავს IT სისტემებს, რომლებიც ფარავს ვაჭრობის, ანგარიშსწორების და ანგარიშგების ნაწილებს.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გარდა, სხვა ფასიანი ქაღალდებისათვის ინფრასტრუქტურა მოძველებულია, პროცესები არ არის ავტომატიზებული, ოპერაციები ხდება ქაღალდის დოკუმენტებით, მაღალია საოპერაციო რისკები და პროცესი არის არაეფექტიანი. შესაძლოა ეს რისკები ბაზრის მცირე ბრუნვის პირობებში არ მატერიალიზდება, თუმცა მოძველებული და გაუმართავი ინფრასტრუქტურა ერთის მხრივ ხელს უშლის ბაზრის განვითარებას, ასრულებს უცხოელი ინვესტორების შემოსვლისათვის დემოტივატორის როლს და ბაზრის გააქტიურების შემთხვევაში სერიოზულ საფრთხეს წარმოშობს.

კაპიტალის ბაზრის სტრატეგიაში მოცემული ხედვებისა და ქმედებების შედეგად კაპიტალის ბაზარი, განვითარების ყოველ ეტაპზე, განიცდის გარკვეულ ტრანსფორმაციას. იმისათვის, რომ განხორციელდეს ამ ტრანსფორმაციის ეფექტური მონიტორინგი და შეფასება, შემუშავდა კრიტიკულ ინდიკატორთა რაოდენობრივი პარამეტრების სისტემა, რომელიც ქვემოთ 4.2 ცხრილშია მოცემული. აღნიშნული რაოდენობრივი მაჩვენებლები წარმოადგენენ კაპიტალის

⁴⁶ კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, 2016, გვ. 181.

ბაზრის მიმდინარე მდგომარეობასა და კაპიტალის ბაზრის განვითარების სამუშაო ჯგუფის საორიენტაციო გეგმას მოკლე და საშუალოვადიან პერიოდში.

ცხრილი 4.2

კაპიტალის ბაზრის განვითარების ბენჩმარკები⁴⁷

#	მიზანი	მიმდინარე ვადა (2016)	მოკლე ვადა (2018)	საშუალო ვადა(2025)
1	საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაციის ფარდობა მშპ-სთან	0.50%	2%	4%
2	მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელი ს ფარდობა მშპ-სთან	5.10%	8%	10%
3	არარეზიდენტი ინვესტორების წილი მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელში	3%	10%	20%
4	საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებული ემიტენტების(ბონდების და აქციების) რაოდენობა	7	25	50
5	კორპორატიული ბონდების ბაზრის კაპიტალიზაციის ფარდობა მშპ-სთან	0.20%	3%	5%
6	კორპორატიული ბონდების ემიტენტების რაოდენობა	6	15	50
7	ლარში დენომინირებული ბონდების წილი მთლიან კორპორატიულ ბონდების პორტფელში	20%	40%	60%
8	კაპიტალის ბაზრის კაპიტალიზაციის პროცენტული წილი მშპ-სთან	7%	10%	20%
9	ემიტენტების რაოდენობა, რომელთაც მინიჭებული აქვთ საკრედიტო რეიტინგი	15	25	50

⁴⁷ წყარო: კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, 2016, გვ.55.

რეფორმეტრი ეს არის პროექტი, რომელსაც ახორციელებს ISET-ის კვლევითი ინსტიტუტი USAID G4G-ის მხარდაჭერით.⁴⁸ პროექტის მიზანია ეკონომიკური რეფორმების პროგრესის ანალიზი და რეფორმით დაინტერესებულ მხარეებს შორის დიალოგის ხელშეწყობა. პროექტმა უნდა გაზარდოს როგორც ხელისუფლების ანგარიშვალდებულება, ისე ნდობა მთავრობას, კერძო სექტორსა და, ზოგადად, საზოგადოებას შორის.

დღევანდელი მონაცემებით პროექტის ფარგლებში აქტიურად მიმდინარეობს რამდენიმე რეფორმის პროგრესის ანალიზი, მათ შორის ერთ-ერთი არის კაპიტალის ბაზრის განვითარება.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ რეფორმა შემუშავდა 2016 წელს და მას შემდეგ საკმაოდ დიდი პერიოდია გასული რეფორმის პროგრესის შესაფასებლად.

აღნიშნული პროგრამა განვითარების მესამე ფაზაშია და რეფორმეტრის გუნდმა უკვე ორჯერ შეაფასა რეფორმის მიმდინარე შედეგები.

2018 წლის 12 მარტს, რეფორმეტრის მეორე ფაზა კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის შესრულების შეფასებით გაგრძელდა. სამთავრობო კვლევამ აჩვენა, რომ ამ ეტაპისთვის, რეფორმის 67,7% შესრულებულია. სამთავრობო კვლევა ეს არის – სპეციალური, შეთანხმებული კითხვარი, რომლის საშუალებითაც იზომება კონკრეტული რეფორმის გეგმის შესრულება. აღნიშნული მაჩვენებელი I ფაზაში 51%-ს შეადგენდა.

ყველაზე მეტი პროგრესი სამართლებრივი ჩარჩოს მიმართულებით მოხდა. ბოლო 1 წლის მანძილზე, სხვა მნიშვნელოვან ღონისძიებებთან ერთად, ეროვნული ბანკის მიერ აღიარებული სააგენტოების სიას (Moody's, S&P და Fitch) დაემატა გერმანული სარეიტინგო სააგენტო Scope, როგორც სანდო სააგენტო ეროვნული ბანკის მიერ გირაოდ მისაღები ფასიანი ქაღალდების რეიტინგებისათვის. ასევე, ე.წ. Freefloat-ის შეღავათი საგადასახადო კოდექსში შეიცვალა უფრო ფართო და

⁴⁸ <https://reformeter.iset-pi.ge/ka/about>.

ინვესტორებისათვის მოსახერხებელი შედეგებით, რომლის თანახმადაც გადასახადისგან გათავისუფლდა კაპიტალური მოგება (capital gain).

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ექსპერტების დახმარებით შემუშავდა საგადასახადო რეფორმების პაკეტი, რომელიც ითვალისწინებს სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების დაბეგვრას საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის გათვალისწინებით. ამას გარდა, განისაზღვრება ისეთი ინსტრუმენტების სწორი დაბეგვრის მიდგომები, როგორებიცაა დერივატივები, რეპო და ფასიანი ქაღალდების გასესხება.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების გეგმის ნაწილია საპენსიო რეფორმაც, რომლის საკანონმდებლო პაკეტი 2018 წელს მომზადდა.

დაინტერესებულ მხარეთა ჯგუფმა რეფორმას 10 მაქსიმალური ქულიდან 5.00 ქულა დაუწერა, რაც წინა ფაზის შეფასებაზე მეტია, სადაც რეფორმამ 3.85 ქულა მიიღო.

დისკუსიაზე, რომელსაც დაინტერესებულ მხარეებთან ერთად, ფინანსთა მინისტრის მოადგილე ნიკოლოზ გაგუა და ეროვნული ბანკის წარმომადგენლები ესწრებოდნენ, გაიჟღერა რამდენიმე მნიშვნელოვანმა მოსაზრებამ, რომელიც რეფორმის მიმდინარეობას უკავშირდება, კერძოდ:⁴⁹

- ეროვნული ბანკის ხედვით, პირველ ეტაპზე, კაპიტალის ბაზრის საკანონმდებლო და რეგულატორული გარემოს მოწესრიგებაა საჭირო, რასაც ითვალისწინებს კიდევ სტრატეგია. ასევე, მიმდინარეობს ევროკავშირის კანონმდებლობასთან დაახლოება, რომელიც 2024 წლამდეა გაწერილი;
- ფინანსთა სამინისტრო გამოწვევად ხედავს ფინანსური განათლების დაბალ დონეს, რაც იწვევს უნდობლობას ფინანსური ბაზრის მიმართ;
- იმისთვის, რომ საქართველო ფინანსური ჰაბი გახდეს, საჭიროა კონკურენტული უპირატესობების მოპოვება, რაც, მაგალითად, ლიბერალურ საგადასახადო გარემოს შექმნით და ინფრასტრუქტურის გაუმჯობესებით მიიღწევა. ასევე, კონცენტრირება უნდა გაძლიერდეს მეზობელ ქვეყნებზე, რათა მათი ინტეგრირება მოხდეს

⁴⁹ კაპიტალის ბაზრის განვითარების III ფაზის ანგარიში, თბ. 2019 წ.

საქართველოს ფინანსურ ბაზარში. თუმცა, პირველ ეტაპზე, შიდა ბაზარი უნდა განვითარდეს;

- დაბალი ლიკვიდურობა ყველაზე დიდი გამოწვევაა კაპიტალის ბაზრისთვის;
- სახელმწიფო კომპანიებმა საკუთარი ფასიანი ქაღალდები საქართველოს საფონდო ბირჟაზე უნდა გამოიტანონ, რაც წახალისებდა მის განვითარებას;
- საპენსიო ფონდი გააჩენს მსხვილ ინსტიტუციურ ინვესტორს, ანუ კაპიტალის ბაზარზე გაიზრდება მოთხოვნა;
- კორპორატიულ სესხებზე ბანკების მოგება მიზერულია, რაც ზრდის მათ ინტერესს ინვესტირების ალტერნატიული წყაროების განვითარების მიმართ;
- უცხოურ საფონდო ბირჟაზე დალისტვამდე, ქართულ კომპანიებს ქართულ საფონდო ბირჟაზე დალისტვის ვალდებულება უნდა ჰქონდეთ, რაც განავითარებდა ქართულ საფონდო ბირჟას;
- საპენსიო ფონდის სახსრები უნდა ჩაიდოს საქართველოში ლარში დენომინირებულ ფასიან ქაღალდებში;
- კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია ფოკუსირებულია საბანკო ინსტრუმენტების განვითარებაზე და ნაკლებად ეხება არასაბანკო ლიკვიდური ინსტრუმენტების განვითარებას;

რეფორმის ეფექტიანობას რეფორმეტრის გუნდი ზომავს რეფორმვერდიქტით, რომელიც წარმოადგენს დაინტერესებული მხარეების მიერ რეფორმების ინდივიდუალური შეფასების საშუალო შეწონილ მაჩვენებელს. მისი განახლება ხდება ყოველთვიურად თითოეული რეფორმის შეფასების შემდეგ. რეფორმვერდიქტი შედგება შემდეგი კომპონენტების შეფასების მიხედვით:

- არსებული ვითარება;
- რეფორმის პროგრესი;
- მოსალოდნელი შედეგები.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმის მეორე ფაზის შედეგად, რეფორმვერდიქტი - მთავრობის ერთიანი შეფასება გაიზარდა და მან 4.94 შეადგინა. გაიზარდა რეფორმვერდიქტის ყველა კომპონენტი, კერძოდ, არსებული ვითარება

შეფასდა როგორც 4.02, რეფორმის პროგრესი- 5, ხოლო მოსალოდნელი შედეგები- 5.84. სამივე კომპონენტის შედეგი 10 ბალიანი შეფასების მიხედვით განისაზღვრა როგორც ზომიერი.

2018 წელს მნიშვნელოვანი ნაბიჯები გადაიდგა როგორც კაპიტალის ბაზრის განვითარების, ასევე საზედამხედველო პოლიტიკის მიმართულებით. 2018 წელს საქართველოს ეროვნული ბანკი IOSCO-ს⁵⁰ ასოცირებული წევრი გახდა. IOSCO-ს ასოცირებული წევრობისთვის მოსამზადებელი სამუშაოები ჯერ კიდევ 2017 წელს დაიწყო. ხანგრძლივი და შრომატევადი პროცესი მოიცავდა როგორც მოლაპარაკებებს IOSCO-ს წარმომადგენლობასთან, ასევე, მსოფლიო ბანკის დახმარებით, ქართული ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი კანონმდებლობის IOSCO-ს პრინციპებთან შესაბამისობის თვითშეფასებას.

დასახული სამოქმედო გეგმის საფუძველზე, საქართველოს ეროვნული ბანკი მომავალში IOSCO-ს ურთიერთგაგების მემორანდუმზე ხელმოწერასა და მუდმივ წევრად გახდომას გეგმავს, რისთვისაც საჭირო იქნება სხვადასხვა სახის საკანონმდებლო და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ჩარჩოს ცვლილებები, რაზეც მუშაობა აქტიურად მიმდინარეობს.

2018 წლის განმავლობაში ინტენსიური მუშაობა საინვესტიციო ფონდების საკანონმდებლო ჩარჩოს მიმართულებითაც მიმდინარეობდა. აღნიშნულ პერიოდში, ეროვნული ბანკის აქტიური ჩართულობით, ეკონომიკის სამინისტროსთან ერთად, შეიქმნა განახლებული კანონის სამუშაო ვერსია, რომელიც ეფუძნება ევროპის კანონმდებლობის ძირითად პრინციპებს და განსაზღვრავს ძირითად მოთხოვნებს სხვადასხვა ტიპის საინვესტიციო ფონდებთან მიმართებაში. სამუშაო პროცესში აქტიურად მონაწილეობდნენ სხვადასხვა ბაზრის მონაწილეები, სხვა ქვეყნების საზედამხედველო ორგანოებისა და საერთაშორისო ორგანიზაციების წარმომადგენლები. მომდევნო ეტაპი ითვალისწინებს

⁵⁰ International Organization of Securities Commissions - ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაცია (IOSCO), ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან ორგანოა, რომელშიც გაერთიანებულია მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულატორები. IOSCO-ს მიერ შემუშავებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების პრინციპები, მიზნები და მათი დანერგვის მეთოდოლოგია ეფუძნება ბაზრის რეგულირებისა და ზედამხედველობის საერთაშორისო გამოცდილებას.

კანონპროექტის სამუშაო ვერსიის ადგილობრივი ბაზრის მონაწილეების ფართო წრესთან გაზიარებას და მათი მოსაზრებების გათვალისწინების შემდგომ, საკანონმდებლო ცვლილებების თანმიმდევრულ დაგეგმვას.

ამასთან, საერთაშორისო გამოცდილებაზე დამყარებითა და სხვადასხვა ექსპერტების დახმარებით, საქართველოს ეროვნული ბანკი საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსთან ერთად აქტიურად მუშაობს საინვესტიციო ფონდების საგადასახადო ჩარჩოზე, რომელიც ადგილობრივი ბაზრის ძირითად მახასიათებლებს მაქსიმალურად მოერგება.

ფასიანი ქაღალდების საკანონმდებლო ჩარჩოს ევროკავშირის კანონმდებლობასთან მიახლოება გამართული საკანონმდებლო ჩარჩო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტიანი ფუნქციონირებისთვის აუცილებელი პირობაა. აღნიშნულის მისაღწევად, 2018 წელს გაფორმდა 3-წლიანი ხელშეკრულება საქართველოს ეროვნულ ბანკსა და ბელგიის ფასიანი ქაღალდების საზედამხედველო ორგანოს (FSMA) შორის. პროექტის ფარგლებში, საქართველოს ეროვნული ბანკი, FSMA-ის დახმარებით, ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობას ევროკავშირის ძირითად სტანდარტებს შეუსაბამებს, რაც საზედამხედველო ჩარჩოს მნიშვნელოვნად გააუმჯობესებს.

აღნიშნული პროექტის ძირითად მიმართულებებს წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შუამავლებისა და ემიტენტების საზედამხედველო ჩარჩოს გადახედვა, რაც მიზნად ისახავს საშუამავლო მომსახურების სტანდარტების ამაღლებას, არსებული ინვესტორების ინტერესების დაცვასა და ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გამჭვირვალობის ხარისხის გაუმჯობესებას.

2019 წლის 5 ივნისს, რეფორმეტრის მესამე ფაზა კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის შესრულების შეფასებით გაგრძელდა. სამთავრობო კვლევამ აჩვენა, რომ ამ ეტაპისთვის, რეფორმის 80% შესრულებულია. აღნიშნული მაჩვენებელი II ფაზაში 67.7%-ს შეადგენდა.

ბოლო ერთი წლის განმავლობაში დაინერგა საერთაშორისო GMRA შიდა ბაზარზე, შემუშავდა სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია, შეიქმნა ბონდების ბაზრის ასოციაცია, კორპორატიული ბონდები დაემატა Clearstream ლინკში, ასევე, ფასიანი

ქალაქები დაემატა ეროვნული ბანკის ანგარიშსწორების სისტემას. პირვანდელი გეგმისგან განსხვავებით, აღარ იგეგმება წინასწარი დეპონირების პრაქტიკის გაუქმება და არ დაწყებულია იპოთეკური სესხებისთვის სიცოცხლის სავალდებულო დაზღვევის საკითხის განხილვა.

დაინტერესებულ მხარეთა ჯგუფმა რეფორმას 10 მაქსიმალური ქულიდან 4.38 ქულა დაუწერა, რაც წინა ფაზის შეფასებაზე ნაკლებია, სადაც რეფორმამ 5.00 ქულა მიიღო.

დისკუსიაზე გაიჟღერა რამდენიმე მნიშვნელოვანმა მოსაზრებამ, რომელიც რეფორმის მიმდინარეობას უკავშირდება, კერძოდ:

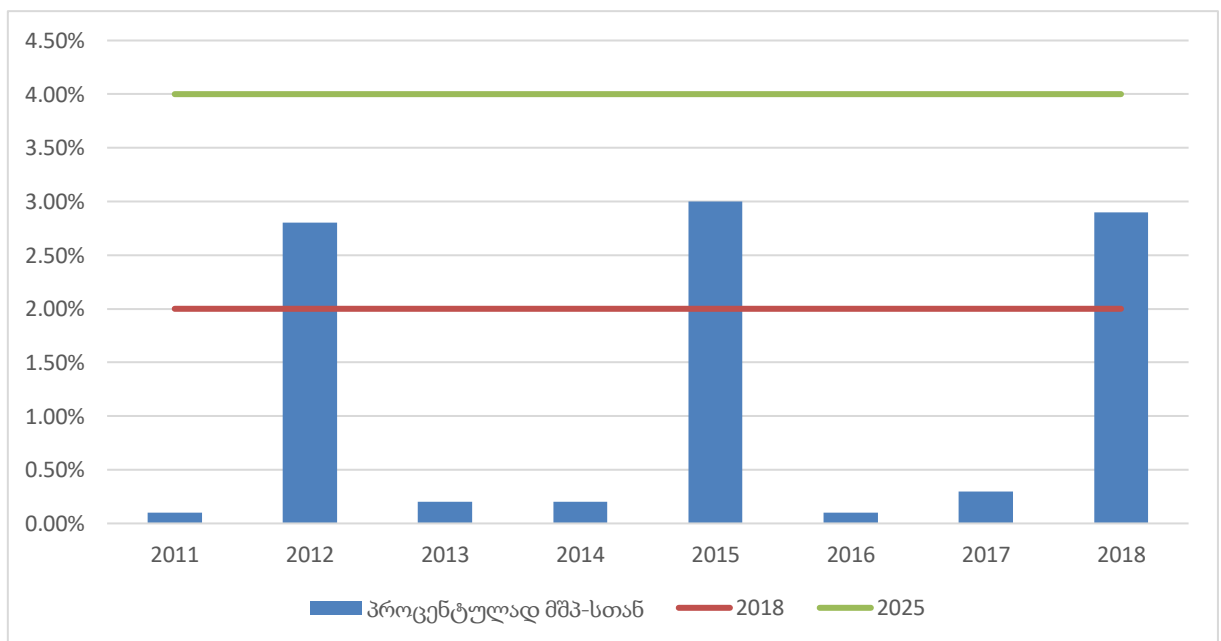
- საქართველოს საფონდო ბირჟის მიხედვით, საცალო ინვესტორები ძალიან დიდ როლს ასრულებენ ობლიგაციების ბაზარზე. იმისათვის, რომ გაიზარდოს რითეილ-ინვესტორების რაოდენობა ობლიგაციების ბაზარზე, საიდანაც მათი გადადინება მოხდება კორპორატიულ ბაზარზე, საჭიროა რამდენიმე რეგულატორული ცვლილება: რეპო-ბაზრის გახსნა საცალო ინვესტორებისთვის და საინვესტიციო ფონდების კანონის ამოქმედება, რაც საშუალებას მისცემს საცალო-ინვესტორებს კოლექტიური საინვესტიციო სქემების საშუალებით შემოვიდნენ ბაზარზე.
- სახელმწიფოს მიერ უზრუნველყოფილი ობლიგაციების რეგულაცია მზადაა და ეს წინ გადადგმული ნაბიჯია, რომელიც კომერციულ ბანკებს დაეხმარება მეტი რესურსის მოზიდვაში და საკრედიტო პორტფელების ზრდაში. თუმცა, ეს რეფორმა რაც არ უნდა კარგი იყოს, ვერ აღწევს ერთ მთავარ მიზანს: სახელმწიფოს მიერ უზრუნველყოფილი ობლიგაციას რომ უშვებს ბანკი, ის მაინც ინარჩუნებს ამ სესხებს თავის ბალანსზე. ეს ნიშნავს, რომ პირდაპირ მის კაპიტალის ადეკვატურობაზე მოქმედებს და ვერ იცილებს თავიდან ამ რისკის მიხედვით შეწონილ აქტივებს. სექურითიზაცია კი, ამის საშუალებას იძლევა. სწორედ ამიტომ, საჭიროა სექურითიზაციის მიმართულებით მუშაობაც.
- აქციების ბაზრის განვითარებას ხელს შეუწყობს მსხვილი სახელმწიფო კომპანიების პრივატიზაცია საქართველოს საფონდო ბირჟის ჩართულობით. აქ უნდა გადაწყდეს რა სჯობს - წავიდეთ იაფი კაპიტალის მოზიდვის გზით (დიდი საფონდო ბირჟების

გამოყენებით) თუ აქციები გამოვუშვით ადგილობრივ ბირჟაზე განსხვავებული ფასით, რაც სამაგიეროდ წახალისებს ადგილობრივ ბაზარს.

- დღეს კაპიტალის ბაზრის განვითარება გადადის ახალ ეტაპზე. სტრატეგია უკვე მოძველებულია და აუცილებლად საჭიროებს განახლებას. ახალი სტრატეგიის ფორმირებაში სასურველის დაინტერესებული მხარეების მეტი ჩართულობა.
- კომპანიების მიერ ობლიგაციების გამოშვება უმეტესწილად ხდება დოლარში, იმიტომ რომ უფრო მეტად ენდობიან ამ ვალუტას, მაშინ როდესაც სასურველია ევროში მოხდეს ობლიგაციების გამოშვება ამ ვალუტის ნაკლებად მერყეობის გამო.
- ჩვენი ზომის ეკონომიკის ქვეყნებში საჭიროა საინვესტიციო მიწოდების სტრუქტურის შექმნა, ადგილობრივი გრძელვადიანი კაპიტალის ფორმირება, რომელიც უზრუნველყოფს დაფინანსების ღირებულების სიმცირეს ადგილობრივი კომპანიებისთვის.
- განიხილება დუალისტინგის კონცეფცია, რომელიც საქართველოს საფონდო ბირჟას, სხვა ბირჟებთან პარტნიორობის რეჟიმში, მეტ დატვირთვას მისცემს.

დიაგრამა 4.2

აქციების ვაჭრობის შედეგების (საბირჟო და არასაბირჟო) კაპიტალიზაციის ფარდობა მშპ-სთან⁵¹

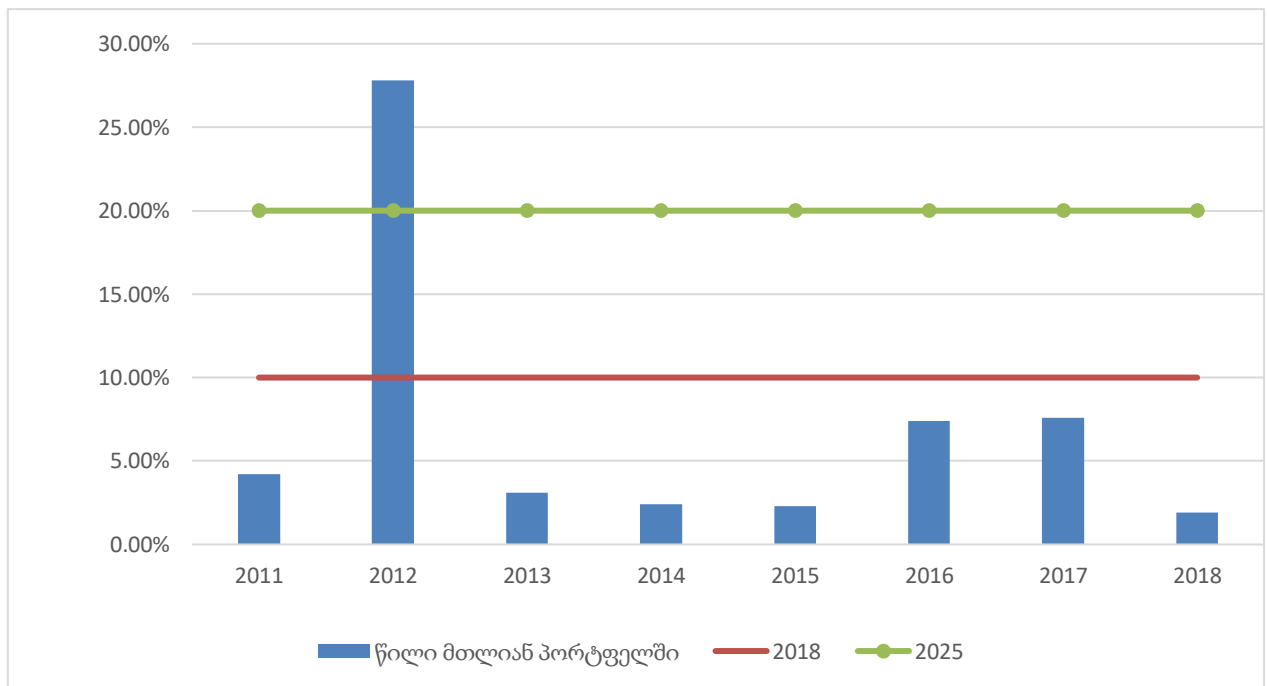


⁵¹ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

როგორც ზემოთ მოცემული დიაგრამიდან ჩანს 2025 წლისათვის ფასიანი ქაღალდების კაპიტალიზაციის მშპ-სთან თანაფარდობის საპროგნოზო მაჩვენებელი მნიშვნელოვნად ჩამორჩება 2018 წლის ფაქტობრივ მაჩვენებელს. აღსანიშნავია, რომ 2018 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით ფასიანი ქაღალდების მშპ-სთან თანაფარდობის მაჩვენებელი - 2.9 პროცენტი. ერთის მხრივ აღემატება 2018 წლის მიზნობრივ მაჩვენებელს, მეორე მხრივ კი საგრძნობლად ჩამორჩება სტრატეგიის საბოლოო დაგეგმილ მაჩვენებელს - 4 პროცენტს.

დიაგრამა 4.3

არარეზიდენტი ინვესტორების წილი მთავრობის ფასიან ქაღალდების პორტფელში⁵²



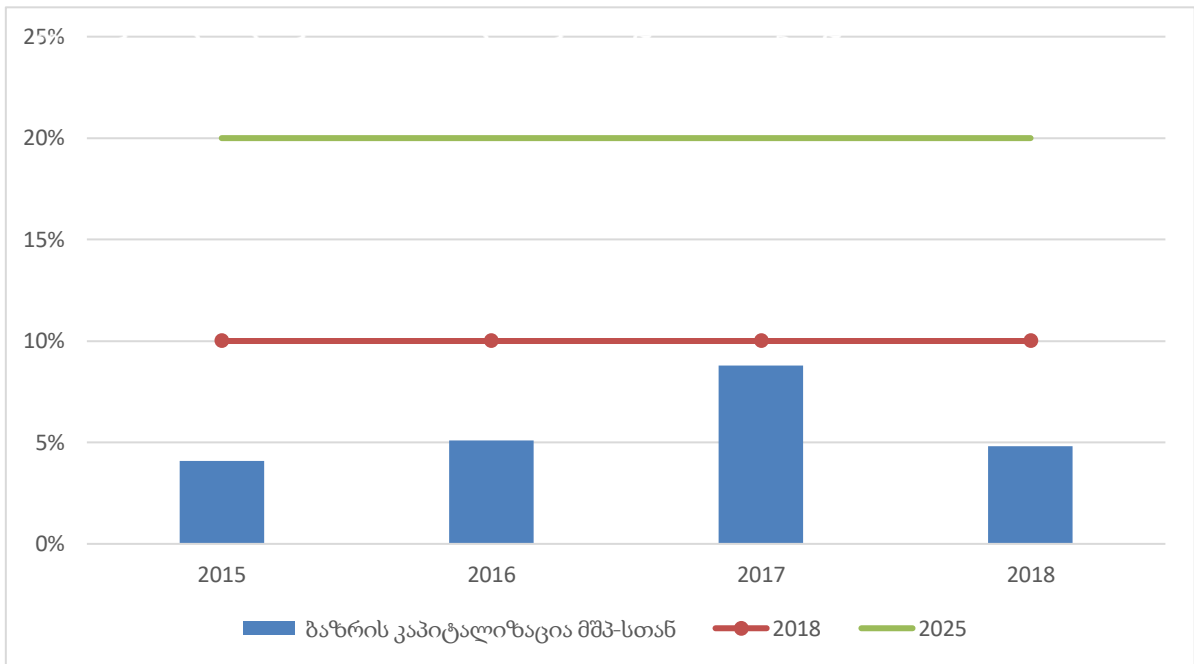
დიაგრამიდან ერთი შეხედვით ჩანს, რომ კაპიტალის ბაზრის სტრატეგიის საშუალოვადიანი მაჩვენებელი არა თუ მიღწეული არ არის, არამედ მნიშვნელოვნად ჩამორჩება მას. როგორც ყველა სხვა მაჩვენებელის შემთხვევაში ამ კონკრეტული მაჩვენებლისთვისაც, არარეზიდენტი ინვესტორების წილი მთავრობის ფასიან ქაღალდების პორტფელში, საშუალოვადიანი მაჩვენებელი უფრო დაბალი ნიშნულის

⁵² წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

არის ვიდრე გრძელვადიანი. 2018 წლის ფაქტობრივი შედეგი ორივე მაჩვენებელს ჩამოუვარდება, რაც იმაზე მიუთითებს რომ ამ მომართულებით სამუშაო ჯერ კიდევ ბევრია.

დიაგრამა 4.4

საფონდო ბაზრის ჯამური კაპიტალიზაცია⁵³



ერთ-ერთ კრიტერიუმში ,რომელიც აფასებს კაპიტალის ბაზრის განვითარებას არის საფონდო ბაზრის ჯამური კაპიტალიზაციის შეფარდება მთლიან შიდა პროდუქტთან. ისევე როგორც სხვა მაჩვენებლის შემთხვევაში ჯამური კაპიტალიზაციის მაჩვენებელიც ჩამორჩება საშუალოვადიან დაგეგმილ მიზნობრივ მაჩვენებელს და მიტ უმეტესს 2025 წლის საპროგნოზო მაჩვენებელს.

⁵³ წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

დასკვნები და რეკომენდაციები

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები შეუცვლელი ინსტრუმენტია ნებისმიერი ქვეყნის ფინანსური ბაზრის განვითარების საქმეში. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ხელს უწყობს საბანკო სექტორს და კერძო ინვესტორებს დააბანდონ თავიანთი თავისუფალი სახსრები მაქსიმალურად უსაფრთხოდ და ლიკვიდურად. მაღალლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების ბაზარი აუცილებელი ფუნდამენტია კერძო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისათვის. შესაბამისად, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობის ზრდა, ერთი მხრივ ამცირებს ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების ხარჯებს და მეორე მხრივ, ბაზრის განვითარების გამო იზრდება ეკონომიკა და ბიუჯეტის საგადასახადო შემოსავლები.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და მასთან დაკავშირებული საკითხების კვლევისა და შესწავლა-ანალიზის საფუძველზე, ჩვენ მიერ შემუშავებული იქნა შემდეგი სახის დასკვნები და რეკომენდაციები:

- სახელმწიფომ გამოუშვას ფასიანი ქაღალდები არა მარტო დეფიციტის დაფინანსების მიზნით და სახელმწიფო ბიუჯეტის მოკლევადიანი საკასო სხვაობის დასაფარავად, არამედ ბაზრის განვითარების მიზნითაც. ამ კუთხით დაიგეგმოს ცვლილებები კანონში სახელმწიფო ვალის შესახებ;
- არარეზიდენტი ინვესტორების მონაწილეობის ხელშეწყობა ადგილობრივ ბაზარზე, განსაკუთრებით განვითარების საწყის ეტაპზე, მნიშვნელოვანია რამდენიმე მიმართულებით, რადგან უცხოელი ინვესტორები ხელს უწყობენ ბაზრის გაღრმავებასა კონკურენციის მატებას. მნიშვნელოვანია მათთვის სათანადო ინფორმაციის მიწოდება. არარეზიდენტ ინვესტორებთან კომუნიკაციის გააქტიურება ისეთი ღონისძიებებით როგორცაა ფინანსთა სამინისტროს და ეროვნული ბანკის ვებ გვერდების პერიოდული დახვეწა, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ნორმების ინგლისური ვერსიების რეგულარული განახლება და გამოქვეყნება;

- მნიშვნელოვანია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე კერძო ფიზიკური პირების მონაწილეობის გადახედვა და ინფორმაციის მიწოდება. დღეისათვის ფიზიკურ და იურიდიულ პირებს შეუძლიათ პირველად ბაზარზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შეძენა. თუმცა, ამის შესახებ ინფორმირებულობის დონე დაბალია;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსება ხორციელდება მხოლოდ კომერციული ბანკების მეშვეობით, რაც ზღუდავს ინვესტირების პროცესს, იწვევს ინტერესთა კონფლიქტს ბანკსა და ინვესტორს შორის და ამვირებს სახელმწიფოს შიგა ვალს. მნიშვნელოვანია, რომ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა და გაყიდვა ადვილად ხელმისაწვდომი იყოს და სამომავლოდ განხილულ იქნეს, ფიზიკური პირებისათვის ბაზარზე პირდაპირი მონაწილეობის ალტერნატიული ტექნიკური გადაწყვეტის საკითხიც. ყველა სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია განხორციელდეს საჯარო წესით, ბირჟის მეშვეობით;
- კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია, ბაზრის მონაწილეთა და სახელმწიფოს ქმედებების კონსოლიდაცია განვითარების სწორი საფუძვლის ჩამოყალიბებისათვის. კერძოდ, საჭიროა ფასების გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა, ბაზრის მონაწილეთა განათლება, რეპორტინგი, ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა, ბაზრის ზედამხედველობა, ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულების განსაზღვრა, ემიტენტის გამჭვირვალობა და სხვა.

გამოყენებული ლიტერატურა

- საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, თბ. 1998;
- საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“, თბ. 1998;
- დებულება „საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახაზინო ვალდებულებებისა და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ“, თბ. 1997;
- დებულება „ცენტრალური დეპოზიტარის წევრთა შესახებ“, თბ. 2019;
- ასლანიშვილი დ., სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები საქართველოში: გამოწვევები და პერსპექტივები, თბ. 2015;
- ასლანიშვილი დ. „საფონდო ბაზარი საქართველოში: არსებული რეალობა და გაურკვეველი მომავალი“ - ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ჟურნალი „თსუ მეცნიერება“, მე-6 გამოცემა, დეკემბერი, თბ., 2014;
- ბახტაძე ლ., ბარბაქაძე ხ., ყანდაშვილი თ., ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები, თბ. , 2012;
- ლორთქიფანიძე მ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, თბ. 2005;
- ჯიბუტი მ., საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, საგამომცემლო ფორმა სიახლე. თბ. 2003;
- J. Bark, P. De Marzo, Corporate Finance: The Core, Global Edition, 3/E;
- Ross, Fundamentals of Corporate Finance, 6th edition, Chapter 7.
- საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემები;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2008 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2009 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2010 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2011 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2012 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2013 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2014 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2015 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2016 წლის ანგარიში;

- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2017 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის 2018 წლის ანგარიში;
- საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები;
- რეფორმეტრის ანგარიში- კაპიტალის ბაზრის განვითარების I ფაზა, თბ. , 2017;
- რეფორმეტრის ანგარიში კაპიტალის ბაზრის განვითარების II ფაზა, თბ. , 2017;
- რეფორმეტრის ანგარიში კაპიტალის ბაზრის განვითარების III ფაზა;
- საქართველოს ეროვნული ბანკი <https://www.nbg.gov.ge>;
- საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო <http://www.mof.ge>;
- საქართველოს ეროვნული ბანკი <http://www.nbg.ge>;
- <http://forbes.ge/news/2505/saqarTvelos-korporaciuli-obligaciebis-bazari>;
- <https://idfi.ge/ge/securities-market-georgia>;
- http://www.economy.ge/uploads/meniu_publicaciebi/ouer/kapitalis_bazris_ganvitarebis_strategia.pdf;
- <https://commerciant.ge/ge/post/pasha-banki-dst-s-baltiisa-da-kavkasiis-qveynebis-fasiani-qagaldebis-rigit-me-16-kongress-sponsorobas-gauwevs>.