



გურამ თავართქილაძის სახელობის  
თბილისის სასწავლო უნივერსიტეტი

ბიზნესისა და სოციალური მეცნიერებების ფაკულტეტი  
სპეციალობა: საბანკო საქმე

## სამაგისტრო ნაშრომი

### ბანკების საფონდო ოპერაციები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და მისი განვითარების ტენდენციები

სტუდენტი: საბა ჩიჩუა

ხელმძღვანელი: პროფესორი ნ. ბაგრატიონი

თბილისი

2019

## სარჩევი

ანოტაცია.....	3
შესავალი.....	5
1. ფასიანი ქაღალდები.....	8
1.1 ფასიანი ქაღალდების წარმოშობა.....	8
1.2 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი, საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი.....	10
1.3 მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდები.....	17

1.4 წარმოებული ფასიანი ქაღალდები.....	19
1.5 კორპორაციული ფასიანი ქაღალდები (აქციები, ობლიგაციები).....	23
2. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.....	29
2.1 ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი,სტრუქტურა,ფუნქციები.....	29
2.2 ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და მისი ინფრასტრუქტურა საქართველოში.....	37
3. კომერციული ბანკები და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.....	53
3.1 საბანკო დაწესებულებების ოპერაციები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე....	53
3.2 კომერციული ბანკის საინვესტიციო ოპერაციები ფასიანი ქაღალდებით....	58
3.3 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორება (GSSS) სისტემა.....	62
დასკვნა.....	65
გამოყენებული ლიტერატურის სია.....	68

## ანოტაცია

სამაგისტრო ნაშრომში განხილულია ბანკების საფონდო ოპერაციები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და მისი განვითარების ტენდენციები, თუ როგორ წარიმართა საქართველოში გარდამავალ პერიოდში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა და მისი განვითარება.

კვლევის საგანია სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდები. კვლევის მიზანია - საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ბაზრის არსებული მდგომარეობისა და ქვეყნის ეკონომიკაში მისი როლის ანალიზი, განვლილი პერიოდის გამოცდილების განზოგადება, ფასიანი ქაღალდების განვითარების შესაძლებლობების გამოყენებისა და პრობლემების დაძლევის გზების განსაზღვრა და რეკომენდაციების შემუშავება ფინანსური და ეკონომიკური განვითარებისათვის.

# ANNOTATION

## შესავალი

თემის აქტუალობა, სამაგისტრო ნაშრომის აქტუალობას განსაზღვრავს მისი თეორიული და პრაქტიკული მნიშვნელობა. თემის აქტუალობა განპირობებულია იმ პროცესის შესწავლითა და შეფასებით, თუ როგორ წარიმართა საქართველოში გარდამავალ პერიოდში ფასიანი ქალაქების ბაზრის შექმნა, მისი განვითარების აუცილებლობა და მნიშვნელობა ინვესტიციების მოსაზიდად. ქვეყნის განვითარება, ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფა და საერთო ჯამში მოსახლეობის ცხოვრების დონის ამაღლება პირდაპირ კავშირშია ფასიანი ქალაქების ბაზრის, ანუ ფინანსური ბაზრის განვითარებასთან. ქვეყნის ეკონომიკის აღმავლობის ერთ-ერთი რეალური ბერკეტია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის ყველაზე მიღებული და პრაქტიკული ფორმაა ფასიან ქალაქებში ინვესტირება საფონდო ბაზრის მეშვეობით. ამ მხრივ ფასიანი ქალაქების ბაზრის სრულფასოვანი განვითარება ფინანსურ სფეროს აჯანსაღებს საბანკო სფეროსთან ერთად. დღეს ფასიანი ქალაქების ბაზრის განვითარება საქართველოში ჩამორჩება საბანკო სექტორის განვითარების დონეს, რაც საბოლოო ჯამში საბანკო სექტორის განვითარებასაც აფერხებს. წარმატებულ და განვითარებულ ქვეყნებში ფულის მოზიდვის ორი მექანიზმი - საბანკო სესხი და ფასიანი ქალაქების ბაზარი ურთიერთსასარგებლო სინერგიას ავლენს, ხოლო საქართველოში ფულადი რესურსის მოზიდვის ორი მექანიზმი არსებობს საბანკო სესხები ფასიანი ქალაქების ემისია და მათი განთავსება ფასიანი ქალაქების ბაზრის საშუალებით. თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს ფასიანი ქალაქების ბაზარს დაკარგული აქვს თავისი მთავარი ფუნქცია - იყოს ფასიან ქალაქებზე ფასწარმოქმნის საბაზრო ფუნდამენტი. საქართველოში ფასიანი ქალაქების ბაზრის განვითარებლობის მრავალი მიზეზი არსებობს, დაწყებული ეკონომიკის განვითარების დაბალი დონით და დამთავრებული მოსახლეობის მენტალიტეტით. ერთ-ერთი ხელისშემშლელი მიზეზია ფინანსური ინსტრუმენტების სიმცირე. 10 ინსტრუმენტებს შორის ერთ ერთი სახეობაა სახელმწიფო ფასიანი ქალაქი, რომელიც ფასიანი ქალაქების ბაზრის მნიშვნელოვანი ელემენტია. თანამედროვე

ეტაპზე საქართველოს ერთ-ერთ ძირითად გრძელვადიან პრიორიტეტს წარმოადგენს საბაზრო ეკონომიკაზე დაფუძნებული ეკონომიკური ზრდის მდგრადი და ზრდადი ტემპების მიღწევა, სადაც მნიშვნელოვანი როლი მიეკუთვნება სახელმწიფო ვალის ანუ სახელმწიფო მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების პროცესის რეგულირებას. 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.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ისევე როგორც კორპორაციების ფასიანი ქაღალდები 9აქციები, ობლიგაციები ხელს უწყობს საბანკო სექტორს და კერძო ინვესტორებს დააბანდონ თავიანთი თავისუფალი სახსრები მაქსიმალურად უსაფრთხოდ და ლიკვიდურად. მათი შექმნა შეუძლია ნებისმიერ ფიზიკურ თუ იურიდიულ პირს. აქედან გამომდინარე, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსის და მექანიზმის შესწავლა მნიშვნელოვანია როგორც თეორიულად ისე პრაქტიკული თვალსაზრისით. თემის აქტუალობა კიდევ უფრო იზრდება მსოფლიო ფინანსური კრიზისის ფონზე, რომლის ერთ-ერთ მთავარ ფაქტორად მიჩნეულია ქვეყნების სუვერენული ვალის საკითხი, ანუ სახელმწიფოს მიერ გარანტირებული და გამოშვებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და ვალის პროცენტების მომსახურებაზე გასაწევი ხარჯების სიმძიმე.

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. აღნიშნულიდან გამომდინარე უაღრესად მნიშვნელოვანია იმ მექანიზმების შექმნა და ამოქმედება, რომელიც დაარეგულირებს

არსებულ შეუსაბამობას, ინტერესებს და შემქნის წინაპირობებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გაჯანსაღებისთვის. კვლევის ძირითადი მიზანი და ამოცანები - სამაგისტრო ნაშრომის კვლევის ობიექტია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ხოლო კვლევის საგანია სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდები. კვლევის მიზანია - საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ბაზრის არსებული მდგომარეობისა და ქვეყნის ეკონომიკაში მისი როლის ანალიზი, განვლილი პერიოდის გამოცდილების განზოგადება, ფასიანი ქაღალდების განვითარების შესაძლებლობების გამოყენებისა და პრობლემების დაძლევის გზების განსაზღვრა და რეკომენდაციების შემუშავება საქართველოს ფინანსური და ეკონომიკური განვითარებისათვის.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარს არეგულირებს განონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ. ამ 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.

## **1.ფასიანი ქაღალდები**

### **1.1 ფასიანი ქაღალდების წარმოშობა**

<sup>1</sup>ფასიანი ქალაქების წარმოშობა დაკავშირებულია სასაქონლო-ფულად ურთიერთობათა განვითარებასთან.სანამ ფასიანი ქალაქების წარმოშობაზე და განვითარებაზე ვისაუბრებთ,გავარკვიოთ თუ რა არის თვითონ ფასიანი ქალაქი.ეს არის დოკუმენტი,რომელიც ადასტურებს საკუთრებრივ უფლებას ან სასესხო დამოკიდებულებას დოკუმენტის გამომშვებ პირსა და მის მფლობელს შორის.ფასიანი ქალაქების თავისებურებაა ის რომ ისინი ცალკეულ სუბიექტებს შორის წარმოშობილი თავისებური საკრედიტო ურთიერთობის მატარებლები არიან. სამეურნეო სუბიექტი უშვებს ფასიან ქალაქებს, რომელსაც ემიტენტი ეწოდება და მყიდველი ანუ ინვესტორი იძენს უფლებას მიიღოს შემოსავალი დაბანდებული სახსრებიდან. აქედან ჩანს, რომ საქმე გვაქვს საკრედიტო ურთიერთობასთან. ემიტენტი გვევლინება მევალის როლში, რადგან თავის ფულს დებს ფასიან ქალაქებში და ამით აძლევს კრედიტს ემიტენტს.

ფასიანი ქალაქები შეიძლება არსებობდეს, როგორც განკერძოებული დოკუმენტი დასული ქალაქის ფორმით, ე.ი მატერიალიზებული სახით ან საანგარიშსწორებო დოკუმენტებში ჩანანრების ფორმით, ე.ი დემატერიალიზებული სახით. ფასიან ქალაქებს მიეკუთვნება.

1. აქციები;
2. ობლიგაციები;
3. სახელმწიფო სასესხო ვალდებულებები;
4. მუნიციპალური სასესხო ვალდებულებები;
5. დეპოზიტური სერთიფიკატები;
6. თამასუქები;
7. ჩეკები;
8. ფასიანი ქალაქების წარმოებულები - ოფციონები, ფუიჩერსები და სხვა;

---

<sup>1</sup> ნ.შონია, თ.გუგუშასვილი, გ.ღავთაძე - „ფასიანი ქალაქების ბაზარი“ 2004წ, თავი II ფასიანი ქალაქები და მათი მიმოქცევის კანონზომიერება, გვ.22

ყოფილ სსრ კავშირში ფასიანი ქაღალდების არსებობა და მიმოქცევა კანონგარეშედ იყო გამოცხადებული, მაგრამ დღევანდელ საქართველოში, ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა ქვეყნის ეკონომიკის აღორძინების ერთ-ერთ სამართლიან გზად არის მიჩნეული. ფასიან ქაღალდებს მნიშვნელოვანი როლი აკისრია განვითარებად ქვეყნებში და მისდამი სერიოზული ინტერესის გამოჩენა ჩვენშიც შემთხვევითი არ არის. ფასიანი ქაღალდების ფუნქციონირების სფეროს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს უწოდებენ. ის ეკონომიკის რთული ინსტიტუციონალური სტრუქტურის ელემენტია.

## 1.2 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი, საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები

<sup>2</sup>სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს სახელმწიფოს ეკონომიკური პოლიტიკის ერთერთ მაკროეკონომიკურ პარამეტრს, ობიექტსა და ინსტრუმენტს. სახელმწიფო ვალის არსებობა შესაძლებელია ახდენდეს როგორც დადებით, ასევე უარყოფით გავლენას რეალურ, ფინანსურ და სხვა სექტორებზე. ვალის დადებითი გავლენა ვლინდება ხელისუფლების ფინანსური რესურსებით უზრუნველყოფაში და ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებაში, ხოლო ნეგატიურ შედეგს წარმოადგენს ვალდებულებების მომავალ თაობებზე გადაცემა. ამ მხრივ, სახელმწიფო ვალის მართვა - ეს არის სტრატეგიის შემუშავება და რეალიზაცია, რომელიც მიმართულია დაფინანსების აუცილებელი მოცულობის მოზიდვასა, ვალის სასურველი პარამეტრების მიღწევაზე, როგორცაა რისკი, მომსახურების ღირებულებასა და სხვა მიზნებზე, კერძოდ შიგა ვალის ეფექტიანი ბაზრის შექმნა. სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს მთავრობის დაუფარავ ვალდებულებას. საზოგადოებისგან სესხის აღების მიზნით სახელმწიფო ახორციელებს სავალო ვალდებულების გამოშვებას. როდესაც სახელმწიფო იღებს სესხს ის ჰპირდება კრედიტორებს ვალის გადახდას და იზიდავს მათ სესხის პირობებით, სადაც აღნიშნულია სესხის ძირითადი თანხა, საპროცენტო განაკვეთი, რაც დაერიცხება ძირითად თანხას და დროის პერიოდი, როდესაც მოხდება პროცენტისა და ძირითადი თანხის გადახდა. ამრიგად, სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ყველა სახელმწიფო სავალო ფასიანი ქაღალდის ჯამურ თანხას, რომელიც ჯერ არ არის გასტუმრებული.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ესაა „ მთავრობის მიერ გამოცემული ფასიანი ქაღალდები - სახაზინო ვალდებულება, ობლიგაცია, თამასუქი და საშემნახველო ობლიგაცია. სახელმწიფო წარმოადგენს უმაღლესი საკრედიტო სანდოობის ინსტიტუტს ყველა სახის სავალო ინსტრუმენტებს შორის, რადგან ისინი არიან <sup>3</sup>დაცული და გარანტირებული მთავრობის მიმართ არსებული სრული ნდობით“. ასეთი სახის

---

<sup>2</sup> დ.ასლანიშვილი - „სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები გამონწვევები და პერსპექტივები“ 2015წ, თავი I სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი, მისი ფორმირებისა და ფუნქციონირების თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძვლები, გვ.22

<sup>3</sup> დ.ასლანიშვილი - „სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები გამონწვევები და პერსპექტივები“ 2015წ, თავი I სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი, მისი ფორმირებისა და ფუნქციონირების თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძვლები, გვ.24

ფასიან ქალაქებზე დაფიქსირებულ საპროცენტო განაკვეთს „ურისკო საპროცენტო განაკვეთი“ ეწოდება. სახელმწიფო ახორციელებს რამოდენიმე სახის სავალლო ფასიანი ქალაქის გამოშვებას (ემისიას), რომელიც შეიძლება კლასიფიცირებულ იქნას სხვადასხვა კატეგორიით. ერთ კატეგორიაში შეიძლება გაერთიანდეს ერთი მსგავსი ტიპის გამომშვები სახელმწიფო ორგანო - ცენტრალური მთავრობა, ადგილობრივი თვითმმართველობა თუ ცალკეული სამინისტრო. დასაშვებია ამ კატეგორიების ქვეკატეგორიებად დაყოფა - მაგალითად ადგილობრივი სახელმწიფო ფასიანი ქალაქი შეიძლება იყოს რაიონის, დაბის თუ ქალაქის მიერ გამოშვებული სავალლო ფასიანი ქალაქი. მეორე მიდგომაა სახელმწიფო ფასიანი ქალაქების გრადაცია მათი დაფარვის ვადის მიხედვით. კლასიფიკაციის მესამე მიდგომა ახარისხებს სახელმწიფო ფასიან ქალაქებს წყაროს მიხედვით, რომელიც პასუხისმგებელია მათ დაფარვაზე. • საერთაშორისო პრაქტიკაში გვხვდება "საზოგადო ვალდებულებების ობლიგაცია", რომელიც გადაიხდება საზოგადოების დაბეგვრიდან მიღებული შემოსავლით; • საშემოსავლო ობლიგაციების (revenue bonds) გადახდის წყაროა ის გადასახადი, რომელიც ამოღებულ იქნება სპეციფიკური კატეგორიის მომხმარებლისგან, მაგალითად ხიდის ან გვირაბის მშენებლობის გადასახადი გამვლელ ავტოტრანსპორტზე. ეს მიდგომა გამოიყენება მხოლოდ სახელმწიფო და ადგილობრივი სავალლო ფასიანი ქალაქების გრადაციის დროს.

ფასიანი ქალაქი, როგორც ბაზრის ობიექტი, ასრულებს რიგ ფუნქციებს საბაზრო ეკონომიკის პირობებში: მისი მეშვეობით შესაძლებელია როგორც მოსახლეობაში არსებული ფულადი დანაზოგების აკუმულირება, ასევე ორგანიზაციების დროებით თავისუფალ ფულადი სახსრების მობილიზება ბიუჯეტის ხარჯების დასაფინანსებლად; ამ ინსტრუმენტით ხორციელდება ფულადი მიმოქცევის

რეგულირება; ის არის ინვესტიციების წყარო, როგორც ახალი საწარმოების შექმნისთვის, აგრეთვე უკვე არსებულის განვითარებისათვის; ის გამოიყენება როგორც ინსტრუმენტი საკრედიტო-საანგარიშსწორებო ოპერაციების

შესრულებისას. სახელმწიფო ფასიანი ქალაქი გარდა აღნიშნულისა ასრულებს სხვა ფუნქციებსაც: სახელმწიფო ფასიანი ქალაქების ემისიის გზით ხორციელდება

ფულადი საშუალებების ეკონომიკის სფეროებსა და დარგებს, ტერიტორიებსა და ქვეყნებს შორის, მოსახლეობის ჯგუფებსა და ფენებს, მოსახლეობასა და სახელმწიფოს შორის გადანაწილება; სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამოშვებით სახელმწიფო იღებს და ქმნის სახელმწიფო ვალს.

<sup>4</sup> საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება შეიძლება დაიყოს ორ ეტაპად:

1.1990 წლიდან 1997 წლის 2 აგვისტომდე;

2.1997 წლის 21 აგვისტოდან დღემდე;

საქართველოში 1990 წლიდან გამოშვებულია შემდეგი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები:

1.ყოფილ სსრ კავშირის მიერ 1990 წელს გამოშვებული სახელმწიფო მიზნობრივი უპროცენტო სესხის ობლიგაციები, რომლებიც გამოშვებულია 10 მილიარდი მანეთის საერთო თანხით და წარმოადგენს სახელობით ფასიან ქაღალდებს, რომლის მეშვეობითაც მოსახლეობაზე უნდა გაიყოს ნაღდი ფული ან ობლიგაციებზე მითითებული საქონელი. ობლიგაციებიდან საპროცენტო შემოსავლის გაცემა არ იყო გათვალისწინებული. მის მფლობელს ჰქონდა უფლება ჩაებარებინა ობლიგაცია შემნახველი ბანკის დაწესებულებაში ნომინალური ღირებულების მისაღებად, მაგრამ მანამდე უნდა ეცნობებინა ამის შესახებ შრომითი კოლექტივისათვის.

2.საქართველოს რესპუბლიკის 1992 წლის სახელმწიფო შინაგანი მომგებიანი სესხის ობლიგაციები.ეს ობლიგაციები გამოშვებული იყო 10 წლის ვადით, 1992 წლის 1 ოქტომბრიდან 2002 წლის 1 ოქტომბრამდე.სესხი გამოშვებულია ერთ თანრიგზე 5 მილიარდი მანეთის ოდენობით და 1000, 5000 და 10000 მანეთის ღირებულებით. ობლიგაციებზე მთელი შემოსავალი გადაიხდეინება მოგების სახით. მოგების საერთო თანხა დადგენილია სესხის 10 წლიანი ვადის განმავლობაში მომგებიანია მთელი ობლიგაციების 35%. ობლიგაციების დანარჩენი 65% სესხის ვადის გასვლის შემდეგ შეისყიდება მათი ნომინალური ღირებულებით.

---

<sup>4</sup> ნ.შონია, თ.გუგუშასვილი, გ.ღავთაძე - „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“ 2004წ, თავი II გვ.48

მოგებახვედრილი ობლიგაციები განაღდება და მოგებათა შემდგომ ტირაჟებში მონაწილეობას არ მიიღებენ. მოგებები დადგენილია 1000000, 500000, 250000, 100000, 75000, 50000 და 10000 მანეთის ოდენობით, ნომინალური ღირებულების ჩათვლით. 10 წლიანი ვადის განმავლობაში უნდა ჩატარდეს მოგებათა 80 ტირაჟი.

ამჟამად ზემოთ აღნიშნული ორივე სახის ობლიგაციებით არავითარი ოპერაციები არ წარმოებს, არც მეორად ბაზარზე არ ხდება მათ მიმოქცევა. ისინი მხოლოდ ობლიგაციონერთა საკუთრებაშია, რომელთა უფლებებიც გაურკვეველია.

<sup>5</sup> საქართველოს პრეზიდენტის 1997 წლის 8 დეკემბრის №717 ბრძანებულებით სახელმწიფო შინაგანი მომგებიანი სესხის ობლიგაციების მოქმედების ვადა შეწყვეტილი იყო და მათი დაფარვა უნდა მომხდარიყო 1998 წლის 1 სექტემბრამდე, რისთვისაც 1997 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის ხარჯვით ნაწილში გათვალისწინებული იყო 200 000 ლარი.

ობლიგაციების ნომინალების დაფარვა განხორციელდა შემდეგი თანაფარდობით: 10000 კუპონის ღირებულების ობლიგაციის მფლობელს მიეცემოდა 20 თეთრი, 5000 კუპონის ღირებულების ობლიგაციის მფლობელს 10 თეთრი, ხოლო 1000 კუპონის ღირებულების ობლიგაციის მფლობელს 2 თეთრი. აღნიშნული ბრძანებულებით განხორციელდა აგრეთვე მოგებახვედრილი ობლიგაციების განაღდებაც.

3. საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო-კომერციული შემნახველი ბანკის მიერ 1992 წელს გამოშვებული სერთიფიკატები.

ეს სერთიფიკატი წარმოადგენდა ფასიან ქალაქს წარმომდგენზე. იგი გამოსული იყო 10 წლის ვადით, რომლის განმავლობაშიც სერთიფიკატზე გაიცემოდა შემოსავლი საშუალოდ წლიური 40%-ის ოდენობით. 10 წლის გასვლის შემდეგ სერთიფიკატს პროცენტები არ დაერიცხებოდა გასანაღებლად მიიღება შესანახი ვადის შემლუდვის გარეშე. სერთიფიკატის გასანაღებლად 10 წელზე ადრე წარმოდგენისას პროცენტები

<sup>5</sup> ნ.შონია, თ.გუგუშასვილი, გ.ღავთაძე - „ფასიანი ქალაქების ბაზარი“ 2004წ, თავი II ფასიანი ქალაქები და მათი მიმოქცევის კანონზომიერება, გვ.49

<sup>6</sup> ნ.შონია, თ.გუგუშასვილი, გ.ღავთაძე - „ფასიანი ქალაქების ბაზარი“ 2004წ, თავი II ფასიანი ქალაქები და მათი მიმოქცევის კანონზომიერება, გვ.50

გაიცემა მისი შენახვის სრული წლების რაოდენობის მიხედვით. სერთიფიკატის შენახვისას 1 წელზე ნაკლები ვადით პროცენტები არ გაიცემა.

სერთიფიკატები და მათზე გაცემული პროცენტები სახელმწიფო ბაჟის გადახდას არ ექვემდებარებოდა. ამჟამად პროცენტები არ გაიცემა სერთიფიკატის მფლობელზე.

4. სახელმწიფო ფასიან ქალაქად მიჩნეულია აგრეთვე საპრივატიზაციო ბარათიც.

5. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახაზინო ვალდებულებები.

საქართველო თანდათან გადადის ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების ცივილიზებულ მეთოდზე სახელმწიფო ფასიანი ქალაქების გამოშვებით. საქართველოს კანონით საქართველოს 1997 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესახებ დადგინდა, რომ 1997 წლის ბიუჯეტის დეფიციტის ზღვრული ოდენობის (199997 ათასი ლარის) დასაფარად უნდა მიიმართოს 10 მილიონი ლარი, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და ეროვნული ბანკის მიერ საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან შეთანხმებული გრაფიკით გამოსაშვები სახაზინო ვალდებულებების სახით.

საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და ეროვნული ბანკის 1997 წლის 8 აგვისტოს 194/45 ბრძანებით დამტკიცდა 'საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებების გამოშვების, განთავსების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ' დებულება, სადაც ცვლილებები შეტანილი იქნა 1997 წელს. სახაზინო ვალდებულებებს შემდეგი მახასიათებლები გააჩნია:

1. ემიტენტი - საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო;

<sup>7</sup> 2. გამოშვების ფორმა - არამატერიალიზებული ჩანაწერით საბუღალტრო დავთარში;

3. ნომინალური ღირებულება - 1000 ლარი (1997 წლის 18 დეკემბრამდე), 100 ლარი (1997 წლის 18 დეკემბრიდან);

4. მიმოქცევის ვადა - 28, 91, 182, 273 და 357 დღე;

5. ფასიანი ქალაქის ტიპი - დისკონტური;

6. გენერალური აგენტი მომსახურებაზე - საქართველოს ეროვნული ბანკი;

---

<sup>7</sup> ნ. შონია, თ. გუგუშასვილი, გ. ღავთაძე - „ფასიანი ქალაქების ბაზარი“ 2004წ, თავი II ფასიანი ქალაქები და მათი მიმოქცევის კანონზომიერება, გვ. 51

7. განთავსება - საქართველოს ეროვნული ბანკის აუქციონზე;

8. ბაზრის მონაწილენი - ფიზიკური და იურიდიული პირები, როგორც რეზიდენტი, ასევე არარეზიდენტები.

აუქციონზე მიიღება როგორც კონკურენტული, ისე არაკონკურენტული განაცხადები. ამასთან, აუქციონზე გატანილი სახაზინო ვალდებულებების 20% დაიჯავშნება არასაბანკო იურიდიული და ფიზიკური პირების არაკონკურენტული განაცხადების დასაკმაყოფილებლად, რომელთა წარმოდგენილობის ან მათი სრულად დაკმაყოფილების შემდეგ სახაზინო ვალდებულებების დარჩენილი ოდენობა გამოიყენება კონკურენტული განაცხადების დასაკმაყოფილებლად.

აუქციონის მუშაობას წარმართავს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის მიერ დანიშნული კომიტეტი ხუთი პირის შემადგენლობით, რომელთაგან სამი წარმოდგენილია ეროვნული ბანკისგან, ხოლო ორი - ფინანსთა სამინისტროსგან.

აუქციონის ჩატარება ეფუძნება 'მრავალი ფასის' მეთოდს, რომლის დროსაც აუქციონში გამარჯვებული მყიდველი დაკმაყოფილდება განაცხადში მის მიერ მითითებული პროცენტიდან გამომთვლილი ფასით, კერძოდ, ერთი სახაზინო ვალდებულებების საანგარიშშწორებო ფასი დგინდება შემდეგი ფორმულით: საანგარიშშწორებო = ნომინალური ღირებულება ფასი  $1 + (\text{საპროცენტო განაკვეთი} / 100 \times \text{დაფარვამდე დღეების რაოდენობა} / 365)$ .

აუქციონის ჩატარებამდე 7 დღით ადრე საქართველოს ეროვნული ბანკის მასობრივი ინფორმაციის საშუალებით აქვეყნებს შტეცობინებას სახაზინო ვალდებულებების აუქციონზე გაყიდვის შესახებ. თავის მხრივ, ფინანსთა სამინისტრო ძირითადი და დამატებითი აუქციონის მონაცემების თაობაზე 10 დღით ადრე წარუდგენს ეროვნულ ბანკს შტეცობინებას.

აუქციონში მონაწილეობის უფლება აქვს ეროვნული ბანკის მიერ სერთიფიცირებულ კომერციულ ბანკებს, მათი მეშვეობით ფიზიკურ და იურიდიულ პირებს.

### 1.3 მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდები

<sup>8</sup> მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდებს უშვებენ საქალაქო მუნიციპალიტეტები და თვითმმართველობს ადგილობრივი ორგანოები, რომელიც ითვლებიან საიმედო სასესხო ინსტრუმენტებად, რადგანაც ისინი უზრუნველყოფილია გადასახადებით უძრავ ქონებაზე.

როგორც ყველა სასესხო ინსტრუმენტი, მუნიციპალური ობლიგაციები გამოიშვება სახსრების მობილიზაციის მიზნით - საზოგადოებრივი სარგებლობის ობიექტების მშენებლობის ან შეკეთებისათვის. ამ მიზნით მათ აქვთ უფლება გამოუშვან მხოლოდ სასესხო ინსტრუმენტები; აქციების გამოშვების უფლება მათ არ აქვთ. როგორც ინვესტორის, ასევე ემიტენტისათვის ყველაზე მნიშვნელოვანია ის, რომ შემოსავლები ამ ფასიანი ქაღალდების მიხედვით თავისუფლდება ფედერალური დაბეგვრისგან.

მუნიციპალურ ფასიანი ქაღალდებს მიეკუთვნება:

1. მოკლევადიანი თამასუქები, რომელიც გამოშვებულია 1 თვიდან 1 წლამდე ვადით;
2. მოკლევადიანი ობლიგაციები, დაფარვის ვადით 1-დან 6 წლამდე;
3. საშალოვადიანი ობლიგაციები, დაფარვის ვადით 6-დან 9 წლამდე;
4. გრძელვადიანი ობლიგაციები, დაფარვის ვადით 20 და მეტი წელი;

გამოშვების დროს მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდები იყიდება აუქციონის სისტემით.

მუნიციპალური ობლიგაციების კოტირება ხდება არა დოლარებში ან პროცენტებში ნომინალის მიმართ, არამედ ე.წ „დაფარვის ვადამდე შემოსავლის“ ბაზარზე. ამ კოტირების მონაცემთა გადასაანგარიშებლად ფულად გამოსახულებაში გამოიყენება სპეციალური კოტირების ცხრილები.

მუნიციპალური ობლიგაციებისთვის არსებობს მყარი ბაზარი, როგორც პირველადი, ისე მეორადი. ეს განპირობებულია მათ საკმაოდ მაღალი საიმედოობით და გადასახადებისაგან განთავისუფლებით. ისინი შეიძლება გამოყენებული იქნეს საგირავნოდაც. ტრადიციულად მუნიციპალური ობლიგაციებსი ძირითად მფლობელებად გვევლინებიან არა საქველმოქმედო ორგანიზაციები, ან საპენსიო

<sup>8</sup> ნ.შონია, თ.გუგუშასვილი, გ.ღავთაძე - „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“ 2004წ, თავი II ფასიანი ქაღალდები და მათი მიმოქცევის კანონზომიერება, გვ.52

ფონდები, არამედ ბანკები, სადაზღვეო კომპანიები, სავაჭრო და სხვა კორპორაციები.

## 1.4 წარმოებული ფასიანი ქაღალდები

<sup>9</sup> აქციები და ობლიგაციები წარმოადგენენ რეალური კაპიტალის „პირველ წარმოებულეს“, მაგრამ საფონდო ბაზრებზე ბრუნვაშია ფასიანი ქაღალდები, რომელთა საფუძველშიც დევს არა რეალური, არამედ ფიქტიური კაპიტალი. ამრიგად, ისინი წარმოადგენენ რეალური კაპიტალის „მეორე წარმოებულეს“, რასაც მიეკუთვნება ოფციონები, ფიუჩერსები, ფორვარდები, სვოპი.

ოფციონი არის კონტრაქტი, დადებული ორ ინვესტორს შორის, რომელთაგან ერთი გამოწერს ოფციონს და ყიდის, ხოლო მეორე ყიდულობს მას და ღებულობს უფლებას ოფციონის პირობებით გათვალისწინებული ვადის განმავლობაში ან იყიდოს ფიქსირებული ფასით აქციების განსაზღვრული რაოდენობა პირისაგან, რომელმაც გამოწერა ეს ოფციონი ან მიყიდოს მას. ამრიგად ოფციონის თავისებურება არის ის, რომ ყიდვა გაყიდვის გარიგებაში მყიდველი იძენს არა საკუთრების ტიტულს, არამედ უფლებას მის შექენაზე. ამ შემთხვევაში კონტრაქტის სრულ ლოტზე, ე.ი. 100 აქციაზე. კონტრაქტის მყიდველი უხდის გამყიდველს საკომისიოს, რომელსაც პრემია ეწოდება.

ოფციონების ვაჭრობის აღმავლობა დაიწყო გასული საუკუნის 70-იან წლებში. 1973 წელს ინგლისში შეიქმნა ოფციონების საკლირინგო კორპორაცია, რომელიც ამერიკის რამდენიმე ბირჟასთან ერთად ადგენს ოფციონების პირობებს, სთავაზობს ვაჭრობის მონაწილეებს კონტრაქტების მზა ფორმებს, ხელს უწყობს კონტრაქტებით უწყვეტი ვაჭრობის ჩატარებას და პრესას აწვდის ყოველდღიური კოტირების მონაცემებს. ოფციონების საკლირინგო კორპორაცია ყოველ გარიგებაში გამოდის პრინციპალის როლში. პრინციპალი არის პირი, რომელიც გარიგებაში საკუთარი ანგარიშით მონაწილეობს. ოფციონი ორი ფორმით არსებობს: კონტრაქტები ყიდვაზე და კონტრაქტები გაყიდვაზე.

ყიდვის კონტრაქტის დროს ოფციონის მფლობელს აქვს უფლება შეიძინოს ფასიანი ქაღალდები პირისგან, ვინც გამოწერა ოფციონი დათქმული ფასით. ეს უფლება

---

<sup>9</sup> ნ.შონია, თ.გუგუშასვილი, გ.ღავთაძე - „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“ 2004წ, თავი II ფასიანი ქაღალდები და მათი მიმოქცევის კანონზომიერება, გვ.59

ძალაშია განსაზღვრული დროის განმავლობაში. თავის მხრივ ოფციონის გამყიდველი<sup>10</sup> ვალდებულია გაყიდოს ეს აქციები, თუ ოფციონის მფლობელი მას მოითხოვს: ყიდვაზე ოფციონის მყიდველი იხდის მისი შეძენისას პრემიას.

საბირჟო უარგონის ენაზე ამბობენ, რომ კონტრაქტების მყიდველს აქვს „გრძელი პოზიცია“, ხოლო გამყიდველს აქვს „მოკლე პოზიცია“. თვითონ კონტრაქტში ძირითადი მცნებებია: ოფციონის რეალიზაციის ფასი და კონტრაქტის ვადის გასვლა.

ოფციონის რეალიზაციის ფასი არის კონტრაქტში ფიქსირებული ფასი, რომლითაც ოფციონი შეიძლება იქნეს რეალიზებული, ე.ი. ფასი, რომლითაც ყიდვაზე ოფციონის მფლობელმა შეიძლება შეიძინოს, ან გაყიდვაზე ოფციონის მფლობელმა გაყიდოს.

კონტრაქტის გასვლის ვადად მიღებულია თვე, რომელზეც იწერება კონტრაქტი.

გარდა ამისა, ოფციონის ნებისმიერ კოტირებაში გვხვდება შემდეგი მახასიათებლები: ოფციონის ტიპი: ყიდვაზე „კოლ“ ან გაყიდვაზე „პუტ“, ოფციონის კლასი, რომელიც წარმოადგენს აქციების იმ სახეობას, რაც დევს ოფციონის საფუძველში, პრემია, რომელიც მიეთითება ლოტის 1 აქციაზე გაანგარიშებით.

განასხვავებენ ამერიკული და ევროპული ტიპის ოფციონს; ამერიკული ტიპის ოფციონების რეალიზება შეიძლება ოფციონის დამთავრებამდე ნებისმიერ დღეს, თვით ამ დღის ჩათვლით, ხოლო ევროპული ტიპის ოფციონების რეალიზება შეიძლება მხოლოდ განსაზღვრულ დროს, ჩვეულებრივ ოფციონის მოქმედების დამთავრების დღეს.

ფიუჩერსი წარმოადგენს კონტრაქტს, რომლის მიხედვითაც ინვესტორი იღებს ვალდებულებას თავის თავზე გარკვეული დროის გასვლის შემდეგ გაყიდოს ან იყიდოს განსაზღვრული რაოდენობის საბირჟო საქონელი დათქმული ფასით.

საფონდო ბაზარზე თამაშის თვალსაზრისით ფიუჩერსის განსხვავება ოფციონისგან შედგება: 1. ფიუჩერსული კონტრაქტის ვადის გასვლის შემდეგ ოფციონისგან განსხვავებით, ანგარიშსწორება სავალდებულოა. 2. ფიუჩერსულ გარიგებებთან დაკავშირებული რისკი საგრძნობლად მაღალია.

---

<sup>10</sup> ნ.შონია, თ.გუგუშასვილი, გ.ღავთაძე - „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“ 2004წ, თავი II ფასიანი ქაღალდები და მათი მიმოქცევის კანონზომიერება, გვ.60-61

ფორვარდი-სავალუტო ფორვარდის კონტრაქტი საშუალებას აძლევს კომპანიას ან ფიზიკურ პირს შეიძინოს ან გაყიდოს ერთი ვალუტა მეორის სანინააღმდეგოდ, კონტრაქტში დაფიქსირებული კურსით, ისე რომ ანგარიშწორება მოხდეს კონტრაქტში მოცემულ მომავალ თარიღზე. ჩვეულებრივი მიმდინარე დღის ვალუტის გაცვლითი ოპერაციისგან განსხვავებით ფორვარდი იძლევა სავალუტო კურსის ცვლილებებისგან თავის დაბრუნების საშუალებას, რადგან მომავალში შესასრულებელი ვალუტის გაცვლითი ოპერაციის კურსი დაფიქსირებულია კონტრაქტის დადებისთანავე და არ იცვლება კონტრაქტის ვადამდე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ეს ოპერაცია წარმოადგენს სავალუტო რისკის ჰეჯირების ინსტრუმენტს, ანუ ეს ინსტრუმენტი აზღვევს ბიზნესის მომავალ სავალუტო ფულად ნაკადებს სავალუტო რისკისგან.

სვოპი-სვოპი ესაა სავაჭრო-ფინანსური გაცვლითი ოპერაცია, რომლის დროსაც ფასიანი ქაღალდების, ვალუტის, დეპოზიტების ყიდვის (გაყიდვის) შესახებ შეთანხმებასთან ერთად იღება კონტრშეთანხმება, გარკვეული ვადის შემდეგ იმავე აქტივის უკუგაყიდვის (ყიდვის) ვალდებულებით იმავე ან სხვა პირობებით. თაქტობრივად, სახეგა აქტივების დროებითი გაცვლა.

სვოპის ოპერაციებს შორის ყველაზე მარტივია ე. წ. პირდაპირი

სავალუტოსვოპი, რომლის

დროსაც:

- 1) მხარეები ერთმანეთში ცვლიან სხვადასხვა ვალუტის ფულად სახსრებს;
- 2) მხარეები ერთმანეთს უხდიან პროცენტებს გარიგების მთელი პერიოდის განმავლობაში;
- 3) გარიგების ვადის გასვლის შემდეგ მხარეები ერთმანეთს უბრუნებენ ფულად სახსრებს.

საქართველოს საბანკო სისტემაში სვოპის ოპერაციებს არეგულირებს

2005 წელს საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ მიღებული დებულება „საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ შიდა ბაზარზე სავალუტო სვოპ ოპერაციების განხორციელების შესახებ“, რომლის ახალი რედაქცია დამტკიცდა 2009 წლის 11 მაისს. აღნიშნული დოკუმენტი არეგულირებს საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ შიდა სავალუტო ბაზარზე სვოპ ოპერაციების ჩატარების წესსა

და პირობებს. დოკუმენტის მეხედვით, „სვოპ ოპერაცია წარმოადგენს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ინსტრუმენტს, რომლის მეშვეობითაც ეროვნული ბანკი წინასწარ განსაზღვრული ვადით, აუქციონის წესით ყიდულობს უცხოურ ვალუტას სპოტ კურსით, მისი ფორვარდული კურსით უკან გაყიდვის პირობით“.

საქართველოს ეროვნული ბანკი სვოპ ოპერაციებს გამოიყენებს საბანკო სისტემისათვის ეროვნული ვალუტით ფულადი რესურსების მისაწოდებლად, ქვეყანაში ფულადი მასის რეგულირებისა და ეროვნული ვალუტით საბანკო შუამავლობის ხელშეწყობის მიზნით. სვოპ ოპერაციის ვადიანობა შეიძლება განისაზღვროს 6 თვიდან 1 წლამდე. კომერციულ ბანკს შეუძლია სვოპ გარიგების ვადაზე ადრე შეწყვეტა, რის შესახებაც მინიმუმ 1 თვით ადრე წერილობით უნდა შეატყობინოს ეროვნულ ბანკს.

სვოპ ოპერაციის მთავარი უპირატესობაა ის, რომ გარიგების მხარეებს აღარ უწევთ მოკლევადიან პერიოდში კურსების მერყეობის რისკის განევა. გარდა ამისა, სტაბილური ეკონომიკის პირობებში ჩნდება შესაძლებლობა, რომ ვისესხოთ სახსრები იმ ვალუტაში, რომელიც უფრო იაფია და შემდეგ გადავცვალოთ ჩვენთვის სასურველ ვალუტაზე. ეს უფრო იაფი ჯდება, ვიდრე ჩვენთვის სასურველ ვალუტაში ფულის სესხება.

სავალუტო და საპროცენტო სვოპის გარდა, ცნობილია ასევე აქტივების და სასაქონლო სვოპი. ცნობილია ასევე სვოპ ოფციონები.

## 1.5 კორპორაციული ფასიანი ქაღალდები (აქციები, ობლიგაციები)

<sup>11</sup>კორპორაციათა ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფუნქციაა აქციების გამოშვება, რომელიც კორპორაციების შექმნის საშუალებაა. აქცია მის მფლობელს ხდის კორპორაციის ქონების ნაწილის მფლობელად, კორპორაციის თანამფლობელად. აქციის გამოშვებით კორპორაცია ქმნის ფინანსური ძლიერების საფუძველს, ახორციელებს რა უმსხვილეს საინვესტიციო პროექტებს. აქციის მფლობელი ღებულობს კორპორაციული მოგების ნაწილს, რომელსაც დივიდენდი ეწოდება. დივიდენდის მოცულობა დამოკიდებულია მოგების მოცულობაზე, მომხმარებლისა და დანაზოგების თანაფარდობაზე, აგრეთვე სადივიდენდო პოლიტიკაზე.

კორპორაციები თავიანთი ფინანსური მდგომარეობის განსამტკიცებლად აწარმოებენ ფასიან ქაღალდების ფართო ასორტიმენტის გამოშვებას.

აქცია წარმოადგენს ფირმის საკუთრების ნაწილის ფლობის უფლებას. აქციის კურსი განსაზღვრავს ფულის თანხას, რომელსაც იხდის ინვესტორი საკუთრებაში მონაწილეობისათვის.

აქციები ორი სახისაა: პრეფერენციული (პრივილეგირებული) და ჩვეულებრივი. პრივილეგირებული აქცია უფლებას აძლევს მის მფლობელს ყოველწლიურად მიიღოს გარკვეული თანხა-პროცენტის ან ფიქსირებული გადასახდელის სახით.

პრეფერენციული აქციების მფლობელებს შუალედური მდგომარეობა უჭირავთ კორპორაციის კრედიტორებსა და სხვა სახის აქციების მფლობელებს შორის. ისინი ღებულობენ ფიქსირებულ დივიდენდებს კორპორაციის წმინდა შემოსავლებიდან. მაშინ, როდესაც კორპორაციის სამეურნეო საქმიანობის ფინანსური შედეგები უარესდება და პროცენტებისა და დივიდენდების გაცემა ძნელდება, პრეფერენციული აქციების მფლობელები აღმოჩნდებიან „შუა ზონაში“ და უფრო დაცულნი არიან, ვიდრე ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები. აუცილებელია ვიცოდეთ, რომ ობლიგაციების მფლობელები კრედიტორები არიან, ხოლო აქციების მფლობელები კორპორაციის თანამესაკუთრები.

---

<sup>11</sup> ლ. ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.60

<sup>12</sup> პრივილეგირებულმა აქციამ პრეფერენციული აქციის სახელწოდება იმიტომ მიიღო, რომ იგი მფლობელს აძლევს პრეფერენციას, რომელიც არ გააჩნია კორპორაციის სხვა დანარჩენ მესაკუთრებს. პირველი პრეფერენცია ეხება აქტივებს. ბიზნესის გაუქმების ან კორპორაციის დაშლის შემთხვევაში პირველად აკმაყოფილებენ კრედიტორების პრეტენზიებს, შემდეგ - პრეფერენციული აქციების მფლობელთა პრეტენზიებს, და ბოლოს, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა პრეტენზიებს.

მეორე პრეფერენცია ეხება დივიდენდებს. პრეფერენციის მფლობელები ჩვეულებრივად ღებულობენ ფიქსირებულ დივიდენდებს, რაც გამოხატულია ან ეროვნულ ვალუტაში, ან პირად ღირებულებებში. დივიდენდები გაიცემა მიმდინარე ან წარსული მოგებიდან. ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები წარმოადგენენ კორპორაციის მესაკუთრებს და თადედაპირველი კაპიტალის მიმწოდებლებს. როცა კორპორაცია სტაბილურად ვითარდება, იგი იგებს როგორც ინვესტიციების ზრდით, ისე დივიდენდების მოდინებით. მაგრამ, როდესაც კორპორაციაში მდგომარეობა უარესდება, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელმა შეიძლება დაკარგონ მთელი თავიანთი ინვესტიციები. ეს ურთიერთსაინანაღმდეგო პერსპექტივა იმის გარკვევის საშუალებას იძლევა, თუ რატომ უწოდებენ ჩვეულებრივ აქციებში დაბანდებულ კაპიტალს ვენჩურულს, ანუ სარისკო კაპიტალს. მიუხედავად იმისა, რომ ასეთი აქციების მფლობელები კორპორაციის თანამესაკუთრენი არიან, ისინი ბოლო ადგილზე აღმოჩნდებიან ( ბანკების, ობლიგაციებისა და პრეფერენციების მფლობელების შემდეგ) მაშინ, როდესაც საკითხი დაისმება კორპორაციის აქტივებსა და მოგებაზე პრეტენზიების შესახებ. ყოველივე ამის მიუხედავად, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს გააჩნიათ შემდეგი უფლებები და უპირატესობები:

1. კომპანიის მიერ დაწესებული ჩვეულებრივი აქციებისთვის გასაცემი ნებისმიერი დივიდენდის მიღების უფლება;
2. კაპიტალის გაზრდის შესაძლებლობა;
3. შედარებით სასურველი საგადასახადო დაბეგვრა;

---

<sup>12</sup> ლ.ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.61-62

4. ჩვეულებრივი აქციების პორტფელის ადვილად გადიდების, შემცირების ან გაყიდვის შესაძლებლობა;

5. ხმის უფლება.

<sup>13</sup> ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს შეუძლიათ აირჩიონ ღირეფტორები და დაამტკიცონ ფინანსური შედეგები, აუდიტორიული დასკვნები ანგარიშგება და სხვა დოკუმენტები. მათ უფლება აქვთ აქციონერთა კრებაზე კითხვები დაუსვან მენეჯერებს ყველგვარ საჭირობო საკითხებზე, ამასთან ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს კორპორაციის საქმიანობასთან დაკავშირებით შემლუდული პასუხისმგებლობა აქვთ დაკისრებული.

მეოცე საუკუნის მანძილზე აქციები ფლობის მიზეზები არ შეცვლილა; ესენია; კაპიტალის გრძელვადიანი მატება დივიდენდი და ინფლაციისგან საიმედო დაცვა.

როგორც ავლნიშნეთ, ობლიგაციების გამოშვებას ახდენს როგორც მთავრობა, ისე კორპორაციები. ის, ვინც ეწევა ობლიგაციების გამოშვებას, ვალდებულია კისრულობს განსაზღვრულ ვადაში აანაზღაუროს როგორც სესხი, ისე სასესხო პროცენტიც. დივიდენდისგან განსხვავებით, პროცენტი უცვლელია. ობლიგაციებს ხშირად უწოდებენ ფასიან ქალაქებს ფიქსირებული შემოსავლით.

კორპორაციული ობლიგაციები წარმოადგენს ფირმის სავალო ვალდებულებებს. ობლიგაციის ემიტენტის განკარგულებაშია ფულის გარკვეული რაოდენობა განსაზღვრული პერიოდის მანძილზე იმ ვალდებულებებით, რომ ნასესხებ თანხაზე რეგულარულად იხადოს პროცენტი, ხოლო დანესებული ვადის ბოლოს მთლიანად <sup>14</sup>დაფაროს სესხი. შესაბამისად, ობლიგაციის მფლობელი წარმოადგენს ფირმის კრედიტორს და ამ უკანასკნელის გაკოტრების შემთხვევაში კრედიტორს აქციონერთან შედარებით გააჩნია უპირატესობა მის აქტივებზე. არსებობს კონვერსიული ობლიგაციები, რომლებიც მათ მფლობელებს უფლება აძლევს განსაზღვრული პირობების დადგომისას ეს ობლიგაციები გაცვალოს კორპორაციათა

<sup>13</sup> ლ.ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქალაქების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.63

<sup>14</sup> ლ.ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქალაქების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.64

აქციებზე. ობლიგაციების გამოშვების დროს მთავარ როლს ასრულებს იმ ორგანიზაციის ან კორპორაციის ფინანსური რეპუტაცია. რომელიც მას უშვებს.

კორპორაციებს უფლება აქვთ გამოუშვან შემდეგი სახის ობლიგაციები:

1. ობლიგაციები პირველი სანინდრით (გამოშვება წარმოებს მაშინ, როდესაც კორპორაციას გააჩნია გირაო);
2. ობლიგაციები მეორე სანინდრით ან საერთო სანინდრით (ასეთი ობლიგაციების განთავსება ხდება მაშინ როდესაც ობლიგაციები პირველი სანინდრით უკვე მიმოიქცა);
3. ობლიგაციები სანინდრის გარეშე (იყიდება მაშინ, როდესაც კორპორაციის ფინანსური რეიტინგი მაღალია);
4. კორპორაციის ობლიგაციები სხვა ფასიანი ქაღალდების სანინდრით;
5. კონვერტირებადი ობლიგაციები ორდერით;
6. კორპორაციული თამასუქები.

თუ ობლიგაციების კლასიფიკაციას მოვახდენთ უზრუნველყოფის მეთოდით, ისინი იყოფა საგირავნო და გირავნობის გარეშე ობლიგაციებად.

საგირავნო ობლიგაციები უზრუნველყოფილია ფიზიკური აქტივებით ან კომპანიის ფასიანი ქაღალდებით. საგირავნო ობლიგაცია არის იურიდიული დოკუმენტი, რომელიც ადასტურებს ფირმის თანხმობას ვალში დააგირაოს მიწა, შენობა და სხვა ქონება და კრედიტორს უფლებას აძლევს ვალის გადაუხდელობის შემთხვევაში მის საკუთრებაში გადავიდეს დაგირავებული აქტივები. საგირავნო ფურცელი კრედიტორთან ინახება მანამ, სანამ მოვალის მიერ ანგარიშსწორება არ დამთავრდება.

საყურადღებოა, რომ ოცდამეერთე საუკუნის გარიჟრაჟზე დასავლეთის განვითარებულ ქვეყნებში გაძნელებულია ობლიგაციების მფლობელთა რიცხოვნობის დადგენა იმის გამო, რომ ობლიგაციების უმსხვილესი ემიტენტები, განსაკუთრებით სახელმწიფო სტრუქტურები, ფასიან ქაღალდებს უპირატესად უშვებენ სერთიფიკატების სახით „წარმომდგენზე“, სადაც არ აღენიშნება მფლობელთა ვინაობა.

როგორც წესი, აქციებსა და ობლიგაციებს გააჩნიათ არაერთგვაროვანი საინვესტიციო თვისებები, ე.ი. ინვესტორებისთვის არაერთგვაროვანია მათი მიმზიდველობის ხარისხი. ობლიგაციები აქციებთან შედარებით უზრუნველყოფს

დანაზოგების უფრო ხანგრძლივ დაცულობას და ამის გამო ისინი უფრო მიმზიდველია ფრთხილი და კონსერვატიულად განწყობილი პიროვნებებისთვის. როგორც აღინიშნა, განსაკუთრებით მიმზიდველია მთავრობის მიერ გამოშვებული ობლიგაციები. რამდენადაც სახელმწიფო უფრო მაღალი გადახდისუნარიანობით ხასიათდება. საყურადღებოა ის გარემოებაც, რომ ობლიგაციები ნაკლებად შემოსავლიანია, ვიდრე აქციები, თუმცა ეს უკანასკნელიც რისკისაგან დაზღვეული არ არის. არსებობს სხვა სახის ფასიანი ქაღალდებიც, კერძოდ ორდერები, სასესხო ფონდების ფასიანი ქაღალდები, უძრავი ქონების ფასიანი ქაღალდები, ოფციონი, ფიუჩერსული კონტრაქტები და სხვა.

ფასიანი ქაღალდების ცხოვრების ციკლი დროის მიხედვით შედგება სამი არათანაბარი ფაზისგან: 1. კვირის ორი მესამედი გადის ახალი გამოშვების ფასიანი ქაღალდების კონსტრუირებაზე; 2. დაახლოებით ამდენივე დრო გადის მისი პირველი განთავსებისათვის; 3. შემდეგ იწყება ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა, მათი ხანგრძლივი „ცხოვრება“ მეორად ბაზარზე.

ნებისმიერ ქვეყანაში ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა განისაზღვრება მოსახლეობის კეთილდღეობის დონით. რაც უფრო მაღალია ცხოვრების დონე, მოქალაქეს მით უფრო მეტი დანაზოგები გააჩნია შემოსავლიდან და მით უფრო მეტ ფასიან ქაღალდს შეიძენს ის. ფასიანი ქაღალდების მიწოდებამოთხოვნით განისაზღვრება. ეს ყველაზე მეტად გამართლებულია დაბაზრო ეკონომიკის პირობებში. ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა იმ ქვეყნებშია დაბალი, სადაც ხელისუფლება მეტად ერევა სამეურნეო ცხოვრებაში - წარმოების, განაწილებისა და გაცვლის პროცესში. ცენტრალიზებულ-გეგმიანი მეურნეობის პირობებში, როდესაც საწარმოთა აბსოლუტური უმრავლესობა სახელმწიფო საკუთრებაში იმყოფებოდა, აუცილებელ ფულად რესურსებს სახელმწიფო ჯიბიდან ღებულობდა და არავითარ საწარმოებს არ წარმოადგენდა ფასიანი ქაღალდების გამოშვება.

## 2. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

### 2.1 ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი, სტრუქტურა, ფუნქციები

<sup>15</sup>ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წარმოშობა დაკავშირებულია სასესხო კაპიტალის ფორმირებასთან.

---

<sup>15</sup> ლ.ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.50-51

თავისუფალი კონკურენციის ეპოქის საბაზრო ეკონომიკის ტრანსფორმაციას თან ახლდა სააქციონერო საზოგადოებების წარმოშობა-განვითარება, რამაც ხელი შეუწყო ახალი ტიპის ფასიანი ქაღალდების - აქციების წარმოშობას. საბაზრო ურთიერთობათა განვითარების კვალდაკვალ წარმოებდა სააქციონერო საზოგადოებების კონცერნებად, კონსოციურებად და სხვა გაერთიანებებად გარდაქმნა. მწვავე კონკურენციულმა ბრძოლამ, მეცნიერულ-ტექნოლოგიურმა რევოლუციამ და ზემოაღნიშნული გაერთიანებების ფორმირებამ გამოიწვია არა მარტო სააქციონერო კაპიტალის, არამედ ობლიგაციური კაპიტალის მოზიდვა. აღნიშნულმა ფაქტმა თავის მხრივ, გამოიწვია კერძო კომპანიებსა და კორპორაციებში აქციების პარალელურად ობლიგაციების ე.ი ობლიგაციური სესხების, გამოშვება და განთავსება.

ამჟამად განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ფუნქციონირებს ფასიანი ქაღალდების სამი ძირითადი ბაზარი: პირველადი (არასაბირჟო), მეორადი (საფონდო) და ბირჟის გარეშე (ქუჩის). პირველადი და მეორადი ბაზარი თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელია.

პირველად ბაზარზე წარმოებს ახლად გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების განთავსება, რომლის ემიტენტებს წარმოადგენენ კორპორაციები და ხელისუფლების ორგანოები. საფონდო ფასეულებათა შექმნას ახდენენ: ინდივიდუალური ინვესტორები და საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, რომელთაგან აღსანიშნავია კორპორაციათა და სახელმწიფო დაწესებულებათა საპენსიო ფონდები, სადაზღვეო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები, კომერციული ბანკები და ა.შ. როგორც ვიცით, ფასიანი ქაღალდების განთავსება შეიძლება განხორციელდეს ემიტენტების ინვესტორებთან უშუალო ურთიერთობით ან შუამავლების მეშვეობით, რომლებიც ახდენენ ფასიანი ქაღალდების რეალიზაციას. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მნიშვნელოვანი ნაწილი შეიძლება ჩავთვალოდ ფულად ბაზრად, რომელზედაც მიმოიქცევა მოკლევადიანი (ერთ წლამდე ვადით) სავალო ვალდებულებები, ძირითადად სახაზინო თამასუქების სახით. ფულადი ბაზარი უზრუნველყოფს სახელმწიფო ხაზინას ნაღდი ფულით, ხოლო კორპორაციებსა და ფიზიკურ პირებს საშუალებას აძლევს მიიღონ შემოსავალი დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მობილიზაციით.

ნებისმიერი სხვა ბაზრის ანალოგიურად, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წარმოებს ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა-მიწოდების ფორმირება; მოთხოვნას კი კომპანიები ქმნიან.

განვითარებულ ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე კორპორაციები გამოდიან წმინდა მსესხებლის როლში, ხოლო მოსახლეობა და საოჯახო მეურნეობები წმინდა კრედიტორების როლში, რომელთა შემოსავლები მნიშვნელოვნად სჭარბობს მათ მიმდინარე მოთხოვნებს და ინვესტიციებს მატერიალურ აქტივებში.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ამოცანაა დანაზოგების რაც შეიძლება სრულად და სწრაფად განთავსება ინვესტიციებში ისეთ ფასებში, რომელიც ორივე მხრისთვის იქნება მისაღები. ამ ამოცანის გადაწყვეტა შეუძლებელია ბაზრის შუამავლების - ბროკერებისა და საინვესტიციო დილერების გარეშე. მხოლოდ მათ გაეგებათ, თუ რა მდგომარეობაშია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რა სახის ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაა მიზანშეწონილი და როდის. ბროკერი ფასიანი ქაღალდების გამყიდველს ახვედრებს მყიდველს და ამისთვის იღებს გასამრჯელოს - საკომისიოს სახით. ამასთან საინვესტიციო დილერი ყიდულობს ფასიან ქაღალდებს თავისი სახელით საკუთარი ანგარიშიდან, რომ შემდგომში გაყიდოს. ამ ოპერაციიდან ამონაგები ქმნის მის მოგებას. ბროკერებისა და დილერების ინსტიტუტი საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ისეთივე აუცილებელი პროფესიაა, როგორცაა ბანკირები და ბუღალტრები. საბროკერო და სადილერო საქმიანობას ეწევიან როგორც ცალკეული პიროვნებები, ისე ფირმები.

<sup>16</sup> დღეს მსოფლიოში უდიდესი ფირმები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საშუამავლო საქმიანობით არიან დაკავებულნი. სწორედ ისინი და არა ცალკეული ბროკერები განსაზღვრავენ თანამედროვე საინვესტიციო ბიზნესს. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მთავარი ფიგურა უმსხვილესი ფირმაა, რომელიც თავის საქმიანობაში ბროკერული და დილერული ოპერაციების ინტეგრირებას ახდენს.

---

<sup>16</sup> ლ. ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.53

მყიდველი საჭიროებს რჩევა-დარიგებებს. იგი უძლურია თვითონ განსაზღვროს, რომელი ფასიანი ქალაქი იყიდოს და რომელი არა. სანამ შუამავალი რჩევა-დარიგებებს მისცემს ინვესტორს, საჭიროა შესწავლილ იქნეს მისი ფსიქოლოგია და მიზანი, შემდეგ კოლოსალური რაოდენობის ფასიანი ქალაქებიდან შეირჩეს ისეთი, რომელიც ინვესტორის მოთხოვნებს დააკმაყოფილებს. ინვესტიციებზე შემოსავალი, საბოლოო ანგარიშში, დამოკიდებული იქნება არა მარტო იმაზე, რომ შუამავალმა საქმის ცოდნით შეასრულა თავისი პროფესიული ვალდებულებები, ბაზარი მაინც ბაზარია და დიდია რისკი დაკარგო არა მარტო შემოსავალი, არამედ თვით ინვესტიციები. მთავარია, რომ ბუნებაში არ არსებობს ისეთი სისტემა, რომელიც გამორიცხავდა ყოველგვარ რისკს და უზრუნველყოფდა ცხოვრების უფრო მაღალ დონეს.

ფასიანი ქალაქების ბაზარი, სხვა ბაზრების მსგავსად, წარმოადგენს რთულ ორგანიზაციულ-ეკონომიკურ სისტემას ტექნოლოგიური ციკლების ერთიანობისა და სირთულის მაღალი დონით.

განვითარებული ქვეყნების სახელმწიფოთა აბსოლიტურ უმრავლესობაში ობლიგაციების გამოშვებით დასაქმებულია ფინანსთა სამინისტროები, დანარჩენი ემიტენტები თავიანთი ფასიანი ქალაქების ძირითადი ნაწილის განთავსებას აწარმოებენ შუამავლების მეშვეობით, რომელთა ფუნქციას უპირატესად საინვესტიციო ბანკები ასრულებენ. კონკრეტული გამოშვების ფასიანი ქალაქების გასაყიდად ემიტენტები ქმნიან დროებით ფორმირებას საემისიო სინდიკატის სახით. ემიტენტსა და ბანკს (რომელიც განაგებს სინდიკატს) შორის მოლაპარაკებაზე განისაზღვრება პირობები (ემისიის ვადა, ფასიანი ქალაქის ფასი, სინდიკატის წევრებისთვის საკომისიო გადასახდელი და სხვა), რომლითაც სინდიკატი ღებულობს გამოშვებული ფასიანი ქალაქების განთავსებაზე ვალდებულებას.

ინვესტორების მიერ ემისიისას შეძენილი ფასიანი ქალაქები შეიძლება ხელახლა იქნეს გაყიდული. ადრე გამოშვებული ფასიანი ქალაქების ყიდვა-გაყიდვის გარიგება ხორციელდება ფასიანი ქალაქების მეორად ბაზარზე, რომელიც ორი ნაწილისგან შედგება საფონდო ბირჟისა და არასაბირჟო ბაზრისგან. საფონდო ბიუჯებზე საშამავლო

ფუნქციებს მხოლოდ ბირჟის წევრები ასრულებენ. ბირჟის წევრობაც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია. „საბირჟო ადგილის“ ფასი დამოკიდებულია მოთხოვნა მიწოდების თანათარღობაზე.

ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი პირველადი ბაზრის ფუნქციონირების აუცილებელი წინაპირობაა. მეორადი ბაზრის აწყობილ და შეუფერხებელ მუშაობაზე დამოკიდებული ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობა, ე.ი ნაღდ ფულზე უდანაკარგოდ გაყიდვის შესაძლებლობა.

ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვით დასაქმებული არიან პროფესიონალური შუამავლები - საფინანსო ბროკერები, რომლებიც ქმნიან მკაცრად ორგანიზებული მეორადი ბაზრის რეგულარულ სექტორ-საფონდო ბირჟას.

სანამ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის საკითხებზე გადავიდოდეთ, აუცილებელია ფასიანი ქაღალდების პირველადი და მეორადი ბაზრების განსხვავებულობაზეც ვისაუბროთ. ფასიანი ქაღალდების თავდაპირველ გაყიდვას კერძო ან სახელმწიფო ინვესტორზე, რომლებიც გამოშვებულია სამთავრობო ორგანოების ან კორპორაციის მიერ, პირველადი განთავსება ეწოდება. ემიტენტი სახსრებს, რომლებიც მიღებულია ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით, იყენებს წარმოების გასათვართოებლად, გამოკვლევების ჩასატარებლად, რკინიგზების, გემების თუ ხიდების ასაშენებლად და ა.შ. იმის გამო, რომ ძნელია ინვესტორი დაარწმუნო იმაში, რომ ხანგრძლივი ვადით განთავსებული სახსრები მოუტანს მას მოგებას, ფასიანი ქაღალდების მფლობელებს შეუძლიათ ეს ქაღალდები გაყიდონ ნებისმიერ დაინტერესებულ მყიდველზე. თავდაპირველად მყიდველს შეუძლია მათი გასაყიდად გამოტანა ორივე მხარისთვის მისაღებ ფასებში.

<sup>17</sup> ფასიანი ქაღალდების ბირჟის ფუნქცია იმ ადგილის დაწესებაა, სადაც განსაზღვრული იქნება ფასიანი ქაღალდების ისეთი ფასები, რომელიც ორივე მხარისთვის მისაღები იქნება. ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერ სავაჭრო გარიგებას,

---

<sup>17</sup> ლ.ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.55

რომელიც განხორციელდება პირველადი მოწოდების შემდეგ, მეორადი განთავსების გარიგება ეწოდება. აქედან გამომდინარე, ყველა საბირჟო გარიგება თავისი ბუნებით მეორადია.

საფონდო ბირჟის თავისებურება იმაში მდგომარეობს, რომ ოპერაციათა დიდი ნაწილი ხორციელდება ინდივიდუალური ინვესტორების მეშვეობით, თუმცა ერთდროულად მიმდინარეობს საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტების მიერ ამ ოპერაციათა მონოპოლიზაციის პროცესი. და პირიქით, პირველად ბაზრებზე კოლექტიური მენაბრის სახით ფუნქციონირებს უმსხვილესი საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, უპირატესად კომერციული ბანკები, სადაზღვეო კომპანიები, საპენსიო და საინვესტიციო ფონდები. სწორედ ამიტომ მე-2 მსოფლიო ომის შემდგომი ნახევარსაუკუნოვანი პერიოდის მანძილზე ყოველთვის მწვავედ იდგა საკითხი პირველადი და მეორადი ბაზრების თანათარღობის შესახებ. გასული საუკუნის 50-70-იან წლებში პირველადი ბაზრის ბრუნვათა მოცულობის ზრდის ტენდენციას გამოკვეთილი სახე ჰქონდა იმდენად, რამდენადაც ძირითადი კაპიტალის განახლების პროცესი პერმანენტულად მოითხოვდა ახალი ფასიანი ქაღალდების ემისიას. ამ პერიოდში ბირჟებმა ვერ შეძლეს თავიანთი მექანიზმის სრულად აღდგენა-ამოქმედება.

მაგრამ საწარმოთა შერწყმამ, კოვერგენციის და კაპიტალის ცენტრალიზაციის საერთო მასშტაბებმა, რაც განპირობებული იყო წარმოების მოთხოვნებით, მეცნიერულ-ტექნოლოგიური რევოლუციითა და კონკურენციული ბრძოლით, განსაკუთრებით კი ე.წ. აღდგენით პერიოდში არსებითად გამოაცოცხლა საფონდო ბირჟების საქმიანობა, რომელთა ოპერაციებში აქტიურად მონაწილეობდნენ წვრილი და საშუალო ინდივიდუალური მენაბრეები. ამასთან საბირჟო ოპერაციებში მსხვილი საკრედიტო დანესებულების ფუნქციონირების მასშტაბების გამო შეიქმნა ისეთი შთაბეჭდილება, რომ ინდივიდუალური მენაბრეების როლი დასუსტებულია.

პირველად ბაზარს საფონდო ბირჟის მსგავსად გააჩნია ფასიანი ქაღალდებით, განსაკუთრებით ობლიგაციებით ვაჭრობის საკუთარი მეთოდები, რომელთაგან დღეისთვის ფართოდ გავრცელებულია ფასიანი ქაღალდების ე.წ. ანდერრაიტინგის, პირდაპირი და საჯარო განთავსების, აგრეთვე კონკურენციული „ტორგების“

მეთოდები, რომლებიც საშუალებას იძლევა ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებსა და მათ მყიდველებს შორის დამყარდეს პირდაპირი კავშირები. ამასთან ერთადერთ ორგანიზებულ შუამავლებად გამოდიან საინვესტიციო ბანკები. არასაბირჟო ბრუნვის ამ მეთოდება ფართო გავრცელება ჰპოვეს აშშ-ში, დიდ ბრიტანეთში და კანადაში.

პირველადი ბაზარი, რომელსაც გააჩნია ფასიანი ქაღალდების განთავსების საკუთარი მეთოდები, წარმოადგენს დამოუკიდებელ და მეტად რთულ მექანიზმს. მაგრამ ამ მექანიზმს არ გააჩნია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განსაზღვრული ადგილმდებარეობა. პირველადი ბაზრის განმასხვავებელ თავისებურებას ისიც წარმოადგენს, რომ ის თავის სივრცეში ატარებს ახალი გამოშვების აქციებსა და ობლიგაციებს, რომლებიც შემდგომში ყიდვა-გაყიდვის მეშვეობით გადადიან საფონდო ბირჟაზე. აქვე საყურადღებოა ის გარემოებაც, რომ ახალი ობლიგაციების აბსოლუტური უმრავლესობა არ ბრუნდება ბირჟაზე და რჩება საკრედიტო ინსტიტუტების ხელში.

ფასიანი ქაღალდების პირველადი და მეორადი ბაზრები ძირითადად შინააღმდეგობრივი მოვლენებია. ამასთან, ისინი ერთმანეთს ავსებენ. ურთიერთშინააღმდეგობრივი დამოკიდებულება განპირობებულია იმით, რომ ისინი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ფუნქციის შესრულებისას იყენებენ შერჩევისა და რეალიზაციის სპეციფიკურ მეთოდებს. პირველადი ბრუნვა მოიცავს მხოლოდ ახალი გამოშვების ფასიან ქაღალდებს, განსაკუთრებით კი კორპორაციათა ობლიგაციების განთავსებას. (ეს კორპორაციები საინვესტიციო ბანკების მეშვეობით უშუალო კონტაქტში შედიან საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტებთან, რომლებიც იძენენ ფასიან ქაღალდებს).

<sup>18</sup> საფონდო ბირჟაზე მიმოიქცევა ძველი გამოშვების ფასიანი ქაღალდები, ძირითადად კორპორაციათა აქციები. თუ პირველადი ბაზრის მეშვეობით ხორციელდება წარმოებრივი პროცესების დაფინანსება, ბირჟაზე აქციების ყიდვის მეშვეობით წარმოებს სხვადასხვა ფინანსური ჯგუფების კონტროლის დაწესების პროცესი. ამასთან

---

<sup>18</sup> ლ.ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.57

ბირჟაზე წვრილ და საშუალო მენაბრეთა მეშვეობითაც წარმოებს დაფინანსების გარკვეული ნაწილის განხორციელება.

როგორც წესი, კორპორაციათა ფინანსური რესურსების მობილიზაციის საქმეში განვითარებულ საფონდო ბირჟებს სამი ძირითადი უპირატესობა გააჩნიათ:

1. ბირჟის მეშვეობით მენაბრეები ადვილად თმობენ დანაზოგებს გრძელვადიანი ინვესტიციების დასაფინანსებლად. თავის მხრივ, საინვესტიციო კორპორაციას არ აშინებს კრედიტორის თამასუქი. პირიქით, ის ცდილობს ეფექტიანად გამოიყენოს მისი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით მიღებული ფინანსური რესურსები, რომ მუდმივად შეინარჩუნოს ფასიანი ქაღალდების მაღალი კურსი;

2. საფონდო ბირჟა აადვილებს ფირმის კაპიტალის დანაწევრებას. თითოეული მენაბრე შეიძლება კორპორაციის თანამფლობელი, მესაკუთრე გახდეს;

3. საფონდო ბირჟის მეშვეობით გაადვილებულია ინვესტიციების დასაფინანსებელი რესურსების, ერთი კომპანიიდან მეორეში ან სხვა დარგში გადატანა.

ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების ობიექტურ წანამძღვარს წარმოადგენს ის, რომ სამეურნეო საქმიანობის პროცესში ამა თუ იმ სუბიექტის მოთხოვნილება ფინანსურ რესურსებზე დროში არ ემთხვევა მათმიერ ამ მოთხოვნის დაკმაყოფილების წყაროს არსებობას. ფინანსურ რესურსებზე მესაკუთრეთა არსებობა არ განსაზღვრავს მათი მიზნობრივი საქმიანობის აუცილებლობას ინვესტიციებზე და ამიტომ ინვესტირების საჭიროება შეიძლება გაუჩდეს მათ, ვისაც ფინანსური რესურსები იმ დროისთვის არ გააჩნიათ.

როგორც წესი, ფინანსური ბაზრის ეკონომიკური საფუძველია საოჯახო მეურნეობებისა და სამეურნეო სუბიექტების ხელთ არსებული თავისუფალი ფულადი სახსრები, რომლებიც საბაზრო ურთიერთობების პროცესში ყიდვა-გაყიდვის ობიექტი ხდება ე.ი. ფინანსური ბაზარი გამოდის ეროვნულ მეურნეობაში ფულადი სახსრების ორგანიზაციის განსაკუთრებულ ფორმად, რომელიც გულისხმობს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების აკუმულირებასა და ეფექტიანად გამოყენებას. ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი დანიშნულებაა ხელი

შეუწყოს ფულადი სახსრების შეუფერხებელ მოძრაობას მათი მფლობელებიდან გამოყენებამდე.

დროებითი თავისუფალი ფულადი სახსრების ხარჯებში ინვესტირება ხორციელდება ფინანსურ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის საშუალებით. როგორც აღვნიშნეთ, ფასიან ქაღალდად ითვლება დოკუმენტი, რომელიც აკმაყოფილებს მფლობელს ქონებრივი უფლებებით, რისთვისაც ფასიან ქაღალდებს უნდა გააჩნდეს ოფიციალურად დაკანონებული რეკვიზიტები - ნომინალური ფასი, მიმოქცევის დრო, დაფარვის წესი, ფისკალური რეჟიმი და სხვა აუცილებელი ატრიბუტი. წინააღმდეგ შემთხვევაში ფინანსური ბაზარი მათ მიმოქცევიდან ამოაგდებს.

ფასიანი ქაღალდების ემისიასა და მათ ყიდვა-გაყიდვას მნიშვნელოვანი როლი აკისრია წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების პროცესში, კერძოდ, ანტიინფლაციური მასტიმულირებელი, საპრივატიზაციო, საინვესტიციო და სოციალური. ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის პროცესის დაჩქარება შეუძლებელია საფონდო ბირჟის ფორმირება-ფუნქციონირებისა და კერძო მესაკუთრეთა უფლებების ხელშეუხებლობის შესახებ სამართლებრივი ბაზის შექმნისა და მისი ამოქმედების გარეშე.

## 2.2 ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და მისი ინფრასტრუქტურა საქართველოში

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი - ესაა ფინანსური ბაზრის ნაწილი, რომელიც მოიცავს ფასიანი ქაღალდების ისეთ ოპერაციებს, როგორებიცაა მათი ემისია და ყიდვა -

გაყიდვა.ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით ხდება სახელმწიფოს,იურიდიული და ფიზიკური პირების ფულადი დანაზოგების აკუმულირება და მათი მართვა კაპიტალის ბაზრებისკენ.მნიშვნელოვანია,რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ავსებს საბანკო კრედიტის სისტემას და ურთიერთქმედებს მასთან.

მიუხედავად იმისა,რომ ბანკების როლი და მონაწილეობის ხარისხი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განსხვავებულია ქვეყნების მიხედვით,შეიძლება აღინიშნოს ზოგიერთი ზოგადი ხასიათის კანონზომიერება ამ მიმართულებით.

იმ ქვეყნებში,სადაც კანონმდებლობით კომერციული ბანკებისთვის ნებადართულია ფასიანი ქაღალდებით ყველა სახეობის ოპერაცია,ბანკები გვევლინებიან ემიტენტების,შუამავლების და ინვესტორების როლში,საქმიანობით თითოეული ზემოაღნიშნული სახეობა შეიძლება მოიცავდეს სხვადასხვა ოპერაციას,რომელთა დაჯგუფება შესაძლებელია ოთხ ძირითად მიმართულებად,ესენია:

- 1)ფასიანი ქაღალდების გამოშვება;
- 2)ინვესტიციების განხორციელება;
- 3)პროფესიული საქმიანობა;
- 4)ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ტრადიციული საბანკო მომსახურება.

<sup>19</sup> საქართველოში ორი განსხვავებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარია: 1) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და 2) კორპორაციული და საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების ფასიანი ქაღალდები.სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა,სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული რეგულაცია 1997 წელს შემუშავდა. პირველი ემისიები მოკლევადიანი – 7–დან 91-დღემდე ხანგრძლივობის ფასიანი ქაღალდები იყო. 2002 წელს გამოიცა პირველი 6-თვიანი სობლიგაციები, რასაც 2004 წელს 1-წლიანი ობლიგაციების გამოშვება მოჰყვა. 2006-2008 წლების პაუზის შემდგომ 2009 წელს ბაზარი ისევ გაიხსნა.საქართველომ სახაზინო ფასიანი

---

<sup>19</sup> ოთარ შარიქაძე - „საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი“ 2017წ, <https://forbes.ge/news/2505/saqarTvelos-korporaciuli-obligaciebis-bazari>

ქალაქების ბაზრის განვითარებაში მნიშვნელოვანი პროგრესი განიცადა. 2006 წელს სახელმწიფო ფასიანი ქალაქების ბაზარს დაემატა საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოშვებული 3- და 6-თვიანი ვადის სადეპოზიტო სერტიფიკატი. ბაზრის განვითარებამ ფასიანი ქალაქების ხშირი და გაზრდილი მოცულობის ემისიები განაპირობა, რამაც თავის მხრივ ხელი შეუწყო მეორეული ბაზრისა და რეპო-ტრანზაქციების მოცულობის ზრდას. კორპორაციული და საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების მიერ გამოშვებული ობლიგაციებმაშინ როცა მთავრობა სახაზინო ფასიანი ქალაქების ბაზრის განვითარებაზე იყო ფოკუსირებული, მას არ ჰქონდა კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის სტიმულირების კონკრეტული გეგმა. პირველი კორპორაციული ობლიგაციების ემისია განხორციელდა 2005 წელს, როცა საქართველოს ბანკმა 2 მლნ ლარის, 2-წლიანი ფასიანი ქალაქები 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.

პირველი ორი არაფინანსური სექტორის მიერ გამოშვებული ობლიგაციები იყო 2007 წელს შპს „ელიტ ელექტრონიქსის“ (0,3 მლნ აშშ დოლარი) და 2008 წელს სს „აუტო<sup>20</sup>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.

---

<sup>20</sup> თთარ შარიქაძე - „საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი“ 2017წ, <https://forbes.ge/news/2505/sagarTvelos-korporaciuli-obligaciebis-bazari>

2014 წლიდან უკვე შეიმჩნეოდა მთავრობის და სებ-ის 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 გახადა 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

<sup>21</sup>დენომინირებული. 2014 წელი შეიძლება ჩაითვალოს კორპორაციული ბონდების ბაზრის განვითარების ახალ ეტაპად საქართველოში. ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მოვლენა, რამაც, განვითარების ეს ახალი ტალღა გამოიწვია, იყო სებ-ის გადანყვეტილება, 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 ერთვოდა დეპოზიტებზე პროცენტების დაწვევის ტენდენცია, რამაც კიდევ უფრო შეუწყო ხელი კორპორაციული ბონდების ბაზრის განვითარებას. ასევე აღსანიშნავია ცალკეული დიდი

---

<sup>21</sup> თთარ შარიქაძე - „საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი“ 2017წ, <https://forbes.ge/news/2505/sagarTvelos-korporaciuli-obligaciebis-bazari>

კორპორაციების მხრიდან ბონდების გამოშვების მზაობაც დაფინანსების წყაროების დივერსიფიკაციის მიზნით.

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების თანმხლებია მნიშვნელოვანი ბენეფიტები ზემოთ 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 (რეპორტირების) სტანდარტები და გამჭვირვალე კორპორაციული 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 ფიქსირებულ შემოსავლიან პროდუქტებზე, როგორც დეპოზიტის ალტერნატივაზე. 3) სახელმწიფოს დონეზე, განვითარებული ობლიგაციების ბაზარი ხელს უწყობს საქართველოს ეკონომიკაში ინვესტირების მსურველი ინდივიდუალური, თუ ინსტიტუციონალური ინვესტორების მოზიდვას და შენარჩუნებას. უფრო მეტიც, მზარდი რაოდენობა იმ კომპანიებისა, რომელთაც აქვთ მყარი ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტები, გამჭვირვალე კორპორაციული მართვა და შესაძლებლობა, ისარგებლონ ადგილობრივი და საერთაშორისო სავალო და კაპიტალის ბაზრებით, ხელს უწყობს მომავალი ეკონომიკური ზრდის პერსპექტივებს.

საქართველოს წამყვანმა საინვესტიციო ბანკმა „გალტ ენდ თაგარტმა“, 2014 წლიდან უმნიშვნელოვანესი როლი ითამაშა კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებაში. ის იყო პირველი საინვესტიციო ბანკი, რომელმაც დაინახა ამ ბაზრის რეალური პოტენციალი და ბევრ წამყვან ქართულ კომპანიას დაეხმარა კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვების პროცესში.

მათი თავდაპირველი სტრატეგია მიზნად ისახავდა ინვესტორთა ყურადღების მიპყრობას ისეთი კომპანიების კორპორაციული ობლიგაციებისკენ, რომლებსაც თავიანთ სექტორში ყველაზე დიდი საბაზრო წილი ეჭირათ, ჰქონდათ ანგარიშგების მაღალი სტანდარტები და გამჭვირვალე კორპორაციული მმართველობა. იმისთვის, რომ მიეღწიათ სხვადასხვა ტიპის ინვესტორთა მნიშვნელოვანი რაოდენობისთვის და შეეთავაზებინათ ლიკვიდურობა მეორეულ ბაზარზე, გადაწყვიტეს, კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვება საჯარო შეთავაზების გზით

და დაეშვათ 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).

22 პირველი კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვება 2014 წლის აპრილში მოხდა, როდესაც საქართველოს უძრავი ქონების სექტორში წამყვანმა კომპანია „მ<sup>2</sup> უძრავი ქონება“-მ 5 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის 1-წლიანი ობლიგაციები, წლიური 9.5% საპროცენტო განაკვეთით, წარმატებით განათავსა. მალევე, სს „გალტ ენდ თაგარტმა“ მ<sup>2</sup>-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 „მ<sup>2</sup> უძრავი ქონებისა“ და „სამედიცინო კორპორაცია ევექსის“ ობლიგაციების გამოშვება. მათი უმეტესობა საჯაროდ შეთავაზებული ობლიგაციები იყო, რომელთაც საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ლისტინგი გაიარეს. 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 „მ<sup>2</sup> უძრავი ქონების“ 25 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის 3-წლიანი ობლიგაციები, რაც ისტორიულად ყველაზე მსხვილი და წარმატებული გამოშვება გახლდათ.

მეორე მნიშვნელოვანი მიმართულება, რომელიც უნდა განვითარდეს, ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ობლიგაციების ბაზარი გახლავთ. ლარში

---

<sup>22</sup> ოთარ შარიქაძე - „საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი“ 2017წ, <https://forbes.ge/news/2505/saqarTvelos-korporaciuli-obligaciebis-bazari>

დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციები უფრო მორგებულია იმ კომპანიებზე, რომლებსაც შემოსავალი ლარში აქვთ. ამჟამად ბაზარზე ლარით დაფინანსების დიდი მოთხოვნაა. დღემდე ლარში ფინანსური რესურსების მოპოვება მხოლოდ საბანკო კრედიტების ადებით იყო შესაძლებელი, ხშირ შემთხვევაში საკმაოდ 23მაღალი საპროცენტო განაკვეთებით. 2016 წელს სებ-მა 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. ბოლო პერიოდის განმავლობაში, უკვე ხუთი შემთხვევა იყო ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვების, რომელთა ჯამური ღირებულება დაახლოებით 110 მილიონ ლარს შეადგენდა.

საქართველოში ადგილობრივი ობლიგაციებისა და ვაპიტალის 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.

---

<sup>23</sup> თთარ შარიქაძე - „საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი“ 2017წ, <https://forbes.ge/news/2505/sagarTvelos-korporaciuli-obligaciebis-bazari>

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. 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.

სანდო, სწრაფი და ეფექტიანი ტექნიკური ინფრასტრუქტურა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ძირეული კომპონენტია. 2017 წლიდან ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ დეპოზიტართან ერთად, ანგარიშსწორების ინტეგრირებული სისტემის (GPSS) განახლებაზე მუშაობს. ახალი სისტემა უზრუნველყოფს ავტომატიზებულ, სწრაფ და დაცულ ანგარიშსწორებას, რომელიც განხორციელდება “მიწოდება გადახდის სანაცვლოდ” (Deliver VS Payment) მეთოდით და მოიცავს ლარში დენომინირებული ყველა ტიპის ფასიან ქაღალდს (კერძო კომპანიების მიერ გამოშვებული ობლიგაციების და აქციების ჩათვლით). ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისა და ანგარიშსწორების სრული ციკლის ავტომატიზაცია შესაძლებელია განახლებული GPSS-ის ინტეგრირებით საფონდო ბირჟისა და Bloomberg-ის სავაჭრო სისტემებთან. სისტემის მეშვეობით განხორციელდება პროცენტის, დივიდენდის, ფასიანი ქაღალდის ძირითადი თანხის გადახდის ოპერაციები და მათი ეროვნულ ბანკში ან ბაზრის მონაწილეებს შორის დაგირავება. გარდა ამისა, მნიშვნელოვანი პროექტი მიმდინარეობს საფონდო ბირჟის სავაჭრო ინფრასტრუქტურის განახლების კუთხით, რომლის მიზანიც საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისი პლატფორმის შექმნაა.

ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზრის ინფრასტრუქტურის ქვეშ ზოგადად იგულისხმება ინსტიტუტები, რომლებიც უზრუნველყოფენ ინვესტორებსა და ემიტენტებს მომსახურებით, რათა მათ სათანადოდ განათავსონ ფინანსები და სახსრები. ეს ორგანიზაციები აყალიბებენ ეფექტურ და საიმედო ურთიერთობებს ინვესტორებსა და ემიტენტებს შორის, ანუ

ფასიანი ქალაქების ბაზრის ინფრასტრუქტურის შემადგენელი ელემენტები აკავშირებენ წყაროს - ინვესტორს და სახსრების მომხმარებლებს - სანარმოებს.

ფასიანი ქალაქების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ელემენტებია:

1. საფონდო ბირჟა;
2. დეპოზიტარიუმი;
3. მეურვე (კასტროლიუმი);
4. ანტერაიტერები;
5. საინვესტიციო კონსულტაციები;
6. რეიტინგული კომპანიები;
7. ტრანსფერ აგენტები;
8. საინვესტიციო ფონდები;
9. საბროკერო და სადილერო კომპანიები;
10. ფასიანი ქალაქების საკლირინგო ორგანიზაციები.

აქვიათა რეგისტრაცია არის საშუალება, რომლითაც აქციონერთა უფლებები გარანტირებული და გარკვეულია. ფასიანი ქალაქების დამოუკიდებელი რეგისტრატორი ფასიანი ქალაქების ბაზრის მეტად მნიშვნელოვანი ინსტიტუტია. რეგისტრატორი წარმოადგენს ემიტენტს აგენტ - იურიდიულ პირს, ფასიანი ქალაქების ბაზრის პროფესიონალურ მონაწილეს, რომელიც აწარმოებს და ინახავს ფასიანი ქალაქების მფლობელთა რეესტრებს. დეპოზიტარიუმი ფასიანი ქალაქების ბაზრის პროფესიონალური მონაწილეა დეპოზიტარიუმის ფუნქციაა ფასიანი ქალაქების, მათზე უფლებების შენახვის და გადასვლის უზრუნველყოფა.

24 კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის შემდეგ აუცილებელ კომპონენტს წარმოადგენს ინფრასტრუქტურა, რომელიც მოიცავს IT სისტემებს, რომლებიც ფარავს ვაჭრობის, ანგარიშსწორების და ანგარიშგების ნაწილებს. სახელმწიფო ფასიანი ქალაქების გარდა, სხვა ფასიანი ქალაქებისათვის ინფრასტრუქტურა მოძველებულია, პროცესები არ არის ავტომატიზებული, მაღალია საოპერაციო

რისკები. შესაძლოა ეს რისკები ბაზრის მცირე ბრუნვის პირობებში არმატერიალიზდება, თუმცა მოძველებული და გაუმართავი ინფრასტრუქტურა ერთის მხრივ ხელს უშლია ბაზრის განვითარებას, ასრულებს უცხოელი ინვესტორების შემოსვლისათვის დემოტივატორის როლს და ბაზრის გააქტიურების შემთხვევაში სერიოზულ საფრთხეს წარმოშობს. ასევე შესაქმნელი იქნება ისეთი ფუნქციები, როგორებიცაა საკლირინგო სახლი, ცენტრალური კონტრაგენტი (CCP). ეს ფუნქციები შეიძლება როგორც არსებულმა ბაზრის მონაწილეებმა შეითავსონ, ასევე შეიძლება ჩამოყალიბდეს ახალი ინსტიტუტები. მოხდებაა ღნიშნული საკითხის შესწავლა და შესაბამისი დაგეგმვა. ინფრასტრუქტურაში მოიაზრება ის პროცედურებიც, რომლებიც უზრუნველყოფს მათგამართულ და შეუფერხებელ ფუნქციონირებას, კერძოდ ბიზნესის უწყვეტობის გეგმები. საქართველოს ბაზრის ზომიდან გამომდინარე, განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება თანამედროვე და მოქნილი ინფრასტრუქტურის არსებობას, რომელიც უსაფრთხოდ და მინიმალური დანახარჯებით უზრუნველყოფს ვაჭრობას, ანგარიშსწორებას, ფასიანი ქაღალდების შენახვას და სხვადასხვა დაკავშირებულ ოპერაციებს, როგორებიცაა კუპონებისა და დივიდენდების გადახდა, გირაოს მართვა, ფასიანი ქაღალდების გასესხება. ანგარიშსწორების კუთხით მნიშვნელოვანია უკვე არსებული ინფრასტრუქტურის ეფექტიანი გამოყენება და საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინება. აღნიშნული, თავისმხრივ, გულისხმობს ყველა ფასიანი ქაღალდის ანგარიშსწორების შესაძლებლობას ეროვნული ბანკის სიტემაში. ამისათვის: ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდებით სისტემას დაემატება კორპორატიული ბონდების და აქციების ანგარიშსწორების ფუნქცია შედეგად შეიქმნება ერთიანი გარემო, სადაც შესაძლებელი იქნება თავი მოიყაროს ყველა ტიპის ქართულმა ფასიანმა ქაღალდმა და მათზე გავრცელდება იგივე მაღალი სტანდარტები, რომლითაც უკვე მუშაობს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია პროცესები იქნება სრულად ავტომატიზებული სისტემა იქნება ფასიანი ქაღალდებისა და ფულით ანგარიშსწორების ინტეგრირებული მოდელი, რომელიც ითვლება ყველაზე მონინავედ დღევანდელ დღეს; ამ მოდელით მუშაობს ECB, რომლის სისტემაშიც T2S მოხდება ყველა ევროზონის ფასიანი ქაღალდის შენახვა და

ანგარიშსწორება; ანგარიშსწორების ინფრასტრუქტურის რეფორმა ჩატარდება ევროპის ცენტრალურ ბანკთან თანამშრომლობით მათი კონსულტანტების მონაწილეობით, რათა მიღებული შედეგები შეესაბამებოდეს უმაღლეს საერთაშრისო სტანდარტებს; კორპორატიული ფასიანი ქაღალდებით ანგარიშსწორება და ფასიანი ქაღალდების შენახვა ეროვნულ ბანკში პირველი რამდენიმე წლის განმავლობაში იქნება უფასო, ისევე როგორც დღეს არის უფასო სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისათვის, რამაც ხელი უნდა შეუწყოს ბაზრის განვითარებას; გამარტივდება, სწრაფი და უსაფრთხო გახდება როგორც ფასიანი ქაღალდების ემისია, ისე მეორადი ვაჭრობა და დაგირავება; გაადვილდება ცენტრალური ბანკის მიერ სხვადასხვა ტიპის ფასიანი ქაღალდების<sup>25</sup> მიღება გირაოდ; კომერციული CSD დეპოზიტარის ჩართვა ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების სისტემაში: ბირჟის დეპოზიტარი გახდება ეროვნული ბანკის ანგარიშსწორების სისტემის მონაწილე; შესაბამისი კაპიტალის და ოპერაციული მართვის მოთხოვნების დაკმაყოფილების შემთხვევაში, ის გახდება ეროვნული ბანკის RTGS სისტემის მონაწილეც; საცალო კლიენტებს ექნებათ საშუალება ბირჟაზე შეიძინონ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და ვალუტა, ისეთივე უსაფრთხო და მოქნილი მეთოდით, როგორც ეს ხდება „ბლუმბერგის“ სისტემაში; კერძო ცენტრალური დეპოზიტარი შეასრულებს ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ფუნქციასაც (რისი უფლებაც მას კანონმდებლობით უკვე აქვს მინიჭებული) და შესთავაზებს ჩვეულ მომსახურებას კლიენტებს: კორპორატიულ მოქმედებებს, საგადასახადო სერვისებს. განახლება საბირჟო ვაჭრობის სისტემა ბირჟა გეგმავს ახალი თანამედროვე IT სისტემის შექმნას, რომელიც ინტეგრირებული იქნება ანგარიშსწორების და კლირინგის სისტემასთან როგორც საბირჟო, ისე არასაბირჟო სეგმენტებისთვის მოხდება ვაჭრობის და ანგარიშსწორების ელექტრონული სისტემების დანერგვა და ინტეგრაცია: კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია სავაჭრო პლატფორმად ასევე ნებაყოფლობით სანყისებზე გამოყენებულ იქნება ბლუმბერგის სისტემა, ბლუმბერგის სისტემით ვაჭრობა შესაძლებელი იქნება როგორც საბირჟო, ისე OTC სეგმენტებზე

ბლუმბერგი ინტეგრირებული იქნება ანგარიშსწორების სისტემასთან იმავდროულად არ შეიზღუდება და შესაძლებელი იქნება სხვა სავაჭრო სისტემების და საშუალებების (მაგალითად ტელეფონით) გამოყენება მოხდება ქართულ ბაზარზე Clearstream -ის, ხოლო შემდგომ ეტაპზე Euroclear-ის შემოყვანა: Clearstream-მა 2016 წლის იანვარში დაასრულა ქართული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საკუთარი კლიენტებისათვის დამატების პროცესი; მომდევნო ეტაპზე, კომერციულ დეპოზიტართან დაკავშირებით გატარებული (ზემოთ მოხსენიებული რეფორმების დასრულების შემდეგ) დაემატება კორპორატიული ფასიანი ქაღალდები და აქციები; ბაზრის მოცულობის ზრდასთან ერთად, Euroclear შესაბამისი დაინტერესების პირობებში მოხდება მსგავსი ანგარიშის შექმნა Euroclear-თან. ხელი შეეწყობა ქართული ქასთოდი ბიზნესის განვითარებას. ამჟამად ასეთ სერვისებს ქვეყანაში ერთი ბანკი სთავაზობს კლიენტებს. აუცილებელია, რომ შესაბამისი ცოდნა და გამოცდილება სხვა ბანკებშიც დაგროვდეს. ეს გაზრდის კონკურენციას და გაამარტივებს ინვესტორების შემოსვლას ბაზარზე. ასევე შეამცირებს რისკებს ვინაიდან ფასიანი ქაღალდების შენახვის განვითარებული ინფრასტრუქტურა ქმნის დამატებით კონტროლებს და ფუნქციების გამიჯვნას აქტივების მართვის და შენახვის ფუნქციებს შორის.

<sup>26</sup> მე-20 საუკუნის 80-იან წლებიდან მსოფლიო ეკონომიკა განვითარების ახალ ფაზაში შევიდა, გლობალიზაციის პროცესმა მოიწვია საერთაშორისო კაპიტალი. ამასთან მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის მიღწევების სამეურნეო ცხოვრებაში დანერგვამ მოითხოვა კოლოსალური მოცულობის ინვესტიციების თავმოყრა-კონსოლიდაცია. გაიზარდა საინვესტიციო კომპანიებისადმი საყოველთაო ინტერესი და მათი შეთანხმებული ინტეგრირებისკენ ლტოლვა, გაძლიერდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინტერნაციონალიზაციის პროცესი, რამაც თავისი გამოხატულება ჰპოვა საფონდო ბირჟების მართვაში თანამედროვე კომპიუტერული სისტემის დანერგვით.

როგორც ცნობილია, ნებისმიერი საზოგადოების ფინანსური სისტემა შედგება იმ ეკონომიკური ინსტრუმენტებისგან, რომლებიც ერთმანეთთან აკავშირებს ისეთ

---

<sup>26</sup> ლ.ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ.78

აღამიანებს, რომლებსაც ერთი მხრივ, დაზოგვის, მეორე მხრივ კი, ინვესტირების სურვილი და შესაძლებლობები აქვთ. როგორც წესი, დანაზოგები და ინვესტიციები ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი ფაქტორებია. მაშინ, როდესაც ქვეყანა შექმნილი მთლიანი შიდა პროდუქტის მნიშვნელოვან ნაწილს ზოგავს, უფრო მეტიოდენობის რესურსების გაცემა შეიძლება კაპიტალის ინვესტირებისათვის, კაპიტალის ზრდა კი წარმოების ეფექტიანობისა და ცხოვრების დონის ამაღლებას იწვევს.

როგორც ავლნიშნეთ, ფინანსურ სისტემას თავისი ინსტიტუტების მეშვეობით ეკონომიკის შეზღუდული რესურსები გადააქვს დამზოგველებიდან მსესხებლებამდე და ხელს უწყობს მათ კოორდინირებას. თუ დანაზოგები საკუთარი განსაკარგავი შემოსავლის ის ნაწილია, რომელიც არ მოიხმარება, ინვესტიციები წარმოადგენს იმ დანახარჯთა ერთობლიობას, რომელთა რეალიზაცია წარმოებს ეროვნული მეურნეობის დარგებში კაპიტალის გრძელვადიანი დაბანდების ფორმით. „ინვესტიციები ეს არის მზა პროდუქციის ნაკადი გარკვეული პერიოდისთვის, რომელიც გამოიყენება ეკონომიკაში ძირითადი ფონდების შენარჩუნების ან მატების მიზნით“, ეს უკანასკნელი მაკროეკონომიკაში ორმაგ როლს თამაშობს. ჯერ ერთი, რამდენადაც ინვესტიციები ხარჯების ცვალებადი კომპონენტია, მისმა მკვეთრმა გადიდებამ ან შემოსავალმა შეიძლება მნიშვნელოვანი ზეგავლენა მოახდინოს ერთობლივ მოთხოვნაზე, ხოლო მეორე, ამ უკანასკნელის ცვლილებები ზეგავლენას ახდენს გამოშვებასა და დასაქმებაზე. გარდა ამისა, ინვესტიციები იწვევს კაპიტალის დაგროვებას, რაც ქვეყანაში მატერიალური დოვლათის წარმოების გადიდების საფუძველია, რითაც უზრუნველყოფილი იქნება ეკონომიკური ზრდა ხანგრძლივი პერიოდისათვის.

ამრიგად, ინვესტიციების თეორია დინამიკური უნდა იყოს, ე.ი. აწმყო დაკავშირებულია მომავალთან იმიტომ, რომ დღეს ინვესტიციების სტიმულირება ნიშნავს საწარმოო შესაძლებლობების მატებას ხვალ.

აუცილებელია თავდაპირველად შევეხოთ ფინანსური ბაზრების ხასიათს. როგორც ვიცით ფინანსური ბაზარი ორი ნაწილისაგან შედგება: ერთი ნაწილია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, მეორე - საბანკო სესხების ბაზარი. კომერციული შედარებით

იშვიათად გასცემს გრძელვადიან სესხებს. ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით შეიძლება მიღებულ იქნეს ფული რამდენიმე ათეული წლით (ობლიგაციები) ან უვადო სარგებლობით (აქციები). ფინანსური ბაზრის ორ ნაწილად დაყოფა გულისხმობს კაპიტალის დაყოფას ძირითად და საბრუნავ კაპიტალად. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ავსებს საბანკო კრედიტის ბაზარს და იმყოფება მასთან ურთიერთობაში.

<sup>27</sup> როგორც წესი, ბიზნესმენის შემოსავალი პირველ რიგში მიიღება ბაზრის რყევებითა და დივერსიფიკაციით. მსოფლიო ეკონომიკის გლობალიზაციის და ინტეგრაციის განვითარება, კონიუნქტურის ციკლების რეგიონალიზაცია. ევროს შემოღება და „მდიდარი“ ქვეყნების საფონდო ბაზრების კორელაციის ზრდა სტრუქტურული და სტრატეგიული ურთიერთობების პირობებში ხელს უწყობს ვალუტითა და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას. ამასთან, სხვადასხვა ინსტიტუციური ინვესტორები იგნორირებას უკეთებენ საფონდო ბაზრების დამოუკიდებლად მუშაობის პრინციპებს და თავს უყრიან რამდენიმე განვითარებულ ეროვნულ ბაზარს განვითარებადი ბაზრების ინვესტორებთან შეთანხმებით.

ფასიანი ქაღალდების პირველად და მეორად ბაზარზე სპეციალიზებულ საქმიანობაში წარმატებებს დიდ ნაწილში უზრუნველყოფს საერთაშორისო ქსელის არსებობა, ბაზართან სიახლოვე, გასაღების შესაძლებლობები, მოზიდული კაპიტალის მნიშვნელოვანი ზრდა. ყოველივე ამის ძირითადი მიზეზებია - გლობალიზაცია, გარიგებათა კომპლექსურობა და საინფორმაციო ტექნოლოგიების განვითარება.

თანამედროვე მსოფლიოში ფასიანი ქაღალდების, კრედიტების და დერივატივების თავისებურებათა სულ უფრო დაახლოება, აქტივების ლიკვიდობის ზრდა, დაფინანსების ცალკეულ სახეობათა მოცულობების გადიდება მიმდინარეობს მსხვილი კაპიტალის მქონე უნივერსალური ბანკების სასარგებლოდ, რომლებიც ორიენტირებული არიან საერთაშორისო ბაზრებზე. საინვესტიციო ბანკები არასრული კაპიტალიზაციით განწირულები არიან გასაკოტრებლად. იმ საინვესტიციო ბანკებს და ბროკერებს, რომლებსაც გააჩნიათ მცირე კაპიტალი და საშუალოზე დაბალი რეიტინგი

---

<sup>27</sup> ლ. ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“ 2004წ, თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები, გვ. 80

იმედი არ უნდა ჰქონდეთ მსხვილ გარიგებათა ტენდერში გამარჯვების. მათ დიდი ჯათა დასჭირდებათ დანარჩენ ძლიერ ბანკებთან - კონკურენტებთან ბრძოლისათვის, გამარჯვებაზე კი ლაპარაკიც ზედმეტია.

ბანკები, რომლებიც თავიანთ წარმატებას არაეფექტიან ბაზრებზე აგებენ, ხშირ შემთხვევაში მარცხდებიან. მსოფლიო ფინანსური ბაზრის ექსპერტები და ჟურნალისტები აცხადებენ, რომ თანამედროვე ეპოქაში კლასიკური საბანკო კრედიტი კვდება და მას მომავალი არ გააჩნია. ბანკის შუამდგომლობის ფუნქცია კლიენტებს უფრო ძვირი უჯდებათ, ვიდრე კაპიტალის ბაზრიდან სესხების მოზიდვა. დღეისთვის პირველი კლასის კლიენტები, რომლებსაც ბანკი „თავს ევლება“, მსხვილ სესხებისთვის იშვიათად, მიმართავენ ბანკს.

როგორც ცნობილია, დღეს ბანკის უპირველესი ამოცანაა პროფესიულად შეაფასოს საკრედიტო რისკი. თანამედროვე ბანკებისათვის ფუნდამენტურ ცოდნასთან ისეთ ინსტრუმენტებში, როგორიცაა ინდიქსები, ნაღდი ფულის ნაკადების ანგარიშგება, კლიენტის რეაქციის ანალიზი, სტანდარტული კრედიტები და ინდივიდუალური შეკვეთის კრედიტები, სტატისტიკური მონაცემების ბაზა, რისკის კლასების სისტემა და საიმედოობის კოეფიციენტები და ა.შ. პროფესიული ანალიზისა და რისკის მართვის ინსტრუმენტები სულ უფრო დახვეწილ ფორმას იღებს.

თანამედროვე ბანკების მომგებიანობისათვის ამ ინსტრუმენტების ანალიზი და საქმიანობაში გათვალისწინება უფრო სასარგებლოა, ვიდრე ათასნაირი გარანტიების გამოყენება. ეკონომიკური სუბიექტების ფინანსური და სამეურნეო საქმიანობის შეფასების კომპლექსურობის ზრდა აუცილებელია შეივსოს და დაეყრდნოს დაკრედიტების თანამედროვე სისტემასა და სტრუქტურას, ასევე საკრედიტო ოპერაციების კონტროლს ოპტიმალური რაოდენობრივი შეფასების მიზნით. პირველ რიგში, აუცილებელია ჯანსაღი აზრი, ფსიქოლოგიის ცოდნა, ინტუიცია და კლიენტის ან მენარმის კრედიტუნარიანობისა და ხასიათის შეფასების უნარი. საბანკო ბიზნესი გადანყვეტილების ოსტატურად მიღებაა მკაცრი და ლიბერალური შეზღუდვების მრავალფეროვნების საფუძველზე.

ბუნებრივია, ეროვნულ საბანკო სისტემაში სეფიურიტიზაციამ და პირველი კლასის კრედიტების აქტივების სტანდარტული პაკეტების რეალიზაციამ განსაკუთრებული ადგილი უნდა დაიკავოს, მაგრამ ამისთვის აუცილებელია შუალედური დაფინანსება, გარანტიები და ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა. თანამედროვე ბანკები განსაკუთრებით ზრუნავენ თავიანთ აქტივების ლიკვიდურობისათვის. აქტივები სტატიკურ მდგომარეობაში კი არ უნდა იყვნენ მოქცეული, არამედ ბანკები ვალდებული არიან ისინი გაიტანონ გასაყიდად ან გასაცვლელად და ამ გზით უზრუნველყონ მოგების ზრდა.

### **3. კომერციული ბანკები და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი**

### 3.1 საბანკო დანესებულებების ოპერაციები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე

<sup>28</sup> ფინანსურ ბაზრებზე ახალი ინსტიტუტებისა და ახალი ინსტრუმენტების გამოჩენა მუდმივად უბიძგებს კომერციულ ბანკებს ადაპტაციისაკენ, რაც თავისთავად იწვევს მათი სამოქმედო სივრცის გაფართოებასა უნივერსალიზაციას. ბანკები ცდილობენ, არ ჩამორჩნენ ღროს, დაზოგონ მოქმედების არეალი და მოახდინონ საკუთარი საქმიანობის მიმართულებების დივერსიფიკაცია. ყოველივე ზემო აღნიშნულის კარგი მაგალითია კომერციული ბანკების მონაწილეობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.

XX საუკუნის დასაწყისში, როცა დასავლეთის განვითარებული ქვეყნების მთავრობებმა მიიღეს გადაწყვეტილება ბანკებისათვის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე პირდაპირი მონაწილეობის გარკვეული შეზღუდვებისა და ბარიერების დანესების შესახებ, ამან აიძულა ბანკები, ყოფილიყვნენ შემოვლითი გზების მუდმივ ძიებაში. ამასთან, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი სულ უფრო ვითარდებოდა და შემოსავლიანი ხდებოდა, რაც კიდევ უფრო ზრდიდა ბანკების ინტერესს ფასიანი ქაღალდების ბაზრისადმი.

გლობალური ეკონომიკის განვითარებასთან ერთად, უკვე XX საუკუნის 70-იანი წლებიდან თანდათან იცვლება განვითარებული ქვეყნების მთავრობების მიდგომა ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე კომერციული ბანკების მონაწილეობისადმი და იწყება დანესებული შეზღუდვების მოხსნა ან შემსუბუქება. ამ პროცესის ყველაზე მნიშვნელოვან მოვლენად შეიძლება ჩაითვალოს XX საუკუნის ბოლოს აშშ-ში გლას-სტიგალის 1933 წელს მიღებული ცნობილი კანონის გაუქმება, რომელიც უკრძალავდა ამერიკულ ბანკებს საინვესტიციო საქმიანობას. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ მსოფლიოს ბევრ ქვეყანაში ბანკების საქმიანობა საფონდო ბაზრებზე რეგულირდება

კანონმდებლობით და ამ ქვეყნების ბანკებს უნევთ შემოვლითი გზების ძიება სატრასტო, საბროკერო და საინვესტიციო კომპანიების მეშვეობით. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე

---

<sup>28</sup> ი.კოვზანაძე, გ.კონტრიძე - „თანამედროვე საბანკო საქმე“, თავი XVIII კომერციული ბანკების ოპერაციები ფასიანი ქაღალდებით, გვ.415

მონაწილეობა კომერციულ ბანკებს საშუალებას აძლევს, მიიღონ სამი უმნიშვნელოვანესი სარგებელიჰ

- გაზარდონ შემოსავალი;
- უფრო ეფექტიანი და მოქნილი გახადონ მათი ლიკვიდობის მართვა;
- უფრო ეფექტიანად მოახდინონ ადაპტაცია და ახალი ბაზრების ათვისება.

მნიშვნელოვანია, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ავსებს საბანკო კრედიტის სისტემას და ურთიერთქმედებს მასთან.

მიუხედავად იმისა, რომ ბანკების როლი და მონაწილეობის ხარისხი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე განსხვავებულია ქვეყნების მიხედვით, შეიძლება აღინიშნოს ზოგიერთი ზოგადი ხასიათის კანონზომიერება ამ მიმართულებით. იმ ქვეყნებში, სადაც კანონმდებლობით კომერციული ბანკებისათვის ნებადართულია ფასიანი ქაღალდებით ყველა სახეობის ოპერაცია, ბანკები გვევლინებიან ემიტენტების, შუამავლების და ინვესტორების როლში. საქმიანობის თითოეული ზემოაღნიშნული სახეობა შეიძლება მოიცავდეს სხვადასხვა სახეობის ოპერაციას, რომელთა დაჯგუფება შესაძლებელია ოთხ ძირითად მიმართულებად, ესენია:

- 1) ფასიანი ქაღალდების გამოშვება;
- 2) ინვესტიციების განხორციელება;
- 3) პროფესიული საქმიანობა;
- 4) ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებული ტრადიციული საბანკო მომსახურება.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ბანკების, როგორც ემიტენტების, საქმიანობა გულისხმობს ორი ტიპის ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასა და პირველად განთავსებას, რომელთა შორისაა:

- ემისიური ფასიანი ქაღალდები - აქციები, ობლიგაციები, ოფციონები;
- არაემისური ფასიანი ქაღალდები - სერტიფიკატები, თამასუქები.

საკუთარი აქციების გამოშვებით ბანკები გვევლინებიან სააქციო საზოგადოებებად, ხოლო ობლიგაციების, სერტიფიკატებისა და თამასუქების გამოშვებით ისინი ახდენენ რესურსების აკუმულირებას.

ბანკების მიერ ინვესტიციების განხორციელება, ანუ მათი საინვესტიციო საქმიანობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, გულისხმობს შემდეგი ოპერაციების განხორციელებას:

- ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა;
- რესურსების მოზიდვა ადრე ნაყიდი ფასიანი ქაღალდების დაგირავებით;
- მონაწილეობა კომპანიების მართვაში, რომელთა აქციების შეძენა განხორციელებულია მის მიერ.

<sup>29</sup> საქართველოს კანონმდებლობით, კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებულ შემლუღებს არეგულირებს კანონი „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ (მუხლი 10).

ბანკების პროფესიული საქმიანობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გულისხმობს შემდეგი სახეობის ოპერაციებს:

- დილინგური ოპერაციები - ბანკების მიერ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა საკუთარი სახელით და რისკის ფასად მაქსიმალური მოგების მიღების მიზნით;
- ბროკერული საქმიანობა - ბანკების მიერ ფასიანი ქაღალდების იმ ოპერაციების განხორციელება, რომლებშიც ისინი მონაწილეობენ შუამავლების ან ნდობით აღჭურვილი პირების როლში;
- ნდობითი ოპერაციები ბანკისათვის გარკვეული დროით გადაცემული ფასიანი ქაღალდების მართვა, რომელსაც ბანკი ახორციელებს საკუთარი სახელით;
- დეპოზიტური მომსახურება - ფასიანი ქაღალდების შენახვასთან დაკავშირებული ოპერაციები;
- რეგისტრატორის მომსახურება - ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია მესაკუთრეთა ფასიანი ქაღალდების რეგისტრის წარმოებასთან, ანუ ინფორმაციის შეგროვებასთან, დამუშავებასთან, აღრიცხვასა და მიწოდებასთან;
- ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზება - ოპერაციები, რომლებიც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების მონაწილეებს შორის გარიგებების დადების მომსახურების გაწევასთან;

---

<sup>29</sup> <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/32962>

• საკონსულტაციო მომსახურება. ამ ოპერაციების არეალი და მასშტაბი (შეზღუდვები) კომერციული ბანკებისათვის რეგულირდება კონკრეტული ქვეყნის კანონმდებლობით.

ბანკების მიერ ფასიან ქალაქლებთან დაკავშირებული ტრადიციული საბანკო მომსახურება გულისხმობს შემდეგი სახეობის ოპერაციებს:

• კრედიტების ან საბანკო გარანტიების გაცემა კლიენტებზე ფასიანი ქალაქლების გირავნობით;

• კრედიტების ან საბანკო გარანტიების გაცემა კლიენტებზე ფასიანი ქალაქლების შესაძენად;

• საბანკო გარანტიების გაცემა ობლიგაციების ან სხვა ფასიანი ქალაქლების გამოშვებასთან დაკავშირებით;

• გადახდების განხორციელება ფასიანი ქალაქლების ბაზრის მონაწილეებს შორის.

დღეისათვის საქართველოში შექმნილია ძირითადი სამართლებრივი საფუძველი ფასიანი ქალაქლების ბაზრის განვითარებისათვის. ფასიანი ქალაქლების ბაზარი საქართველოში რეგულირდება შემდეგი ნორმატიული აქტებით: კანონი „ფასიანი ქალაქლების ბაზრის შესახებ“, ორგანული კანონი „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“, კანონი „ჩეკის შესახებ“, კანონი „თამასუქის შესახებ“, „საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი“ და სხვ.

ქართული კანონმდებლობით, ფასიანი ქალაქლების მონაწილეები არიან ინვესტორები, ემიტენტები, ფასიანი ქალაქლების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეები და აუდიტორები. მათ შორის, ფასიანი ქალაქლების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეები, ანუ სპეციალური ლიცენზიის მქონე მონაწილეები არიან: საფონდო ბირჟა, ცენტრალური დეპოზიტარი, ფასიანი ქალაქლების რეგისტრატორი, ანგარიშვალდებული სანარმო, ფასიანი ქალაქლების ბაზრის შუამავალი.

საქართველოში ფასიანი ქალაქლების ბაზარს 2007 წლამდე აწესრიგებდა და ზედამხედველობდა საქართველოს ფასიანი ქალაქლების ეროვნული კომისია. ეს იყო საჯარო სამართლის იურიდიული პირი, რომელიც თავის საქმიანობაში იყო დამოუკიდებელი. 2007 წლის 11 ივლისს განხორციელებული საკანონმდებლო

ცვლილებებით მოხდა კომისიის ლიკვიდაცია და ზემოაღნიშნული ფუნქციები გადაეცა საქართველოს ეროვნულ ბანკს.

საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაწილეობა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ორი სახეობისაა:

- ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელებისას იგი აწარმოებს ოპერაციებს ღია ბაზარზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებითა და ასევე მის მიერვე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდებით პირდაპირი შეძენის ან გაყიდვის გზით;

- ახორციელებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობას. ანუ საქართველოს ეროვნული ბანკი გვევლინება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ერთ-ერთ მონაწილედ და მის ზედამხედველადაც. საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება და ზედამხედველობა ვლინდება შემდეგში:

- გასცემს და აუქმებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეების ლიცენზიებს;

- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებად მონაწილეებს უდგენს მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნებს;

- ახორციელებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეების საქმიანობის მონიტორინგს, შემოწმებას, გამოკვლევებს და აწესებს სანქციებსა და ჯარიმებს დარღვევების შემთხვევაში;

- ამტკიცებს ემიტენტების ემისიის პროსპექტებს;

- არეგულირებს ემიტენტების მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისას და მიმოქცევისას წარმოშობილ ურთიერთობებს;

- იღებს, ცვლის და აუქმებს ფასიანი ქაღალდების რეგულირებასთან დაკავშირებულ წესებს, კანონმდებლობის შესაბამისად.

თუმცა, საკანონმდებლო და საბანკო წრეებში გავრცელებულია აზრი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეების ზედამხედველობის ფუნქციის ეროვნული ბანკისათვის ჩამორთმევისა და ამ მიზნით შექმნილი სპეციალური კომისიისათვის გადაცემის შესახებ.

### 3.2 კომერციული ბანკის საინვესტიციო ოპერაციები ფასიანი ქაღალდებით

<sup>30</sup>საბანკო პრაქტიკაში ინვესტირება, როგორც წესი, გულისხმობს დაბანდებებს კომპანიების ფასიანი ქაღალდებში შედარებით გრძელვადიანი პერიოდით. კომერციული ბანკების საინვესტიციო ოპერაციები - ესაა ფასიანი ქაღალდების ყიდვა და გაყიდვა საკუთარი ინიციატივით, საკუთარი სახელით და საკუთარი რისკის ფასად. თავისი საინვესტიციო საქმიანობით კომერციული ბანკი იღებს ორი სახეობის სარგებელს:

- პირდაპირი სარგებელი - ესაა დივიდენდები, პროცენტები ან შემოსავალი მათი გაყიდვის შემდეგ;
- არაპირდაპირი სარგებელი - გავლენის გაფართოება და ბაზრის წილის ზრდა, ახალი კლიენტურის გაჩენა.

საინვესტიციო ოპერაციების განხორციელების შედეგად კომერციულ ბანკში ფორმირდება ფასიანი ქაღალდების, ანუ საინვესტიციო პორტფელი. ბანკის საინვესტიციო პორტფელი ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობაა, რომელიც მის მიერ შექმნილია შემოსავლების მისაღებად და ლიკვიდობის აუცილებელი დონის უზრუნველსაყოფად. საკრედიტო პორტფელის შემთხვევის მსგავსად, საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისას, კომერციული ბანკი ცდილობს უზრუნველყოს წონასწორობა ლიკვიდობასა და მომგებიანობას შორის.

---

<sup>30</sup> ი.კოვზანაძე,გ.კონტრიძე - „თანამედროვე საბანკო საქმე“,თავი XVIII კომერციული ბანკების ოპერაციები ფასიანი ქაღალდებით, გვ.420

იმისათვის, რომ კომერციულმა ბანკმა შექმნას მაღალლიკვიდური და, ამასთან, მომგებიანი საინვესტიციო პორტფელი, აუცილებელია, არსებობდეს ეფექტიანი საინვესტიციო საქმიანობის პირობები. ამ პირობებიდან აღსანიშნავია:

- ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების დამაკმაყოფილებელი დონე, რომელიც ბანკს აძლევს საინვესტიციო პორტფელის დივერსიფიკაციის საშუალებას ფასიანი ქაღალდების სახეობების, ვადებისა და ემიტენტების მიხედვით;

- ფასიანი ქაღალდების მარეგულირებელი საკანონმდებლო ბაზის არსებობა და ბაჭყალისათვის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მონაწილეობის შეზღუდვების ხარისხი;

- კომერციულ ბანკში სათანადო კვალიფიკაციის მქონე თანამშრომლების არსებობა, რომლებიც ახორციელებენ საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებას და მის მართვას. კომერციული ბანკის საინვესტიციო პორტფელი ასრულებს სხვადასხვა ფუნქციას: შემოსავლების ზრდა, ლიკვიდობის რეზერვის შექმნა და კომპანიების მართვის შესაძლებლობა. განვიხილოთ ისინი უფრო დეტალურად:

- შემოსავლების ზრდა. ბუნებრივია, ეფექტიანი საინვესტიციო პორტფელი კომერციული ბანკისათვის მნიშვნელოვანი შემოსავლების წყაროა, რომელიც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს ბანკის საბაზრო ღირებულების ზრდას;

- ლიკვიდობის რეზერვის შექმნა. აღნიშნული ფუნქცია მეტად მნიშვნელოვანია კომერციული ბანკებისათვის, გამომდინარე იქიდან, რომ მათი რესურსების უმეტეს ნაწილს წარმოადგენს მოკლევადიანი ანაბრები და ანგარიშები მოთხოვნამდე, რომელთა გატანა მფლობელებისმიერ შეიძლება მოხდეს ნებისმიერ დროს. თავისი დროებით თავისუფალი სახსრების მაღალლიკვიდურ ფასიან ქაღალდებში ინვესტირებით ბანკები მეტად იადვილებენ ლიკვიდობის მართვას, ვინაიდან ასეთი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა ბაზარზე ან მათი დაგირავებით კრედიტის მიღება ბანკთაშორის ბაზარზე ადვილია. ლიკვიდობის რეზერვის შესაქმნელად, როგორც წესი, გამოიყენება სახელმწიფო და პირველი კლასის კომპანიების ფასიანი ქაღალდები;

- კომპანიების მართვის შესაძლებლობა. აღნიშნული ფუნქცია ბანკს შესაძლებლობას აძლევს, მიიღოს მონაწილეობა იმ კომპანიების მართვაში, რომლებიც მისი ინტერესის ობიექტს წარმოადგენენ. რა თქმა უნდა, ამის უზრუნველყოფა მხოლოდ აქციების

გარკვეული პაკეტითა შესაძლებელი. აღნიშნული ფუნქცია ბანკს დამატებითი შემოსავლების მიღების შესაძლებლობასაც აძლევს ამ შვილობილი კომპანიისათვის სრული საბანკო მომსახურების შეთავაზებით.

კომერციული ბანკის საინვესტიციო პორტფელის ფორმირების ერთ-ერთი უმთავრესი საკითხია საფონდო ინსტრუმენტების მიმზიდველობის შეფასება. ამ კუთხით ბანკების მიერ ხდება საფონდო ბაზრის შესწავლა შემდეგი მეთოდებით:

- ემიტენტების ფინანსური მდგომარეობის ანალიზი (იგივე ფუნდამენტური ანალიზი) რაც გულისხმობს ემიტენტის აქტივების, პასივების, კაპიტალის, შემოსავლების, მომგებიანობის, რენტაბელობის, გაყიდვების და ა.შ. არსებული მდგომარეობისა და დინამიკის საფუძვლიან ანალიზს. აღნიშნულ და სხვა დამატებით ინფორმაციაზე დაყრდნობით ბანკის შესაბამისი სამსახურების მიერ ხდება პროგნოზის გაკეთება ამ ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების ფასის ზრდის ან შემცირების შესახებ, რაც ხდება ამ ფასიანი ქაღალდების ყიდვის ან გაყიდვის შესახებ გადწყვეტილების მიღების საფუძველი;

- საფონდო ბირჟებზე დაფიქსირებული ფასების ანალიზი (იგივე ტექნიკური ანალიზი) არსებული მიმართულება არის პირველი მეთოდის გამარტივებული ვარიანტი, რომელიც გულისხმობს იმას, რომ ყველა ფაქტორი (არსებულიც და მოსალოდნელიც), რომლებიც გავლენას ახდენენ ემიტენტის აქციების ფასზე, უკვე ასახულია საფონდო ბირჟაზე დაფიქსირებული ფასიანი ქაღალდების ფასებში. ბანკის შესაბამისი სამსახურები უბრალოდ უფრო ტექნიკურ სამუშაოს ასრულებენ ანალიზებზე ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების მოთხოვნა-მიწოდების, ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციათა მოცულობებისა და აქციათა კურსების ტენდენციების დინამიკას. თუმცა, ისიც აღსანიშნავია, რომ ეს მეთოდი მეტწილად სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემთხვევაში გამოიყენება.

კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობა დაკავშირებულია სხვადასხვა რისკთან, რომელთაც შეიძლება გამოიწვიონ ინვესტირებული თანხის სრული ან ნაწილობრივი დაკარგვა, ასევე მისი გაუფასურება ინფლაციის გავლენით. რისკები ასევე შეიძლება დაკავშირებული იყოს მოსალოდნელზე ნაკლები შედეგის მიღებასა

<sup>31</sup>და მისაღები შემოსავლების დაგვიანებით მიღებასთან. აღნიშნული რისკების შესამცირებლად ბანკები ახდენენ შესაძლო დანაკარგების რეზერვების ფორმირებას. იმავე მიზანს ემსახურება ბანკის უმაღლესი მენეჯმენტის მიერ საინვესტიციო პოლიტიკის დამტკიცება, რომელშიც როგორც წესი, განისაზღვრება: საინვესტიციო საქმიანობის ძირითადი მიზნები, საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურა, ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის წესი. რაც მთავრია, საინვესტიციო პოლიტიკაში განისაზღვრება საინვესტიციო პორტფელის სტრუქტურა და ლიმიტები ფასიანი ქაღალდების სახეობების, ვადიანობის, ემიტენტების, ვალუტების, დარგების და ა.შ. მიხედვით.

საქართველოს კანონმდებლობით, კომერციული ბანკების საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებულ შეზღუდვებს არეგულირებს კანონი „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“ (მუხლი 10). აღნიშნული მუხლის შესაბამისად, საქართველოში კომერციული ბანკი უფლებამოსილია:

- ეროვნული ბანკის სპეციალური ნებართვის გარეშე ფლობდეს იურიდიული პირის სანესდებო კაპიტალის მხოლოდ 20%-მდე. ამასთან, ეს წილობრივი მონაწილეობა არ უნდა იყოს თვით ამ ბანკის სააქციო კაპიტალის 15%-ზე მეტი;
- შეუზღუდავი ოდენობით ფლობდეს წილს იმ საქმიანობაში, რომელიც დაკავშირებულია მხოლოდ საბანკო საქმიანობასთან. ამ შემხვევაშიც ეს წილობრივი მონაწილეობა არ უნდა იყოს თვით ამ ბანკის სააქციო კაპიტალის 15%-ზე მეტი;
- შექმნას ან შეიძინოს შვილობილი საწარმო საბროკერო კომპანია, რომელიც მონაწილეობს მხოლოდ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონით განსაზღვრულ საბროკერო კომპანიის საქმიანობაში და ფლობდეს მასში წილს შეუზღუდავი ოდენობით, თუ ეროვნული ბანკის ნებართვის გარეშე ეს წილი არ აღემატება მისი სააქციო კაპიტალის 15%-ს.

---

<sup>31</sup> ი.კოვზანაძე,გ.კონტრიძე - „თანამედროვე საბანკო საქმე“,თავი XVIII კომერციული ბანკების ოპერაციები ფასიანი ქაღალდებით, გვ.422

### 3.3 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების (GSSS) სისტემა

<sup>32</sup> 2018 წლის 3 დეკემბრიდან ეროვნულ ბანკში საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების ცენტრალიზებული სისტემა (Georgian Securities Settlement System - GSSS) ამოქმედდა. ახალი სისტემა ფინანსური ბაზრის, როგორც ადგილობრივ, ასევე, საერთაშორისო მონაწილეებს მაღალი სტანდარტების სრულფასოვან მომსახურებას სთავაზობს. ფასიანი ქაღალდებით ტრანზაქციები უფრო სწრაფი, იაფი, მოსახერხებელი და სრულად დაცულია.

#### რა არის GSSS სისტემა?

ეს არის ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების ერთიანი, ინტეგრირებული, მაღალტექნოლოგიური სისტემა, რომელიც უზრუნველყოფს, როგორც სახელმწიფო, ასევე კერძო ფასიანი ქაღალდების უსაფრთხო შენახვასა და მომენტალურ ანგარიშსწორებას.

GSSS სისტემა ახორციელებს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს, საქართველოს ეროვნული ბანკის, საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებისა და კერძო კომპანიების მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ოპერაციებს: ფასიანი ქაღალდების ემისიის, დაფარვის, კუპონებისა და დივიდენდების გადახდის ოპერაციების ავტომატურ ანგარიშსწორებას; ფასიანი ქაღალდების

---

<sup>32</sup> <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=596>

ელექტრონულ რეესტრს; ყიდვა-გაყიდვას; რეპო ოპერაციებს; დაგირავების ოპერაციებს; ფინანსური გირაოს დასაკუთრების ოპერაციებს.

### **უსაფრთხო, სწრაფი და ეფექტური ანგარიშსწორება**

GSSS სისტემა მჭიდროდ არის ინტეგრირებული „დროის რეალურ რეჟიმში ანგარიშსწორების (RTGS) სისტემასთან“, რომლის საშუალებით შესაძლებელია ფასიანი ქაღალდისა და მასთან დაკავშირებული ფულადი სახსრებით ანგარიშსწორება განხორციელდეს ერთდროულად, ე.წ. DvP პრინციპის დაცვით, <sup>33</sup>ცენტრალურ ბანკში არსებული საბანკო ანგარიშებით, რაც მნიშვნელოვნად ამცირებს ანგარიშსწორების რისკს.

GSSS სისტემას აქვს ანგარიშსწორების ოპტიმიზაციის ინსტრუმენტები, როგორცაა ნეტ პრინციპით ანგარიშსწორება, ნაწილობრივი ანგარიშსწორება და ავტომატური დაგირავების მექანიზმი. ამ ინსტრუმენტების გამოყენებით ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორება და ლიკვიდობის მართვა ბევრად უფრო ეფექტური ხდება.

### **ფასიანი ქაღალდების ერთიანი ბაზარი**

GSSS სისტემა არის ერთიანი, ინტეგრირებული სივრცე, სადაც შესაძლებელია სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების, მათ შორის აქციების, გამოშვება, შენახვა და ანგარიშსწორება.

GSSS სისტემაში ჩართულია ფინანსური ბაზრის ყველა ძირითადი მონაწილე: ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი, კომერციული ბანკები და ბროკერები. სისტემა ინტეგრირებულია ბლუმბერგისა და სამომავლოდ საფონდო ბირჟის სავაჭრო პლატფორმებთან, რაც ბაზრის მონაწილეებს საშუალებას აძლევთ ამ სავაჭრო სისტემებში დადებული ფასიანი ქაღალდის გარიგებები ავტომატურად გადაგზავნილ იქნას GSSS სისტემაში საბოლოო ანგარიშსწორებისთვის. ამ ინტეგრაციის შედეგად, ფასიანი ქაღალდის ინვესტორს

<sup>33</sup> <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=596>

დაუბრკოლებლად შეუძლია შეიძინოს და შეინახოს ყველა ტიპის ფასიანი ქაღალდი, როგორც პირველად ასევე მეორად ბაზარზე, GSSS სისტემაში გახსნილი ფასიანი ქაღალდების ერთი ანგარიშის გამოყენებით.

### **საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული ოპერაციების ავტომატიზაცია**

GSSS სისტემის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი ფუნქცია არის საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული ოპერაციების ავტომატიზაცია. სისტემის მეშვეობით ბანკები მათთვის მოსახერხებელი ფორმით აგირავენ თავიანთ პორტფელში არსებულ ფასიან ქაღალდებს ეროვნული ბანკიდან სესხის აღების მიზნით. „ბლუმბერგის“<sup>34</sup> სავაჭრო სისტემასთან ინტეგრაცია საშუალებას აძლევს ეროვნულ ბანკს სასესხო და ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის ოპერაციები განახორციელოს ავტომატურად, რაც ამცირებს საოპერაციო რისკებს და ზრდის მონეტარული ოპერაციების ეფექტურობას.

### **რა უპირატესობა აქვს GSSS სისტემას**

GSSS სისტემა საფუძველს უქმნის ფასიანი ქაღალდების ერთიან ბაზარს, რაც თავის მხრივ ხელს უწყობს ფინანსური ბაზრის ინტეგრაციას. შედეგად:

- ინვესტორისთვის ბევრად უფრო უსაფრთხო და მარტივია ფასიანი ქაღალდის შეძენა;
- მნიშვნელოვნად მცირდება ფასიანი ქაღალდის გამოშვების, ფლობისა და ანგარიშსწორების ხარჯები;
- კომერციული ბანკისთვის მარტივდება ფინანსური გირაოს მობილიზაცია და მართვა;

ანგარიშსწორება ეროვნული ბანკში გახსნილი საბანკო ანგარიშებით ხორციელდება, რაც ამცირებს ანგარიშსწორების რისკს და ზრდის ფინანსურ სტაბილურობას.

### **სისტემის მართვა**

---

<sup>34</sup> <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=596>

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების (GSSS) სისტემის მესაკუთრე და ოპერატორია საქართველოს ეროვნული ბანკი. სისტემა აგებულია ინტერნეტ ტექნოლოგიებზე. სისტემაში ინფორმაციის უსაფრთხოება უზრუნველყოფილია ციფრული ხელმოწერის საშუალებით.

GSSS სისტემის საოპერაციო საათები არის 9:40 საათიდან 18:40 საათამდე. სისტემა არ მუშაობს შაბათ კვირას და საქართველოს კანონმდებლობით დადგენილ სადღესასწაულო დღეებში.

GSSS სისტემის მონაწილეები არიან საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი, სახელმწიფო ხაზინა, RTGS სისტემის მონაწილე ყველა კომერციული ბანკი და ფასიანი ქაღალდების ბროკერები.

## დასკვნა

საბაზრო ეკონომიკის მქონე განვითარებულ ქვეყნებს, მიუხედავად იმისა, თუ რამდენად არიან ორიენტირებული სოციალურ საკითხებზე, ბევრი საერთო აქვთ, მაგრამ ცალკე აღნიშვნას იმსახურებს კარგად დაცული საკუთრების უფლება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მაღალი დონე. საქართველოში ორივე მიმართულებით პრობლემები გვაქვს.

განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ქვეყნისთვის უმნიშვნელოვანესი მონაპოვარია. ერთი მხრივ, კომპანიებისთვის აფართოებს კაპიტალის ბაზარს, ისინი არ არიან დამოკიდებული მხოლოდ საბანკო კრედიტზე ან პირდაპირ ინვესტიციებზე, შეუძლიათ კომპანიის მცირედი წილის აქციებად გაყიდვით მოიზიდონ დამატებითი კაპიტალი. მეორე მხრივ, მოსახლეობას სტიმული უჩნდება, თანხა დაზოგოს, აქციები და ობლიგაციები 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 ნაციონალური და უცხოური კაპიტალის მოზიდვას 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. საფონდო ბირჟის ინდექსი გამოსახავს ბევრი კომპანიის სააქციო კაპიტალის საერთო ღირებულების დონეს. შესაბამისად, ინდექსის შემცირება კომპანიების კაპიტალის შემცირებას ნიშნავს.

საქართველოს საფონდო ბირჟა გარიგებების მოცულობა ზრდის ტემპს 2008 წლამდე ინარჩუნებდა, 2008 წლიდან კი შემცირება დაიწყო, რაც გამონწვეული იყო მსოფლიო ფინანსური კრიზისითა და ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობის შეცვლით. კერძოდ, დაშვებულ იქნა ბირჟის გარეთ ვაჭრობა, რის შედეგადაც გარიგებების უმრავლესობა ბირჟიდან გავიდა. ბირჟიდან გასვლის მთავარი მიზეზი ნაკლები ტრანზაქციული ხარჯებია.

საინტერესოა, რა აფერხებს საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას, როდესაც პრეტენზია გვაქვს, რომ დასავლური სტილის საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყანას ვაშენებთ. პირველ რიგში, საფონდო ბაზრის განუვითარებლობა კომპანიათა აქციებისა და კორპორაციული ობლიგაციების სიმცირითაა განპირობებული. ამ პრობლემის გამომწვევი მიზეზებია როგორც ემიტენტების ოსააქციო საზოგადოებების სიმცირე, ისე დანაზოგების მფლობელთა

მხრიდან აღნიშნული ტიპის ფასიანი ქაღალდების არამიმზიდველობა. დანაზოგის მფლობელს ურჩევნია, ფული ბანკში შეინახოს დეპოზიტის სახით, ან სხვა აქტივში ჩალოს, მაგალითად – უძრავ ქონებაში.

კომპანიებს აქციების გაყიდვით ფინანსების მოზიდვას ურჩევნიათ ბანკიდან აილონ სესხი. ამის მიზეზი შემდეგი გარემოებებია: 1. საფონდო ბაზარზე შესვლა მოითხოვს გამჭვირვალობის მაღალ სტანდარტებთან მისადაგებას, რაც, ხშირ შემთხვევაში, კომპანიების მხრიდან როგორც ფინანსურ, ისე დროის დანახარჯებს უკავშირდება. ასევე საჭიროა, ანგარიშები საფონდო ბირჟის მიერ მოთხოვნილი სტანდარტების შესაბამისად იყოს წარმოდგენილი; 2. ხშირად გარიგების ღირებულება საფონდო ბაზარზე მაღალია, რაც მას საბანკო კრედიტთან შედარებით ნაკლებად მიმზიდველს ხდის; 3. კომპანიების არასაკმარისი გათვითცნობიერება საფონდო ბირჟის საქმიანობის მიმართ.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების განვითარების შემაფერხებლად მიჩნეულია ამ მიმართულებით არსებული დღევანდელი კანონმდებლობაც. ამას ადასტურებს ევროკავშირის მოთხოვნებიც. ასოცირების ხელშეკრულების ფარგლებში საქართველომ აიღო ვალდებულება, მაქსიმუმ 7 წლის ვადაში ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის მარეგულირებელი კანონმდებლობა ევროკავშირის დირექტივებს მიუსადაგოს. დირექტივების ძირითადი მოთხოვნები გარიგებებისა და ფასის გამჭვირვალობის ზრდას, ემიტენტების ფინანსურ ანგარიშგებასა და ინფორმაციის ღიაობას, ინვესტორთა თანაბარ პირობებში ჩაყენებას გულისხმობს. ბუნებრივია, საფონდო ბირჟის ერთ-ორ წელიწადში მნიშვნელოვნად ზრდა შეუძლებელია, მაგრამ საქართველოს აქვს პოტენციალი, თანდათანობით შესამჩნევად განავითაროს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა. ერთი მოცემულობაა ის, რომ ჯერ კიდევ ბოლომდე ვერ დავაღწიეთ თავი ბიზნესის “საბჭოთაკავშირისეულ” გავებას და დრო დასჭირდება როგორც კომპანიების, ისე პოტენციური აქციონერების დამოკიდებულების შეცვლას ფასიანი ქაღალდების მიმართ. მნიშვნელოვანია ქვეყნის ეკონომიკის სიდიდე და განვითარების დონეც, თუმცა საქართველოზე ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებსაც

აქვს სააქციო ბაზრის კაპიტალიზაციის უკეთესი მაჩვენებლები 9მაგალითად, მონლოლეთს, ნიგერიას, კენიას, უგანდას0.

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის მთავრობას შეუძლია ხელი შეუწყოს თვითრეგულირებადი, პირდაპირ ვაჭრობაზე დამყარებული სავაჭრო ინსტიტუტის ჩამოყალიბებას. აღნიშნული ინსტიტუტის მიზანია ემიტენტების ფინანსური გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა, გარიგებათა ხარჯებისა და ანგარიშსწორებათა რისკების მინიმიზაცია, სპეკულაციური გარიგებების აღმოფხვრა და ბაზრებზე შეთანხმებული თამაშის წესების დაცვა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის საჭიროა გამჭვირვალობის მაღალი მოთხოვნები. მნიშვნელოვანია, რომ აღნიშნული მოთხოვნების დაკმაყოფილება კომპანიებისათვის არ იყოს დიდ დანახარჯებთან დაკავშირებული. ამ მხრივ, საჭიროა სახელმწიფოს მიერ ადგილობრივი აუდიტორული და სარეიტინგო კომპანიების განვითარების ხელშეწყობა.

აღსანიშნავია ისიც, რომ ჩვენი რეგიონი არ გამოირჩევა მაღალგანვითარებული საფონდო ბირჟებით, რაც დამატებით შანსს უჩენს საქართველოს, წარმატების შემთხვევაში, ადგილობრივი ბირჟა რეგიონულ დონეზე გაფართოვდეს და საქართველო ერთგვარ რეგიონულ ფინანსურ ცენტრად იქცეს.

## გამოყენებული ლიტერატურის სია:

1. ი.კოვზანაძე, გ.კონტრიძე - „თანამედროვე საბანკო საქმე“, თბ.2014წ.
2. ნ.შონია, თ.გუგუშაშვილი, გ.ღავთაძე - „ფასიანი ქაღალდების ბაზარი“, ქუთაისი 2004წ.
3. ლ.ბახტაძე - „ფინანსური ბაზარი“, თბ.2004წ.
4. მ.ლორთქიფანიძე - „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა“, თბ.2005წ.
5. რ.კაკულია, ლ.ბახტაძე, დ.კანდელაკიშვილი - „საბანკო საქმე“, თბ.2000წ.
6. დ.ასლანიშვილი - „სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები:გამონვევები დაპერსპექტივები“, თბ.2015წ.
7. [www.matsne.gov.ge](http://www.matsne.gov.ge) (საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე)
8. [www.nbg.gov.ge](http://www.nbg.gov.ge) (საქართველოს ეროვნული ბანკი)
9. [www.nplg.gov.ge](http://www.nplg.gov.ge) (საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა)
10. [www.forbes.ge](http://www.forbes.ge)
11. [www.Mof.ge](http://www.Mof.ge) (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო)