

კაპიტალის ბაზრის განვითარების პერსპექტივები საქართველოში

ვაჟა ზეიკიძე

უფროსი მეცნიერი თანამშრომელი,
ეკონომიკის აკად. დოქტორი

რუსუდან ფირცხალავა

უფროსი მეცნიერი თანამშრომელი,
ეკონომიკის აკად. დოქტორი

სტუ-ს ი. ჟორდანიას სახელობის საწარმოო ძალების და ბუნებრივი
რესურსების შემსწავლელი ცენტრი

რეზიუმე

სტატიაში განხილულია კაპიტალის ბაზრის განვითარების ტენდენციები საქართველოში. ასევე გაირკვა, რომ საქართველოსთვის მთავარი პრობლემა კაპიტალის ბაზრის მცირე მოცულობა და დაბალი ლიკვიდურობაა. ამის გამო ეკონომიკაში მსესხებლებსა და შემნახველებს შორის კაპიტალის განაწილება არაეფექტური და შეზღუდულია. ფასიანი ქაღალდების ემისიების მცირე მოცულობა აფერხებს ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებას და იწვევს მის დამოკიდებულებას იმპორტზე.

საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების დაბალი დონე უარყოფითად აისახება სახელმწიფოს მდგრად დაფინანსებაზე. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ადგილობრივი ბაზრის მცირე წილი აიძულებს სახელმწიფოს დაეყრდნოს უცხოურ ფინანსურ ბაზრებს თავისი მოთხოვნილებების დასაკმაყოფილებლად და ჩვენ ვაწყდებით არასასურველ სავალუტო რისკებს.

ქვეყანაში განვითარებული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებისთვის ძალიან მნიშვნელოვანია ჯანსაღი საზედამხედველო პოლიტიკის გატარება. ამასთან დაკავშირებით, საქართველოს ეროვნული ბანკი, რომელიც კურირებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, 2020 წელს გახდა ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) წევრი. ამასთან, 2022 წლის ბოლოს მთავრობამ დაამტკიცა ქართული კაპიტალის სტრატეგია. ბაზრის განვითარება 2023-2028 წლებში, რომლის მიხედვითაც 2028 წლისთვის საქართველო უნდა გახდეს მონიწივე კაპიტალის ბაზარი რეგიონში და ის უნდა გახდეს ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების არსებითი საფუძველი. ზრდა. სტრატეგიაში ასახული სამოქმედო გეგმის განხორციელებაზე პასუხისმგებელი სახელმწიფო უწყებები არიან: საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, ფინანსთა სამინისტრო და ეროვნული ბანკი.

საკვანძო სიტყვები: კაპიტალის ბაზარი, ემიტენტები, აქციები, ობლიგაციები.

PROSPECTS OF CAPITAL MARKET DEVELOPMENT IN GEORGIA

Vazha Zeikidze

senior researcher, academic doctor of economics,

Rusudan Pirtskhalava

senior researcher, academic doctor of economics

Georgian Technical University I. Jordania The Center

Studying Productive Forces and Natural Resources

of Georgia

RESUME

The article discusses the development trends of the capital market in Georgia. It was also revealed that the main problem for Georgia is the small volume of the capital market and low liquidity. Because of this, the allocation of capital between borrowers and savers in the economy is inefficient and constrained. Small volume of the issuance of securities hampers the country's economy development and causes its dependence on imports.

The low level of development of the capital market in Georgia has a negative impact on the sustainable financing of the state. The small share of the local market of state securities forces the state to rely on foreign financial markets to meet its needs, and we face undesirable currency risks.

For the functioning of the developed capital market in the country, it is very important to carry out a sound supervisory policy. In this regard, the National Bank of Georgia, which oversees the securities market, became a member of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) in 2020. Along with this, at the end of 2022, the government approved the strategy of Georgian capital market development for 2023-2028, according to which by 2028, Georgia should become an advanced capital market in the region and it should become the essential basis for the country's economic growth. The government agencies responsible for the

implementation of the action plan outlined in the strategy are: the Ministry of Economy and Sustainable Development of Georgia, the Ministry of Finance and the National Bank.

Keywords: Capital Market, Issuers, Stocks, Bonds.

ძირითადი ტექსტი

კაპიტალის ბაზარი ქვეყანაში გადამწყვეტ როლს თამაშობს სახსრების მოზიდვისათვის. მისი დახმარებით ხორციელდება კომპანიებისა და ფიზიკური პირების ქარბი ფულადი რესურსების მოზილზება. კაპიტალის ბაზრის მიზანი ფასიანი ქაღაღდების უსაფრთხოდ გაცვლის უზრუნველყოფაა. კაპიტალის ბაზრებზე წარმოდგენილია პირველადი და მეორადი ბაზრები, რომელთაგან ყველაზე გავრცელებულია საფონდო და ობლიგაციების ბაზარი.

საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის მიზნით ევროკავშირის მიერ DIGITAL REM4M პროგრამის ფარგლებში ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის (EBRD) მიერ დაფინანსებული იქნა პროექტი „კაპიტალის ბაზრის მხარდაჭერის პროგრამა“, ამ პროგრამის ფარგლებში 7 კომპანიას გადაეცა გრანტი ფასიანი ქაღაღდების გამოშვების ხარჯების თანადაფინანსებისათვის. EBRD-ის პროგრამა აქტიურად აფინანსებს საგანმანათლებლო პროექტებს, რომელიც მიმართულია კაპიტალის ბაზრის შესახებ საზოგადოებაში ცნობიერების დონის ასამაღლებლად, რადგან სამწუხაროდ საქართველოში ამ კუთხით მოსახლეობის ცნობიერება ჯერ კიდევ დაბალია.

საქართველოს კაპიტალის ბაზრის მოცულობამ 2023 წელს 2,1 მილიარდი ლარი შეადგინა. მიუხედავად კაპიტალის ბაზრის ასეთი დაჩქარებული ზრდისა ქვეყნის სავალო კაპიტალის ბაზარი კვლავ მცირე ზომითაა წარმოდგენილი და კორპორაციული სავალო კაპიტალის ბაზრის მხოლოდ 8% შეადგენს.

კაპიტალის ბაზრის მოცულობის ზრდის მიუხედავად საქართველოსთვის ძირითად პრობლემას წარმოადგენს კაპიტალის ბაზრის პატარა მოცულობა და დაბალი ლიკვიდურობა. შესაბამისად ეკონომიკაში მსესხებლებსა და დამზოგველებს შორის კაპიტალის ალოკაცია არაეფექტური და შებოჭილია. ქვეყნის ეკონომიკის ამჟამად არსებული ზომა და იმპორტზე დამოკიდებულება ასევე ზღუდავს ფასიანი ქაღაღდების ემისიებს. საექსპორტო პოტენციალის ზრდის პირობებში ქვეყანაში უფრო მეტი მსხვილი კომპანია იარსებებდა, რაც გაზრდიდა ფასიანი ქაღაღდების პოტენციურ ემიტენტებს და საბოლოო ჯამში უზრუნველყოფდა

ბაზრისათვის აქციებისა და ობლიგაციების მიწოდებას. აქვე უნდა ვღნიშნოთ რომ დღეისათვის სახეზე გვაქვს ადგილობრივი კაპიტალის ბაზარზე სახელმწიფო სანარმოების ჩართულობის ნაკლებობა, რაც მნიშვნელოვნად აფერხებს ობლიგაციებისა და აქციების ემისიას. ქვეყანაში ადგილობრივი კაპიტალის ბაზარზე დაბალია უცხოური ინვესტორების მონაწილეობა, რაც ზღუდავს კაპიტალის ბაზრის განვითარებას.

საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების დაბალი დონე უარყოფით გავლენას ახდენს სახელმწიფოს მდგრად დაფინანსებაზე. სახელმწიფო ფასიანი ქაღაღდების ადგილობრივი ბაზრის მცირე წილი აიძულებს სახელმწიფოს საკუთარი მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად დაეყრდნოს უცხოურ ფინანსურ ბაზრებს. ყოველივე ეს ინვესტარასასურველ სავალუტო რისკებს.

საქართველოს მთავრობა ქვეყანაში მთელ რიგ ცვლილებებს ახორციელებს კაპიტალის ბაზრის დაჩქარებული ტემპებით განვითარებისათვის. ამ კუთხით მეტად საყურადღებოა 2020 წელს ძალაში შესული ორი საკანონმდებლო აქტი, რომლებიც საერთაშორისო სტანდარტების მოთხოვნებს პასუხობს. პირველი კანონი „ფასიანი ქაღაღდების ბაზრის შესახებ“, რომლითაც ახლებურად დარეგულირდა ფასიანი ქაღაღდების ემიტენტების გამჭვირვალობის, ინსაიდერული ვაჭრობისა და ბაზრის მანიპულაციებთან დაკავშირებული საკითხები. მეორეს განეკუთვნება კანონი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“, რომლითაც დარეგულირდა საინვესტიციო ფონდების აქტივების მმართველი კომპანიების დაფუძნებისა და საქმიანობის განვითარების საკითხები.

საქართველოს კაპიტალის ბაზარზე ფასიანი ქაღაღდების ფლობის, მიმოქცევისა და ანგარიშსწორების რეგულირებასთან ერთად მეტად აქტუალური გახდა ინვესტორთა ინტერესების დაცვის და კაპიტალის ბაზარზე ტრანზაქციების განხორციელების სანდოობის ამაღლება. ამ მიზნით საქართველოს ეროვნული ბანკის, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ექსპერტების ჩართულობით მომზადდა კანონპროექტი - „დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღაღდების ფლობის შესახებ“, რომელიც საქართველოს პარლამენტის მიერ მიღებული იქნა 2023 წლის 7 დეკემბერს. კანონი სრული ცვლილებებით ქვეყანაში 2024 წლის 1 მარტიდან ამოქმედდა.

წარმოდგენილი კანონი ეფუძნება ფასიანი ქაღაღდების შესახებ ქვეყნის საერთაშორისო კონვენციას და ევროკავშირის რეგულაციას ფასიანი ქაღაღდებით ანგარიშსწორების გაუმჯობესებისა და ცენტრალური დეპოზიტარის შესახებ დებულებას.

ევროპაში მსგავსი საკანონმდებლო რეჟიმით რეგულირდება ისეთი საერთაშორისო დეპოზიტარების საქმიანობა, როგორიცაა ევროკლერი (Euroclear) და კლერსტრიმი (Clearstream). აღნიშნულ დეპოზიტარებში ხორციელდება ევროობლიგაციების გამოშვება და მათ ნდობას უცხადებენ ემიტენტები და ინვესტორები მთელი მსოფლიოდან.

საქართველოს კანონის „დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის შესახებ“ თანახმად ეროვნულ ბანკში უკვე დაინერგა თანამედროვე ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების სისტემა. ამ სისტემაში ჩართულია ორი დამოუკიდებელი ცენტრალური დეპოზიტარი: ეროვნული ბანკი და სს „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი“. ისინი საქართველოში გამოშვებულ ყველა ფასიან ქაღალდებს ემსახურებიან, მათ შორის სახელმწიფო და კორპორაციულ ემისიებს, ობლიგაციებს და აქციებს.

2022 წლის ბოლოს მთავრობამ დამტკიცა საქართველოს 2023-2028 წლების კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, რომლის თანახმადაც 2028 წლისთვის საქართველო უნდა ჩამოყალიბდეს რეგიონში მონივრულ კაპიტალის ბაზრად რაც ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის არსებითი საფუძველია. კაპიტალის ბაზრის მოქმედი სტრატეგია შესაბამისობაშია ევროკავშირთან ასოცირების შეთანხმებით გათვალისწინებულ სამართლებრივ აქტებთან, რომელთაგანაც ჰარმონიზაცია სავალდებულოა საქართველოს მხარისათვის. სტრატეგია შესაბამისობაშია საინვესტიციო ფონდებთან, კერძო საპენსიო სქემებთან და ფასიანი ქაღალდების სხვა მარეგულირებელ დირექტივებთან. საქართველოში დღეისათვის მოქმედი კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი ჩარჩო ასევე სრულ შესაბამისობაშია საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების რეკომენდაციებთან. კერძოდ, სტრატეგიაში გათვალისწინებულია კაპიტალის ბაზრის დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის ჩარჩოს მოქმედებით ინფრასტრუქტურის სამართლებრივი ბაზის შესაბამისობა ევროკავშირის ცენტრალური დეპოზიტარის რეგულაციის ნორმებთან.

ქვეყანაში განვითარებული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებისათვის მეტად მნიშვნელოვანია გამართული საზედამხედველო პოლიტიკის გატარება. ამ კუთხით საქართველოს ეროვნული ბანკი, რომელიც ზედამხედველობს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, 2020 წლიდან გახდა ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) წევრი.

კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდის ერთ-ერთი მთავარი პირობა სახელმწიფო და არასახელმწიფო

ობლიგაციების ბაზრის განვითარებაა. ეს ხელს შეუწყობს ქვეყანაში ლარში დენომინირებულ სახელმწიფო ობლიგაციების პირველადი ბაზარის მოცულობის ზრდას და შესაბამისად მეტად ლიკვიდურ მეორად ბაზარს, რაც სახელმწიფოს შეუქმნის საშინაო დაფინანსების სტაბილურ წყაროს. არასახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარება ქვეყანაში კომპანიებს დაფინანსების დამატებით წყაროს შეუქმნის. არასახელმწიფო ობლიგაციების გამოშვება ასევე მოიცავს გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი ამოცანების გადაჭრას. ასეთი სახის ობლიგაციების გამოშვები ემიტენტები ვალდებულებას იღებენ, რომ მოზიდულ სახსრებს გამოიყენებენ გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი პრობლემების გადასაჭრელად.

ქვეყნის კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის ასევე მნიშვნელოვანია ინვესტორთა ბაზრის ფორმირება, რაც გაზრდის კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა ჩართულობას, რომელიც მოიცავს ისეთ მსხვილ ინვესტორებს, როგორიცაა: საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები და ვენჩურული კაპიტალის ფონდები. შედეგად მივიღებთ ქვეყნის ეკონომიკაში დაგროვილი ფინანსური რესურსების მობილიზებას.

სტრატეგიით განერილი სამოქმედო გეგმის შესრულებაზე პასუხისმგებელ სამთავრობო უწყებებს წარმოადგენს: ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, ფინანსთა სამინისტრო და ეროვნული ბანკი. სტრატეგიის სამოქმედო გეგმის მონიტორინგის განახორციელება დავალდებული აქვს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს კაპიტალის ბაზრის განვითარებისა და საპენსიო რეფორმის დეპარტამენტი.

დასკვნა

კაპიტალის ბაზრის განვითარების ანალიზის საფუძველზე საქართველოსთვის არსებითად მნიშვნელოვანია საერთაშორისო ინსტიტუტების გამოცდილების გათვალისწინება, რათა საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა გაზარდოს საერთაშორისო ინვესტორთა ნდობა და დაინტერესება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ. საქართველოს ხელისუფლება თანდათან ხვენავს ფასიანი ქაღალდების საზედამხედველო ჩარჩოს, მაგრამ იმისათვის, რომ ფინანსურმა ბაზარმა რეალურად შეასრულოს თავისი ფუნქცია, საჭიროა ბაზრის ინფრასტრუქტურის დახვეწა, მაღალი ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა.

მნიშვნელოვანია დაჩქარდეს მოსახლეობის ცნობიერების ამაღლება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ, რათა მათ მიეცეთ საშუალება თვითონ გადანყვიტონ თუ რომელ ინსტიტუტებთან გაა-

გრძელონ ურთიერთობა. მთლიანობაში ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კაპიტალიზაციის დონის ამაღლება დააჩქარებს როგორც ადგილობრივ, ისე უცხოელი ინვესტორების დაინტერესებასა და საქართველოში კაპიტალის მოზიდვის დაჩქარების პროცესს.

საქართველოში პერსპექტივაში მიზანშეწონილად გვესახება არასაბანკო ფინანსური ბაზრების ზედამხედველობის ორგანოს ჩამოყალიბება, რომელიც უზრუნველყოფს ფინანსური ბაზრის რეგულირების ერთიანი კოორდინირებული მიდგომის დანერგვას.

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. გოგოხია მ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საინვესტიციო ანალიზის საკითხისათვის „ეკონომიკა და ბიზნესი“, ტ. 13, #3, 2021.
2. საქართველოს 2023-2028 წლების კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, თბ. 2022
3. საქართველოს საფონდო ბირჟა. <https://gse.ge>
4. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, საქართველოს საპარლამენტო მაცნე, 14. 01. 1999
5. www.iosco.org.
6. www.nbg.gov.ge
7. www.bm.ge