

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება საქართველოში

Regulation of the Securities Market in Georgia

ვალერი მგალობლიშვილი - დოქტორანტი
საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი,
valerimgaloblishvili@gmail.com

Valeri Mgaloblishvili – PhD Student
Georgian Technical University
valerimgaloblishvili@gmail.com

რეზიუმე. ფასიანი ქაღალდის უამრავი სახესხვაობაა ცნობილი. მათ ერთი უმნიშვნელოვანესი თვისება გააჩნიათ - ყოველი მათგანის უკან დგას რეალური ღირებულების მატარებელი ეკონომიკური რესურსი. ამის გაკონტროლება ხდება ბირჟაზე ლისტინგის მეშვეობით, რომელიც ახდენს ფასიანი ქაღალდის შემოწმებას, ნამდვილობას და მატერიალურ უზრუნველყოფას, რაც მნიშვნელოვანია საზოგადოების ნდობის მოსაპოვებლად და სწორი ინვესტირების განსახორციელებლად.

ნაშრომში განხილულია როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, მისი მონაწილეები და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება, ასევე საინვესტიციო საქმიანობასთან დაკავშირებული სხვადასხვა სახის რისკები. როგორც ვიცით, საინვესტიციო საქმიანობა უკავშირდება რისკებს, რაც გულისხმობს სხვადასხვა დანაკარგების მიღებას. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი საკითხია ბაზრის განვითარების პერსპექტივების ჩამოყალიბების პროცესში.

ზემოთ აღნიშნულ საკითხებთან ერთად, კვლევა ორიენტირებულია განხილულ იქნეს საქართველოში არსებული სიტუაცია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებასთან დაკავშირებით. ასევე, წარმოჩინდეს ის რეალური პრობლემები, რის წინაშეც დგანან საქართველოს კომერციული ბანკები ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის პროცესში და ჩამოყალიბდეს საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების შესაძლო პერსპექტივები.

არსებული მდგომარეობის, აღნიშნული პრობლემებისა და პერსპექტივების უკეთ გაანალიზების მიზნით ნაშრომზე მუშაობისას განხილულ იქნა ეროვნული ბანკის მიერ გამოცემული ყოველთვიური და ყოველწლიური ანგარიშები, ასევე სტატისტიკური მონაცემები.

საკვანძო სიტყვები: ფასიანი ქაღალდების ბაზარი; საინვესტიციო პორტფელი; საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი; საფინანსო ბროკერი; კაპიტალის ბაზარი.

Resume. There are many different types of securities known and they have one of the most important qualities – behind each security paper is economic resource carrying fair value. This process is controlled by exchange market. Thanks to this, securities market can gain more confidence for public and it helps investors to make the right investment.

Our research includes information about securities market, its participants and regulation of securities market, as well as various risks associated with investment activities. As we know, investment activities are related to risks, which means taking different losses.

The research is focused on the condition of securities market in Georgia. It will also demonstrate the real problems of trading process and establish prospects for developing securities market in Georgia. For better analyzing of the problems and their solutions we studied statistical data of national bank of Georgia, especially, the dynamics of securities and Certificates of Deposit, financial ratios for the Commercial Banking and other statistical data.

Key Words: Securities market; Investment portfolio; Georgian central securities depository; Financial broker; Capital market.

შესავალი. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მუდმივად განვითარების პროცესშია, რაც შესაბამისად მის შემოსავლიანობას განუხრელად ზრდის. ფინანსურ ბაზარზე თანდათან გამოჩნდნენ ახალი ინსტიტუტები და ინსტრუმენტები, რაც, ბუნებრივია, ფასიანი ქაღალდების ბაზრისადმი ინტერესს კიდევ უფრო ამძაფრებს.

ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განვითარების მხრივ საქართველო ჯერ საწყის ეტაპზეა და, შესაბამისად, დიდ მხარდაჭერას საჭიროებს როგორც სახელმწიფოს, ასევე საფონდო ბაზრის მონაწილეების მხრიდან, რათა დროთა განმავლობაში შევძლოთ მსოფლიოს მოწინავე ქვეყნებთან შესაბამისი პარტნიორობა და კონკურენციის გაწევა. *ინვესტორები* არიან ფიზიკური და იურიდიული პირები, რომელთაც აქვთ დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები და სურთ მოახდინონ მათი ინვესტირება დამატებითი შემოსავლების მისაღებად. ინვესტორები იძენენ ფასიან ქაღალდებს საკუთრი სახელით და სახსრებით.

დღეისათვის საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის შექმნილია ძირითადი სამართლებრივი საფუძველი.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში რეგულირდება შემდეგი ნორმატიული აქტებით: საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, ორგანული კანონი „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“, კანონი „ჩეკის შესახებ“, კანონი „თამასუქის შესახებ“, „საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი“ და სხვა. ქართული კანონმდებლობით, ფასიანი ქაღალდების მონაწილეები არიან ინვესტორები, ემიტენტები, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეები და აუდიტორები. რეგულირებადი მონაწილეები, ანუ სპეციალური ლიცენზიის მქონე მონაწილეები არიან საფონდო ბირჟა, ცენტრალური დეპოზიტარი, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი, ანგარიშვალდებული საწარმო, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შუამავალი.

ძირითადი ტექსტი. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს ფინანსური ინსტიტუტების, იურიდიული და ფიზიკური პირების ურთიერთქმედების სისტემას, რომელიც აუცილებლად საჭიროებს რეგულირებას. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების ოთხი ძირითადი ფორმაა ცნობილი, ესენია: სახელმწიფო რეგულირება რომელიც ეფუძნება კანონმდებლობას და საგადასახადო დაბეგვრის ნორმებს; საბირჟო რეგულირება - რეგულირება საერთო და სპეციალიზებული საფონდო ბირჟების მუშაობის საერთო წესების შესაბამისად; თვითრეგულირება - ხორციელდება საფონდო ბაზარზე პროფესიონალთა სხვადასხვა ასოციაციების საქმიანობის მეშვეობით; საზოგადოებრივი რეგულირება ანუ რეგულირება საზოგადოებრივი აზრიდან გამომდინარე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებისას უპირველესი მნიშვნელობა ენიჭება მომხმარებლების ფინანსურ უსაფრთხოებასა და პროცედურების სტანდარტიზაციას. ეს ფაქტორი დიდ გავლენას ახდენს ინვესტორების მოზიდვაზე და, შესაბამისად,

განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობის ზრდაზე. უსაფრთხოების სტანდარტიზაციის პროცესი გულისხმობს ინვესტორებისა და ინვესტიციების უსაფრთხოებას, ვაჭრობის უწყვეტ და ეფექტურ მუშაობას, კონკურენციის მხარდაჭერას, არაკეთილსინდისიერი პრაქტიკის აღკვეთას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ერთიანის ტანდარტების ჩამოყალიბებისა და ანალიზის მიზნით შეიქმნა ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო ორგანიზაცია (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*) და სვოპებისა და დერივატივების საერთაშორისო ორგანიზაცია (*ISDA*). ამასთან ერთად, მსოფლიოს წამყვან ქვეყნებში არსებობს სპეციალური ორგანიზაციები, რომლებიც პასუხისმგებელი არიან საკუთარი ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებასა და ფუნქციონირებაზე. მაგალითად, დიდიბრიტანეთში ასეთ ორგანიზაციას ეწოდება Financial Services Authority - FSA, ხოლო ამერიკისშეერთებულშტატებში - The United States Securities and Exchange Commission - SEC.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების სისტემა მოიცავს:

- მარეგულირებელ ორგანოებს - სახელმწიფო ორგანოები და თვითრეგულირებადი ორგანიზაციები - ნებაყოფლობით გაერთიანებული ფასიანი ქაღალდების პროფესიონალი მონაწილეები;
- რეგულირების ფუნქციებსა და პროცედურებს (სალიცენზიო, საზედამხედველო, სარეგისტრაციო, საკანონმდებლო);
- ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოქმედ საკანონმდებლო ნორმებს;
- საფონდო ბაზრის ეთიკურ ნორმებს.

საერთაშორისო პრაქტიკაში არსებობს რეგულირების შემდეგი მოდელები: 1. ძირითადი მარეგულირებელი როლი ეკუთვნის სახელმწიფოს (მაგალითად, საფრანგეთი); 2. სახელმწიფო რეგულირებისა და თვითრეგულირებადი ორგანოების ერთობლივი საქმიანობა (მაგალითად, დიდი ბრიტანეთი).

სახელმწიფო რეგულირების ძირითადი მიზანია ქვეყნის ფინანსური უსაფრთხოების მხარდაჭერა, რომლის დროსაც გამოიყოფა შემდეგი ფუნქციები:

➤ **იდეოლოგიური** - ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კონცეფციის შემუშავება;

➤ **საკანონმდებლო** - ბაზარზე მოქმედი წესების მარეგულირებელი კანონების შემუშავება;

➤ **საკონტროლო** - საკანონმდებლო და ეთიკური ნორმების შესრულების კონტროლი, საინვესტიციო ინსტიტუტების ფინანსური მდგომარეობის კონტროლი;

➤ **საინფორმაციო** - ბაზრის მდგომარეობის შესახებ საინფორმაციო სისტემის შექმნა და ინვესტორებისთვის ხელმისაწვდომის უზრუნველყოფა;

➤ **დაცვითი** - გულისხმობს სისტემის შექმნას, რომელიც დაიცავს ინვესტორებს დანაკარგებისგან და შექმნის სქემას, რომელიც ინვესტიციების დაზღვევას ემსახურება.

უნდა აღინიშნოს ის ფაქტი, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ასრულებს როგორც ყველაზე მსხვილი ემიტენტის როლს, ვინაიდან უშვებს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს, ასევე ითავსებს ინვესტორის როლსაც, რადგან ფლობს მსხვილი ინვესტორებისა და ბანკების ფასიან ქაღალდებს.

ცენტრალური ბანკის სახით კი სახელმწიფო ასრულებს დილერის როლს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. სახელმწიფო აღნიშნულ ინსტრუმენტებს იყენებს მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გატარების პროცესში.

მსოფლიო ფინანსური ბაზრის ტენდენციები. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ტენდენციები ძირითადად ჯგუფდება შემდეგი მიმართულებებით:

1. კაპიტალისა და ორგანიზაციების კონცენტრაცია და ცენტრალიზაცია;

2. მსოფლიო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირება-ჩამოყალიბება;

3. კომპიუტერიზაცია;

4. საფონდო ბირჟის კომერციალიზაცია;

5. სადაზღვევო სისტემის განვითარება (სეკიურიტიზაცია);

6. რეგულირებისა და ორგანიზების დონის ამაღლება;

7. ახალი ხედვის ჩამოყალიბება;

8. კაპიტალიზაციის გაზრდა.

კაპიტალისა და ორგანიზაციების კონცენტრაცია და ცენტრალიზაცია არის ტენდენცია, რომელიც გულისხმობს პროფესიონალი საშუაშედი ორგანიზაციების გამსხვილებას მათი რაოდენობის შემცირების ხარჯზე. აღნიშნული ორგანიზაციები სულ უფრო ძლიერები ხდებიან საკუთარი და მოზიდული კაპიტალის საშუალებით; იზრდება მათი ფილიალების ქსელი როგორც ქვეყნის შიგნით, ასევე მის გარეთ; ხდებიან უფრო მრავალფუნქციური და მომსახურების სპექტრი, რასაც ისინი ბაზარზე სთავაზობენ, უფრო ფართო ხდება; მიმდინარეობს შერწყმის პროცესი როგორც ერთმანეთში, ასევე სხვა საფინანსო-საბანკო სტრუქტურებთან.

მსოფლიო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირება და ჩამოყალიბება უკავშირდება ერთი მთლიანი და საერთაშორისო სისტემის ჩამოყალიბების პროცესს. სხვადასხვა ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გაერთიანება მსოფლიო პრაქტიკაში მიდის იმ მიმართულებით, რომ საშუალება მისცეს ნებისმიერ ინვესტორს შეიძინოს ფასიანი ქაღალდები, მიუხედავად მათი ეროვნული წარმომავლობისა. აღნიშნული პროცესით საფონდო ბაზარზე მოხდება გადასვლა საქმიანობის საერთო სტანდარტებზე და საერთო რეგულირების სისტემაზე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წარმოდგენა კომპიუტერული ტექნიკის გარეშე უკვე წარმოდგენილია. იგი უზრუნველყოფს მის ყოველდღიურ და უწყვეტ ფუნქციონირებას. *კომპიუტერიზაცია* არის

ბაზრის განვითარებისა და თანამედროვე ტენდენციების ადაპტირების ძირითადი საფუძველი.

სეკიურიტიზაცია არის ტენდენცია, რომელიც გულისხმობს უფრო მეტი კაპიტალის მოზიდვას, მიუხედავად მათი ფორმისა. ძირითადად ეს ეხება კაპიტალს, რომელიც სხვადასხვა მიზეზის გამო მოცემულ მომენტში ნაკლებ აქტიურ ფორმაშია, მაგალითად უძრავი ქონება. სხვადასხვა სახეობის ობლიგაციების გამოშვება ზემოაღნიშნული ქონების უზრუნველყოფის საფუძველზე აჩქარებს კაპიტალბრუნვას, ხელს უწყობს დამატებითი შემოსავლის მიღებას, აფართოვებს ბაზარს და მის შესაძლებლობებს. *რეგულირებისა და კონტროლის* გამძაფრება კი, პირველ რიგში, სახელმწიფოს მხრიდან ამაღლებს ნდობის ხარისხს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის *რეგულირების კუთხით* საქართველოს ეროვნული ბანკის ძირითადი ფუნქციებია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა და ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინვესტორთა ინტერესების დაცვა, ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობის ღიაობის უზრუნველყოფა, ვაჭრობის სამართლიანი წესებისა და თავისუფალი კონკურენციის დამკვიდრება. ამ კუთხით, ეროვნული ბანკი აქტიურად მონაწილეობს ემიტენტების მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და მომოქცევისას წარმოშობილ სხვადასხვა ურთიერთობებში. აღნიშნული ურთიერთობები მოიცავს: ემისიის პროსპექტის დამტკიცებას, ბაზრის მონაწილეების ლიცენზირებას (ან ლიცენზიის გაუქმებას), ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის სფეროში სხვადასხვა ტიპის დარღვევების გამოვლენასა და მათი აღკვეთისათვის სათანადო ზომების გატარებას. საჭირო ინფორმაციის მოსაგროვებლად ეროვნული ბანკი ქმნის შესაბამის ბაზას ანგარიშვალდებული საწარმოების, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეებისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების შესახებ. სებ-ი აგრეთვე უფლებამოსილია, საკუთარი კომპეტენციის ფარგლებში ითანამშრომლოს უცხო ქვეყნის

შესაბამის ორგანიზაციებთან, მოახდინოს არსებული ბაზრის მარეგულირებელი კანონმდებლობის სრულყოფა და ამ პროცესში გაიზიაროს, როგორც ბაზრის მონაწილეების ინტერესები, ასევე დანერგოს საერთაშორისოდ აღიარებული პრინციპები და ნორმები.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების განხილვისას აუცილებელი აღვნიშნოთ საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“. ამ კანონის მიზანია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, ინვესტორთა ინტერესების დაცვა, ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობის ღიაობის უზრუნველყოფა, ვაჭრობის პროცესში სამართლიანი წესებისა და თავისუფალი კონკურენციის დამკვიდრება. მასში მითითებულია, რომ საფონდო ბირჟებსა და ცენტრალური დეპოზიტარების საქმიანობა ეფუძნება თვითრეგულირების პრინციპს, რომლის მიხედვითაც, ისინი თვითონ არეგულირებენ თავიანთ საქმიანობას საქართველოს კანონმდებლობის შესაბამისად.

ახალი ხედვის ჩამოყალიბება მოიცავს შემდეგ მიმართულებებს:

- ახალი ინსტრუმენტების შექმნა;
- ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის ახალი სისტემის ჩამოყალიბება;

- ფასიანი ქაღალდები ბაზრის ინფრასტრუქტურის სრულყოფა.

აღნიშნული ტენდენციის საფუძველში, ერთი მხრივ, საბაზრო პროცესების კომპიუტერიზაცია დევს, როგორც ძირითადი საფუძველი ახალი ინსტრუმენტებისა და მექანიზმების შექმნისათვის, მეორე მხრივ კი ხდება არასტაბილურობის გამძაფრება, რაც მოითხოვს საბაზრო რისკების შემცირებისთვის სხვადასხვა ინსტრუმენტების შემუშავებას.

დასკვნები

- საქართველოში ფასიანი ქაღალდები ბაზრის წინსვლისა და განვითარებისთვის მრავალი ფაქტორის ამოქმედება იქნება საჭირო. პირველ რიგში, აუცილებელია ინვესტორების დაინტერესება საფონდო ბირჟის განვითარების საკითხით, რადგან საინვესტიციო

კაპიტალის მოზიდვის ერთ-ერთი საუკეთესო საშუალება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებაა;

➤ კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის ერთ-ერთ ძირითად იდეას წარმოადგენს საქართველოს რეგიონულ ფინანსურ ცენტრად ჩამოყალიბება. უნდა მოხდეს ინვესტირებისათვის სამართლიანი, გამართული საკანონმდებლო ბაზის შეთავაზება. ასევე აუცილებელია ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემო, ინოვაციური და კონკურენტუნარიანი სერვისის შეთავაზება;

➤ საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არსებული პრაქტიკა და ინფრასტრუქტურა იძლევა ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის შემდგომი გააქტიურების კარგ საფუძველს, რასაც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ლიკვიდობის ზრდა უნდა მოჰყვეს.

➤ საქართველოს საფონდო ბირჟა ვერ ასრულებს ფინანსური ბაზრისთვის ლიკვიდობის მიწოდების მნიშვნელოვანი წყაროს ფუნქციას. ეს იმ ფონზე, როდესაც განვითარებული ქვეყნების უმრავლესობაში კაპიტალის ბაზარი არის უმნიშვნელოვანესი დამაკავშირებელი დამზოგველებსა და მხარჯველებს შორის, წარმოადგენს დანაზოგების მობილიზების და მათი მომგებიან საინვესტიციო პროექტებში დაბანდების მთავარ წყაროს, რაც თავის მხრივ ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების ხელშემწყობი ფაქტორია;

გამოყენებული ლიტერატურა

1. ასათიანი ვ., ცაავა გ. კომერციული ბანკის საქმიანობის ფინანსური ანალიზი (თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა). თბილისი: გამომცემლობა „დანი“. 2014, 500 გვ.
2. კოვზანაძე ი., კონტრიძე გ. თანამედროვე საბანკო საქმე: თეორია და პრაქტიკა. სახელმძღვანელო. თბილისი: გამომცემლობა შპს „სეზანი“. 2014, 548 გვ.
3. მოსიაშვილი ვ., ჭელიძე მ. საბანკო საქმის საფუძვლები. სახელმძღვანელო. თბილისი: გამომცემლობა „დანი“. 2013, 415 გვ.

4. სიჭინავა ა., ვეშაპიძე შ., ჯოლია გ., სეხნიაშვილი დ., ჩიკვილაძე ნ., კვარაცხელია ლ., ქირია ვ., ჭიკაძე ნ., მენაბდე-ჯობაძე ე., ყურაშვილი გ., კიკვაძე ტ., შენგელია რ., კაიშაური თ., აბუაშვილი თ., როსტიაშვილი თ. „ეკონომიკური კვლევის მეთოდები“. თბილისი. საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი. 2014. 371გვ.
5. საქართველოს კანონი „კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ“. საქართველოს პარლამენტი. თბილისი, 1996 წლის 23 თებერვალი.
6. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“. საქართველოს პარლამენტი. თბილისი, 1998 წლის 24 დეკემბერი.
7. საქართველოს ორგანული კანონი „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“. საქართველოს პარლამენტი. თბილისი, 2009 წლის 24 სექტემბერ
8. <https://www.nbg.gov.ge>
9. www.parliament.ge
10. www.gse.ge
11. <https://www.iosco.org>
12. www.bloomberg.com
13. <http://www.gcsd.ge>
14. <http://www.terminebi.ge>