



ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ხელისშემშლელი ფაქტორები

რეზიუმე

მარიამ იაშაღაშვილი
სტუ-ს დოქტორანტი
E-mail: miashagashvili@agh.ge

ძირითადი ტექსტი

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი თავისუფალი საბაზრო ეკონომიკის ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი კომპონენტია, იგი უზრუნველყოფს კომპანიებისათვის კაპიტალის ხელმისაწვდომობას. განვითარებადი ქვეყნებისათვის, ისევე როგორც საქართველოსთვის, კაპიტალის მოზიდვის ერთადერთი საშუალება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტური ფუნქციონირებაა. ამის მისაღწევად კი აუცილებელია მოწესრიგებული საფონდო ბირჟის არსებობა. საფონდო ბირჟა მნიშვნელოვანია როგორც ინდუსტრიის, ასევე ინვესტორის თვალსაზრისით. როდესაც კომპანიას სურს მოიზიდოს თანხები მომავალი გაფართოებისათვის ან ახალი ბიზნეს პროცესის განსახორციელებლად, მან უნდა მიიღოს სესხი ან გამოუშვან აქციები საფონდო ბაზრის მეშვეობით. ყველა განვითარებულ ქვეყანაში საფონდო ბირჟა არის ძირითადი წყარო ნებისმიერი კომპანიისთვის, რათა მოიზიდონ თანხები ბიზნესის გაფართოებისთვის. სამწუხაროდ საქართველოში საფონდო ბირჟას არ აქვს ის დატვირთვა რაც უნდა ჰქონდეს და ეს თავისთავად წარმოადგენს ბარიერს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების თვალსაზრისით.

საკვანძო სიტყვები:

ფასიანი ქაღალდის ბაზარი, საფონდო ბირჟა, ცენტრალური დეპოზიტარი, რეგისტრატორი, აქცია, ლიკვიდურობა, კაპიტალის ბაზარი, საბროკერო კომპანია, ინვესტორი.

საფონდო ბირჟას განსაკუთრებული როლი აქვს ქვეყნის მრეწველობისა და ვაჭრობის ზრდაში, რაც საბოლოო ჯამში ქვეყნის ეკონომიკაზე მნიშვნელოვნად დადებით გავლენას ახდენს.

მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟა 19 წელია არსებობს, გარიგებების რაოდენობა მაინც საკმაოდ ცოტაა. ვაჭრობები საფონდო ბირჟაზე 2000 წლიდან დაიწყო. აშშ-ის საერთაშორისო განვითარების სააგენტოს (USAID) დახმარებით და ამერიკელი ექსპერტების მონაწილეობით შემუშავდა და მიღებულ იქნა კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ რითაც შეიზღუდა ითქვას საფუძველი ჩაეყარა საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. იმ პერიოდში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებას ახორციელებდა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია. საქართველოში არსებობდა ლიცენზირებული საფონდო ბირჟა, ლიცენზირებული ცენტრალური დეპოზიტარი, რამოდენიმე ათეული ლიცენზირებული საბროკერო კომპანია და ასევე ლიცენზირებული ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი. დროთა განმავლობაში ბაზარმა დაიწყო ნდობის მოპოვება, გაჩნდა მოთხოვნა ფასიან ქაღალდებზე. ბევრმა კომპანიამ დაინახა, რომ კაპიტალი შეიძლება მოიზიდვა შესაძლებელი იყო სხვა გზებითაც გარდა სესხისა, რაც გაცილებით მარტივი და იაფია. ინვესტორებმაც დაინახეს, რომ თუ აქამდე ფულის დაბანდების მხოლოდ და მხოლოდ ერთი გზა არსებობდა – ბანკი, გაჩნდა დამატებითი ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელშიც შესაძლებელი იყო ინვესტიციების წარმატებით განხორციელება. საფონდო ბირჟის მიერ გამოქვეყნებული ოფიციალური მონაცემების მიხედვით ბირჟის დაარსების დღიდან მკვეთრად იზრდებოდა, როგორც გარიგებების მორაოდენობა, ასევე მოცულობაც – ფასიანი ქაღალდები. 2000წ-დან 2005 წლამდე საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგების რაოდენობა და შესაბამისი მოცულობა: 2000წ



გარიგების რაოდენობა 601, გარიგების მოცულობა 4,354 მლნ. აქცია, 2001წ გარიგების რაოდენობა 1,591, გარიგების მოცულობა 10,862 მლნ. აქცია, 2002წ გარიგების რაოდენობა 1,347, გარიგების მოცულობა 11,454 მლნ, 2003 წ გარიგების რაოდენობა 913, გარიგების მოცულობა 7,903 მლნ. 2004წ. გარიგების რაოდენობა 1,094, გარიგების მოცულობა 30,510 მლნ. 2005წ გარიგების რაოდენობა 1,358, გარიგების მოცულობა 32,385 მლნ.

2007 წლიდან კი ბაზარმა დაიწყო კლება, ნელ-ნელა გაქრა ლიკვიდურობა და შემცირდა ბირჟაზე დადებული გარიგებების რაოდენობა. ექსპერტთა აზრით ამის მიზეზი გახდა 2007 წელს კანონში „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონში შესული ცვლილება, რომელიც ეხებოდა ბირჟის ფუნქციონირებას, კერძოდ, ძველი რედაქციით სავაჭროდ ფასიანი ქაღალდები დაიშვებოდა მხოლოდ ბირჟაზე, ხოლო ახალი ინტერპრეტაციის მიხედვით კი „საჯარო ფასიანი ქაღალდებით მფლობელი გარიგება შეიძლება დაიდოს როგორც საფონდო ბირჟებზე, ისე საფონდო ბირჟების გარეშე“. მათი აზრით აღნიშნული ცვლილება კომერციული ბანკების ინტერესებს ემსახურებოდა, ვინაიდან წამყვანმა მსხილმა ბანკებმა დაინახეს თავისუფალი ფულადი რესურსის სხვა მიმართულებით გადინების შესაძლებლობა, შესაბამისად შეეცადნენ ისეთი სახის ცვლილება შეეტანათ კანონში, რომელიც მათ მეტი კონტროლის საშუალებას მისცემდათ საბირჟო ოპერაციებზე. კანონში ცვლილების შემდგომ კი გაჩნდა „ახალი სივრცე „ ჩრდილში, გაუმჭვირვალე, ამის შედეგად ფასიანი ქაღალდების ფასების შესახებ ინფორმაცია გახდა ნაკლებად სანდო და დიდი ვარაუდით ხელგონური.¹

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისათვის კანონმდებლობაში შესაბამისი ცვლილებების შეტანა, როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონში, ასევე სავაჭროსა და კოდექსში, რათა კომპანიებისათვის კაპიტალის მოძიება გაადვილდეს, რაც შეიძლება მეტი წყარო გაჩნდეს იაფი რესურსის და არა პირიქით გართულდეს კაპიტალის მოძიება და მხოლოდ კომერციულ ბანკებზე იყვნენ დამოკიდებული კომპანიები ვინაიდან, როგორც ვიცით კატიპალის ბაზრის არარსებობა მხოლოდ არაგათვითცნობიერებული ბანკებისათვის, აქციონერებისა და მენეჯმენტისათვის არის ხელსაყ-

რელი საქართველოს რეალობაში, ამასთან ერთად 2007 წლიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებას ახორციელებს საქართველოს ეროვნული ბანკი. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონში ძველი რედაქციის მიხედვით, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი გამოიწვევლი იყო მისი კონკურენტი - საბანკო სფეროსგან, ვინაიდან ახლადრამოყალიბებულ ფასიანი ქაღალდების ბაზარს შესაძლებლობა ჰქონოდა დამოუკიდებლად განვითარების. გამოიწვევს გამოიხატებოდა შემდეგში: ბანკებს არ შეეძლოთ ბაზარზე უშუალოდ მონაწილეობა (მხოლოდ შვილობილი საბროკერო კომპანიების მეშვეობით); საფონდო ბირჟის არცერთ აქციონერს არ შეეძლო ჰქონოდა ბირჟის 10%-ზე მეტი წილი, ხოლო ბანკებს ერთად არ შეეძლოთ ჰქონოდათ ბირჟის 50%-ზე მეტი;

კაპიტალის ბაზრის სამუშაო ჯგუფის მიერ მომზადებულ დოკუმენტში, რომელიც შეიქმნა საქართველოს კაპიტალის ბაზრის შესწავლის მიზნით, აზიის განვითარების ბანკის, აშშ-ის საერთაშორისო განვითარების სააგენტოს და მმართველობა განვითარებისთვის საქართველოში მხარდაჭერით, გამოვლენილია კაპიტალის ბაზრის განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორები და განსაკუთრებით ხაზგასმულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონის ახალი რედაქცია, რომელიც მათი განმარტებით მნიშვნელოვანი შემაფერხებელი ფაქტორი აღმოჩნდა ბაზრის განვითარებისათვის. კანონპროექტის ინიციატორების მოსაზრებით, ბირჟა იმ დროისთვის მონოპოლისტად გვევლინებოდა და საფონდო ბირჟის მიერ დაწესებული მოსაკრებელი ზედმეტი ხარჯი და დამატებითი პროცედურა იყო ინვესტორებისათვის, ვინაიდან გარკვეულ წილად მათ უფლებებს ზღუდავდა. ყოფილი საბჭოთა კავშირის ქვეყნებშიც დაიწვეს მსგავსი დებულებების გაუქმება, თუმცა, საფონდო ბირჟის მონოპოლიის აღმოფხვრასთან ერთად, ამ ქვეყნებში მიღებულ იქნა ინვესტორთა დაცვის კონკრეტული წესები. მათ შორის ყველაზე მნიშვნელოვანია “გარიგების საუკეთესო პირობით შესრულების” წესი². ამ წესის შესაბამისად, ბროკერს მოეთხოვება მოიპოვოს ყველაზე ხელსაყრელი ფასი საკუთარი კლიენტისთვის ნებისმიერი ყიდვა/გაყიდვის დავალებისთვის ეს კი მოითხოვს ბროკერისგან ყიდვა/გაყიდვის დავალების გასაჯაროებას ღია ბაზარზე. საქართველოში კი ყვე-

¹ გ.ლოლაძე. (2015, დეკემბერი 2). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში - პრობლემები, გამოწვევები და პერსპექტივები.

² გ. ლოლაძე (2015, დეკემბერი 2). ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში - პრობლემები, გამოწვევები და პერსპექტივები.

³ ჯგუფი, კ. ბ. (2015). საქართველოს კაპიტალის ბაზარი დიაგნოსტიკური შესწავლა და რეკომენდაციები.



ლაფერი სხვაგვარად მოხდა, დაშვებულ იქნა არას-აბიურო ვაჭრობა, (“ფიქსინგი”) რაც საშუალებას აძლევს ბროკერს იპოვოს გარიგების მხარე. გაქვითოს პოზიციები და უბრალოდ ანგარიში გაუგზავნოს საქართველოს საფონდო ბირჟას აღნიშნულის ოპერაციების შესახებ. ბროკერს არ ევალება გარიგების დადებამდე გაამუშავოს დავალება ღია ბაზარზე, შესაბამისად პოტენციურ ინვესტორებს მხოლოდ მეორე დღეს აქვთ შესაძლებლობა გაეცნონ უკვე განხორციელებული გარიგების შესახებ ინფორმაციას, ამით კი ბირჟა კარგავს ფასწარმოქმნის ინსტრუმენტს. საფონდო ბირჟა მნიშვნელოვან როლს ასრულებს იმ ქვეყნებში სადაც საპენსიო ფონდები აქტიურად მუშაობენ, აქედან გამომდინარე საქართველოს შემთხვევაში მიმდინარე საპენსიო რეფორმა საკმაოდ არაეფექტური იქნება გამართული საფონდო ბირჟის გარეშე.

ყველაფერთან ერთად ემიტენტები ეძებენ მსხვილი მოცულობის კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობებს უცხოურ ბაზრებზე. ეს კი იმას ნიშნავს, რომ ადგილობრივი საწარმოები საქართველოს საუკეთესო კომპანიებში ინვესტირების შესაძლებლობას კარგავენ. ამ შემთხვევაში გასაგებია მათი პოზიცია, უცხოურ ბაზრებზე მეტია აღბათობა სასურველი კაპიტალის მოძიების, ვიდრე ადგილობრივ ბაზარზე, ვინაიდან საქართველოში არსებობს ორი ურთულესი პრობლემა: მოსახლეობის ფინანსური განათლების დაბალი დონე და საზოგადოების მხრიდან სახელმწიფოს მიმართ უნდობლობა. თუ გავიხსენებთ რამდენიმე ათეული წლის წინათ პრივატიზების პროცესს და მის შედეგებს, როდესაც მოსახლეობის დიდმა ნაწილმა დაკარგა თავისი ქონება, ძნელი მისახვედრი არ იქნება საიდან გაჩნდა ეს უნდობლობა, როგორც სახელმწიფოს ასევე ფინანსური ინსტიტუტების მიმართ. პრივატიზების პროცესის წარმატებით განხორციელებას კი სხვა პირობებთან ერთდ სჭირდება საზოგადოების განათლების შესაბამისი დონე მოცემულ საკითხთან მიმართებაში, იმისათვის, რომ გაჩნდეს აქტიური მონაწილეობის სურვილი, და ამ ყველაფერთან ერთად საზოგადოებაში უნდა არსებობდეს ფინანსური რესურსი, რაც მონაწილეობის სურვილს რეალობად აქცევს კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელისშემშლელი ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორი ასევე არის ქვეყანაში არსებული სასამართლო სისტემა, როდესაც ინვესტორი ვერ ახერხებს დაიცვას ქონება. რთულია ასეთ გარემოში კაპი-

ტალდაბანდების განხორციელება. ფინანსური ბაზარი კარგად განვითარებული და ორგანიზებული გეგვდება ისეთ ქვეყნებში სადაც კომპანიების შესახებ ინფორმაცია ღია და საჯაროა და ინვესტორთა უფლებები სათანადოდ დაცული. იმისათვის, რომ მოსახლეობაში ფართოდ გავრცელდეს ფასიანი ქაღალდები შესაბამისი რეგულაციების ცვლილება უნდა მოხდეს მარეგულირებლის მხრიდან. ყოველივე აქედან გამომდინარე შეგვიძლია დავსკვნის გაკეთება, რომ პოლიტიკური ნება უნდა არსებობდეს ქვეყანაში სიტუაციის გამოსწორების. და ბოლოს პრობლემატურია ასევე ის გარემოება, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებლის როლში გვევლინება ეროვნული ბანკი, იგი ბიზნესს ართმევს ბაზრის ძირითად ინფრასტრუქტურას, საფონდო ბირჟას და ცენტრალურ დეპოზიტარს, რომლებიც ყველა ცივილიზებულ ქვეყანაში კერძოა. მნიშვნელოვანი და საყურადღებო ფაქტორია ბაზარზე რეგისტრატორების ერთობლიობა, როგორც ერთი ბანკის/საინვესტიციო ჯგუფის დომინირება, ცნობილია რომ საქართველოს საფონდო ბირჟის საკუთრება საქართველოს ბანკის ჯგუფის ბენეფიციურ საკუთრებაშია.⁴ (32% ხოლო ნომინალურ მფლობელობაში, ხოლო გაუმჟღავნებელ პირთა სასარგებლოდ დამატებით 12%).

2017 წლის დეკემბრის მდგომარეობით საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგებების რაოდენობა და მოცულობა იყო შემდეგი: სულ 191 გარიგება, 7,301 მლნ. აქცია, ხოლო ბირჟის გარეთ დადებული გარიგებების რაოდენობა იყო 386, მოცულობა 3,470 მლრდ. აქცია.⁵

დასკვნა

იმის გამო, რომ ქვეყანაში არსებული თავისუფალი ფულადი სახსრები მიემართება მხოლოდ ბანკებში და მათი გავლით ხდება ინვესტირება საწარმოებში რაც კრედიტს აძვირებს და ხელს უშლის მის ხელმისაწვდომობას მრავალი საწარმოსათვის, ამასთან ერთად უფუნქციოდ ტოვებს საფონდო ბირჟას, რაც საბოლოო ჯამში ეკონომიკის ზრდის ტემპის შეჩერებას. გადასახედია მოქმედი კანონმდებლობა და მარეგულირებლის მხრიდან გამკაცრებული რეგულაციები, უნდა მიეცეს სააქციო საზოგადოებებს საშუალება გამარტივებული წესით გამოუშვან ფასიანი ქაღალდები და გაიტანონ საფონდო ბირჟაზე, ბირჟის ბრუნვა მნიშვნელოვნად უნდა

⁴ ჯგუფი, კ. ბ. (2015). საქართველოს კაპიტალის ბაზარი დიაგნოსტიკური შესწავლა და რეკომენდაციები.

⁵ (2017, დეკემბერი). Retrieved from Georgian stock exchange: <http://www.gse.ge/reports>



გაიზარდოს. მარეგულირებლის ფუნქცია ეროვნული ბანკიდან უნდა გამოვიდეს და გადაეცეს დამოუკიდებელ პირს, რომელიც არ იქნება - ერთის მხრივ მოვაჭრე და მონაწილე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, მეორეს მხრივ კი საკრედი-

ტო ინსტიტუტების რეგულატორი. იმ შემთხვევაში თუ საფონდო ბირჟა განვითარდება, ინვესტორების მხრიდან ინტერესი და ნდობა გაიზარდება და შესაბამისად უცხოური ინვესტიციების მოცულობაც ქვეყანაში.

ბამოყენებული ლიტერატურა:

1. საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ, ქთბილისი, 1998წ
2. საჯარო ფასიანი ქაღალდებით გარიგების საქართველოს საფონდო ბირჟაზე დაფიქსირების ზოგადი წესი, ქთბილისი, 2008წ. ბოლო ცვლილებები საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ, ოქმი №2, 2018 წლის 26 აპრილი.
3. საქართველოს კაპიტალის ბაზარი დი-აგნოსტიკური შესწავლა და რეკომენდაციები,

- ტექნიკური მხარდაჭერის №8716 პროექტის: “შიდა რესურსების მობილიზაციის გაუმჯობესება” ფარგლებში, 2015 წლის 12 მაისი.
4. <https://idfi.ge/ge/securities-market-georgia> gior-gi lolaZe (ss „sabrokero kompania kaukasus kapital jgufis” damfuZnebeli da generaluri direqtori)
5. Financial soundness indicators for financial sector stability in Georgia, Mondaluyong City, Philippines: Asian Development Bank, 2015.

PROHIBITING FACTORS FOR SECURITIES MARKET DEVELOPMENT

MARIAM IASHAGASHVILI
PhD Student of GTU
E-mail: miashagashvili@agh.ge

Summary

The stock market is one of the most vital components of a free-market economy. It provides companies with access to capital. For the developing countries, as well as for Georgia, the only effective way of attracting investment capital is to develop a securities market. For the securities market development, it is necessary to have an efficient functioning of organized stock market. The stock market is important from both the industry's point of view as well as the investor's point of view. Whenever a company wants to raise funds for further expansion or settling up a new business venture, they have to either take a loan from a financial organization or they have to issue shares through the stock market. In all developed countries the stock market is the main source for any company to rise funds for business expansion, which is not actually carried out in Georgia up to date.

Keywords:

Securities market, Stock exchange, Central Depository, The registrar, Stock, Liquidity, Capital market, Brokerage company, Investor.