

საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი

*ხელნაწერის უფლებით*

თეიმურაზ ირემაშვილი

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა და მისი  
ოპტიმიზაციის გზები

დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად  
წარმოდგენილი დისერტაციის

ავტორ ე ფ ე რ ა ტ ი

სადოქტორო პროგრამა - ბიზნესის ადმინისტრირება, შიფრი 02

თბილისი - 2020

დისერტაცია შესრულებულია საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის ბიზნესტექნოლოგიების ფაკულტეტის ბიზნესის ადმინისტრირების დეპარტამენტში.

სამეცნიერო ხელმძღვანელი,  
პროფესორი

/ნ. შონია/

ოფიციალური რეცენზენტები:

- 1.
- 2.

დისერტაციის დაცვა შედგება 2020 წლის „----“ -----“ --- საათზე, საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის ბიზნესის ადმინისტრირების, საჯარო მმართველობისა და მენეჯმენტის საუნივერსიტეტო სადისერტაციო საბჭოს სხდომაზე, კორპუსი VI, აუდიტორია -----

მისამართი: თბილისი, 0175, კოსტავას 77.

დისერტაციის გაცნობა შეიძლება საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის ბიბლიოთეკაში, ავტორეფერატისა კი - ფაკულტეტის ვებ-გვერდზე ([www.gtu.ge](http://www.gtu.ge)).

სადისერტაციო საბჭოს მდივანი,  
პროფესორი

/ლ. კოჭლამაზაშვილი/

## ABSTRACT

This dissertation is dedicated to "**Georgian Securities Market Infrastructure and its Ways of Optimization**".

The thesis consists of: introduction, three chapters and conclusion.

The introduction of the paper presents the actuality of the research problem, the purpose and objectives of the research, the subject and object of the research, the present status of the problem research, the research news, the practical purpose of the research, and more.

**The first chapter** of the thesis - "**Theoretical Aspects of Securities Market Infrastructure Formation**" - consists of three sections. The first section - "**Scientific Concepts about Securities Market Infrastructure**" - deals in general with the definitions of the term "Infrastructure", market infrastructure and securities market infrastructure. Various definitions of these terms are presented and common signs found by all scientists. The same is done for infrastructure composition.

The second section - "**Securities Market International Models**" - discusses and compares German and American market models. It is said that the role of commercial banks in the German model market is predominant, while in America it is not. The American model market is dominated by non-bank investment institutions. According to the author's research, the Georgian securities market is a hybrid of these models.

The third section - "**Legal Regulation and Regulatory Bodies of the Georgian Securities Market**" discusses. In particular, the Civil Code of Georgia (Chapter XXIV), the Law of Georgia on Entrepreneurs, the Securities Market Law of Georgia and some bylaws related to the development of the securities market in Georgia are discussed. The author of the work has a negative view of the frequent changes of the laws and the frequent changes of the regulator body of the securities market. We have expressed our comments both on the laws and the bylaws.

**The second chapter** of the thesis - "**Assessment of Architecture and Performance of the Georgian Securities Market and its Infrastructure**" - is presented in four sections. These are:

1. **Georgian Stock Market: Genesis and Development, Performance Indicators.**
2. **Specific Features of Georgian Stock Market Infrastructure.**
3. **Existing Consistency of Georgian Stock Market Infrastructure: Necessity, Composition and Types of Services.**
4. **Individual Examination of the Performance of the Georgian Stock Market Infrastructure.**

As can be seen from this list, the second chapter of the dissertation begins with the genesis and development of the stock market of Georgia and ends with our individual examination.

The first section, which consists of three parts, provides important study regarding the research problem. Specifically, the performance indicators of the stock exchange, as the key player of the Georgian stock market infrastructure, are investigated for the years of : 2000-2007, 2007-2014 and 2016-2018. In 2000-2007, the study showed a large increase in the performance of the exchange (number of transactions,

volume, value of transactions), 2007-2014 - a large decline (It was blamed to ineffective management and government changes in Securities Market Law on March 31, 2007 which triggered the increase of activity of over-the-counter (OTC) tradings and thus harmed the exchange), and in 2016-2018, when the exchange started working with new management team - trend of improvement in stocks trading was appeared: the number of transactions in 2018 was 2.2 times higher than in 2014, while the volume of transactions (in stocks) - 5.2 times, and volume of transactions 1344-times(!) higher. During this period, e. i. in 2016-2018, OTC trading also decreased. We consider this process to be perfectly normal. As for the performance indicators of the rest of the stock market infrastructure - brokerage firms, registrars and depository - they are presented in the paper for the period of 2016-2018. The total value of shares traded in all brokerage companies has increased (especially for JSC Galt & Taggart - 324 times), which does not apply to bonds. From the brokerage companies Galt & Taggart and Cartu Broker are profitable companies.

In the same section of the paper, the value of fixed transactions with registrars was reduced (up to 6% in JSC Kavkasreestri, up to 0.4% in Georgian Securities United Registrar). Georgian Securities United Registrar and National Registrar are the profitable companies while Kavkasreestri is loss-making.

Regarding the Central Depository, the company has been loss-making since 2009 and the loss is growing constantly.

By analyzing the economic indicators of the Georgian stock market infrastructure, we conclude that although the market is beginning to recover, its infrastructure needs to be refined and optimized.

Section 2 of the second chapter - **Specific Features of Georgian Stock Market Infrastructure** - is discussed. It is noticed a dominant influence through direct or indirect/subsidiary companies ways on the Georgian Stock Exchange by the leading commercial banks of Georgia (TBC Bank, Bank of Georgia, Cartu Bank, Basisbank, also Liberty Bank and VTB Bank in a previous period). They have a quite big stake in the exchange and own brokerage companies acting on the exchange. We consider that if this is to continue, the stock exchange will never be their competitor in terms of the source of accessing the available funds.

As to the third section of the second chapter, **the Number, Composition and Functions of each component of the Georgian Stock Market Infrastructure** are discussed here. The analogous functions of the Depository and the Registrars are mentioned and their consolidation recommendation is expressed.

In the forth part of the second chapter of the thesis, we present the results of a survey of experts and investors (with 20 questionnaires) about Georgian Stock Market Functioning: 80% of the 5 surveyed experts considered the stock market to be weak, 60% believed that the stock exchange was not trustworthy, 80 % believe that the stock exchange is not familiar to the population, 40% of the stock market experts think the staff of the stock market is weak, 80% of the experts estimate the work of the brokerage companies as negative and so on. As for financial investors, 40% of large investors and 100% of small investors believe that the Georgian stock market is not attractive to investors and so on.

In this study, we found that experts and investors are negatively evaluating the performance of the Georgian stock market infrastructure.

**The third chapter** of the thesis - "**Ways to Optimize the Georgian Securities Market Infrastructure**" - is presented in two sections: The first section examines the research of scientists and practitioners in the field of improving the Georgian securities market and its infrastructure. It is said that in recent years such studies in Georgia have greatly increased. This shows the interest of both the Georgian government and the public in this matter. This section discusses: Georgian Capital Market Concept, Georgian Capital Market - Diagnostic Study and Recommendations, EBRD Survey, Georgian Stock Exchange Development Strategy 2018-2020 and others.

The second part of the third chapter of the paper first presents the dissertation's remarks on the other studies in this field, and then our conceptual views on optimizing the Georgian securities market infrastructure. These include consolidation of the central depository and registrars, the separation of the regulatory body of the securities market from the National Bank of Georgia, the existence of a single trading and record platform, an increase in commissions on OTC transactions, a reduction in the excess concentration of the banking sector in the securities market, and more.

The dissertation concludes with a summary.

### სადისერტაციო ნაშრომის ზოგადი დახასიათება

**თემის აქტუალურობა.** „დრო, რომელშიც ჩვენ ვცხოვრობთ უდაოდ საინტერესოა. უპირველესი ინტერესი ეკონომიკაში ძირეული გარდატეხის მოლოდინებია, რომლებმაც უნდა შეცვალოს გაღარიბებული საქართველოს მოსახლეობის ცხოვრების ხარისხი. ამას ემსახურებოდა საქართველოში განხორციელებული საერთაშორისო ეკონომიკური ორგანიზაციების პროგრამები, რომელთაც თავისი მისია ქვეყნის მონეტარული სტაბილიზაციის მიღწევით ამოწურეს და ქვეყნიდან გავიდნენ. მაშინ ქვეყნის ფინანსური სტაბილიზაცია ყველაზე აქტუალური იყო, დღეს ყველაზე აქტუალური არის ინვესტიციების მოზიდვა, ანუ ისეთი გარემოს შექმნა, რომელიც „ხელს შეუწყობს ქვეყანაში აქტიური ეკონომიკური ინიციატივების სწრაფ და ეფექტურ განვითარებას“.<sup>1</sup> მამასადაძმე, ქვეყნის ეკონომიკური აღმავლობის ერთ-ერთი რეალური ბერკეტია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის „ყველაზე მიღებული და პრაქტიკული

---

<sup>1</sup> საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ავტორთა კოლექტივი - ვ. სვანიძე და სხვები, თბ., 1998, გვ. 7.

ფორმაა ფასიან ქალაქებში ინვესტირება საფონდო ბაზრის (ბირჟის) მეშვეობით“.<sup>2</sup>

საბაზრო ეკონომიკის ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტებს შორის განსაკუთრებული ადგილი უკავია ბირჟას, რომელიც თავისი ფორმით წარმოადგენს ერთგვაროვანი საქონლით ვაჭრობის ადგილს, ხოლო შინაარსით - მიწოდებამოთხოვნის ორგანიზებულ ინფორმაციულ ბაზარს... ბირჟა არის ქვეყანაში სტაბილური ბაზრის, და, ამდენად, სტაბილური ეკონომიკის არსებობის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი გარანტი“.<sup>3</sup>

იმის მიუხედავად, რომ საბირჟო ვაჭრობის განვითარების და მარეგულირებელი კანონმდებლობის შემუშავების მოთხოვნა ქვეყნის დამოუკიდებლობის აღიარების დღიდან, ე. ი. 1991 წლიდან არსებობდა, რასაც ადასტურებს ის პროგრამები თუ ინიციატივები, რომლებიც დღემდე საქართველოში განხორციელდა უცხოელების (1997 წლის 1 აპრილს დაწყებული „ტასისი“-ს ერთწლიანი პროგრამა - „დახმარება ფინანსთა სამინისტროსადმი ფასიანი ქალაქების ბაზრის რეგულირებაში“, 1998 წლის 18 ოქტომბერს დაწყებული აშშ საერთაშორისო განვითარების სააგენტოს პროგრამა საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიმართულელებით და მრავალი სხვა), თუ ადგილობრივი მთავრობის მიერ, დღეს საქართველოს ფასიანი ქალაქების ბაზარი, მაინც, განუვითარებელია და, „ფასიანი ქალაქების ბაზრის არსებული მარეგულირებელი კანონმდებლობის პროგრესულობის მიუხედავად საინვესტიციო გარემოს მიმზიდველობა უზრუნველყოფილი არ არის“.<sup>4</sup>

ამ კონტექსტში ყველა მეცნიერული ნაშრომი, რომელიც შეეხება ფასიანი ქალაქების ბაზარს საქართველოში, აქტუალურია, განურჩევლად იმისა, თუ რას შეისწავლის იგი - მისი ინფრასტრუქტურის ოპტიმიზაციას, თვითრეგულირების საკითხებს, საკანონმდებლო ჩარჩოს თუ სხვას. ამას ემატება ისიც, რომ საფონდო ბირჟისადმი მიძღვნილი მრავალი ნაშრომის მიუხედავად (მ. შ. ქართველი მეცნიერების) საქართველოს საფონდო ბირჟის ინფრასტრუქ-

<sup>2</sup> ასლანიშვილი დ. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქალაქები, თბ., 2015, გვ. 5.

<sup>3</sup> იქვე, გვ. 9.

<sup>4</sup> ჯიბუტი მ. საქართველოს ფასიანი ქალაქების ბაზარი, თბ., „სიახლე“, 2003, გვ. 27.

ტურის კომპლექსური მონოგრაფიული გამოკვლევა, რომელშიც შეფასდებოდა ყველა მისი ასპექტი, სფერო, ფუნქცია - არ არის ჩატარებული.

ამ თვალსაზრისით, ჩვენს სადისერტაციო ნაშრომში შესწავლილი პრობლემა - „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ინფრასტრუქტურა და მისი ოპტიმიზაციის გზები“ - უდავოდ აქტუალურია და იმ ხარვეზის გამოსწორების ერთ-ერთ ცდას წარმოადგენს, რომელიც ამ სფეროს გამოკვლევაში არსებობს.

**კვლევის საგანი და ობიექტი.** კვლევის საგანია ზოგადად ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ობიექტი კი მისი ინფრასტრუქტურა საქართველოში.

**კვლევის მიზანი და ამოცანები.** კვლევის მიზანია საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის - საფონდო ბირჟის, საბროკერო კომპანიების, რეგისტრატორების, დეპოზიტარისა და სხვათა მდგომარეობისა და ფუნქციონირების გამოკვლევა და მათი ოპტიმიზების მიმართულებით რეკომენდაციების შემუშავება.

#### **კვლევის ამოცანებია:**

➤ ინფრასტრუქტურის არსზე, შედგენილობასა და ფუნქციებზე მეცნიერთა შეხედულებების ურთიერთშედარება და მისი ერთიანი, მისაღები განმარტების ჩამოყალიბება;

➤ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოდელების დახასიათება და მათში საქართველოს საფონდო ბაზრის ადგილის წარმოჩენა;

➤ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ჩარჩო-კანონების განხილვა-შეფასება;

➤ საქართველოს საფონდო ბაზრის სპეციფიკური თავისებურებების გამოკვეთა და შეფასება;

➤ საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის მდგომარეობის შეფასება ორგანიზაციულ-ეკონომიკური კუთხით;

➤ საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურაზე ექსპერტების და ინვესტორების შეხედულებების ანალიზი ინდივიდუალური კვლევის ჩატარებით;

➤ რეკომენდაციების შემუშავება საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის ოპტიმიზირების მიმართულებით.

**პრობლემის შესწავლის მდგომარეობა.** ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ მრავალი ნაშრომია შექმნილი მის ცალკეულ საკითხებზე ნაშრომები აქვთ შექმნილი მეცნიერებს - ვ. სვანაძეს, ნ. შონიას, მ. ჯიბუტს, დ. ასლანიშვილს, ი. კირტავას, გ. სიმონგულაშვილს, ე. ქათამაძეს, გ. ხმალაძეს, ლ. ბახტაძეს, რ. კაკულიას, თ. ხიზაშვილს, თ. მძინარიშვილს, გ. სანაძეს, თ. გოდერძიშვილს, მ. იაშაღაშვილს, ვ. ხუციშვილს და სხვებს, საკუთრივ საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურაზე კი მეცნიერ მ. ლორთქიფანიძეს.

**კვლევის თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძვლები.** კვლევის თეორიული საფუძველია ზოგადად ფინანსური თეორია და ფინანსურ ბაზრებზე შექმნილი ქართველ და უცხოელ მეცნიერთა ნაშრომები, კანონები და კანონქვემდებარე აქტები.

სადისერტაციო ნაშრომში კვლევისთვის გამოყენებული გვაქვს სხვადასხვა მეთოდები, წესები და პროცედურები:

**აღწერის მეთოდი და კონტენტ-ანალიზის მეთოდი** გამოვიყენეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და მის ინფრასტრუქტურაზე სხვადასხვა კვლევების ავტორების შეხედულებათა გადმოცემისას. ეს მეთოდები გამოყენებულია ნაშრომის პირველ თავში სამივე ქვეთავის დამუშავებისას. პირველ ქვეთავში ფასიანი ქაღალდების ინფრასტრუქტურის, მისი შედგენილობის და ფუნქციების შესახებ მეცნიერთა შეხედულებების გადმოცემისას (გვ. 31-39), მეორე ქვეთავში - ფასიანი ქაღალდების გერმანული და ამერიკული ბაზრების აღწერისას (გვ. 39-51), მესამე ქვეთავში - ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი კანონმდებლობის განხილვისას (გვ. 51-65).

**ეკონომიკური-ანალიზის მეთოდი** გამოვიყენეთ სადისერტაციო ნაშრომის მეორე თავის პირველი ქვეთავის 2.1.3-ის ნაწილში, როდესაც გავანალიზეთ საქართველოს საფონდო ბაზრის მთელი ინფრასტრუქტურის - საფონდო ბირჟის, საბროკერო კომპანიების, რეგისტრატორების და ცენტრალური დეპოზიტარის მუშაობის ეკონომიკური მაჩვენებლები (გვ. 85-90). სწორედ ანალიზის მეთოდით დავადგინეთ, რომ 2000-2007 წლებში ბირჟაზე იზრდებოდა გარიგებების რაოდენობაც და მოცულობაც (როგორც აქციების რაოდენობაში, ისე ღირებულებაში), 2008-2014 წლებში ადგილი ჰქონდა ბირჟაზე ვაჭრობის

დაცემას, რაც განაპირობა კანონში „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“ ცვლილების შეტანამ, რომლის ძალით გაცხოველდა ბირჟისგარე ვაჭრობა, რამაც დააზარალა საბირჟო ვაჭრობა. 2014 წელს ბირჟის ხელმძღვანელობაც გამოიცვალა და მდგომარეობის გამოსწორების მიზნით გატარდა რამდენიმე ღონისძიება. შედეგად 2018 წელს საქართველოს საფონდო ბირჟის ეკონომიკური მაჩვენებლები 2014 წელთან შედარებით საგრძნობლად ამაღლდა, თუმცა ეკონომიკური ეფექტიანობის კონტექსტში შედეგები მეტად საგანგაშოა-იგი ზარალიანი ორგანიზაციაა.

ანალიზის მეთოდის გამოყენებით შევაფასეთ აგრეთვე საბროკერო კომპანიების, რეგისტრატორების და ცენტრალური დეპოზიტარის საქმიანობა (გვ. 68-84) აღმოჩნდა, რომ გარიგებებშიც და საქმიანობის ეფექტიანობის მაჩვენებლებშიც საბროკერო კომპანია „გალტ ენდ თაგარტი“ ლიდერობს.

გამოვიყენეთ შედარების მეთოდიც, ერთმანეთს შევადარეთ: ა) საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის სხვადასხვა პერიოდებში მუშაობის მაჩვენებლები (გვ. 71-84); ბ) ინფრასტრუქტურის სხვადასხვა მდგენელების, კერძოდ, რეგისტრატორების და ცენტრალური დეპოზიტარის საქმიანობა (გვ. 87-90 და 108-115).

პირველ შემთხვევაში გამოვთვალეთ ბირჟის სხვადასხვა ეკონომიკური მაჩვენებლის დინამიკა და დავადგინეთ ტრენდის ტენდენცია, ასევე, გავაკეთეთ საბროკერო კომპანიების მუშაობის მაჩვენებლებზეც.

მეორე შემთხვევაში დავადგინეთ, რომ ცენტრალური დეპოზიტარის და რეგისტრატორების ფუნქციები რამდენადმე ანალოგიური (გვ. 112-115) და დავაყენეთ მათი კონსოლიდაციის საკითხი.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მართვა-რეგულირების შესასწავლად გამოვიყენეთ **დაკვირვების მეთოდი** (გვ. 90-101). ამჟამად, საქართველოს საფონდო ბაზარს არეგულირებს საქართველოს ეროვნული ბანკი. იგი იმავე დროს, არის საქართველოს კომერციული ბანკების მარეგულირებელი ორგანო, „ბანკთა ბანკი“. ამასთან, საქართველოს საფონდო ბაზარი და კომერციული ბანკები კონკურენტებად ითვლებიან. ამდენად, ჩვენი დაკვირვებიდან გამომდინარე, გავაკეთეთ დასკვნა, რომ არ შეიძლება კომერციული ბანკების მარეგულირებელი ორგანო იმავე დროს საფონდო ბაზრის მარეგულირებელიც

იყოს. საფონდო ბაზრის მარეგულირებელი ორგანო ცალკე ავტონომიად უნდა ჩამოყალიბდეს.

ნაშრომში ინდივიდუალური კვლევის ჩატარებისას გამოვიყენეთ გამოკითხვის და ანკეტირების მეთოდი (გვ. 116-121). მისით დავადგინეთ მთლიანად საქართველოს საფონდო ბაზრის და მისი ინფრასტრუქტურის მუშაობაზე ექსპერტების და ინვესტორების შეხედულებები.

#### **ნაშრომის მეცნიერულ სიახლეს წარმოადგენს.**

1. დასაბუთებულია საქართველოს ეროვნული ბანკიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ორგანოს გამოცალკავების აუცილებლობა.
2. შემოთავაზებულია საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე კომერციული ბანკების მონაწილეობის ლიმიტის დაწესება.
3. დასაბუთებულია რეგისტრატორების და ცენტრალური დეპოზიტარის კონსოლიდაციის მიზანშეწონილობა.
4. მიზანშეწონილად ჩათვლილია ბირჟისგარე ვაჭრობის საკომისიო გადასახდელის გაზრდა.

**ნაშრომის პრაქტიკული დანიშნულება.** ნაშრომში წარმოდგენილი რეკომენდაციების რეალიზაციით მოხდება საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის ოპტიმიზაცია. იგი, აგრეთვე, გამოადგებათ ფინანსური ბაზრების საკითხებით დაინტერესებულ სტუდენტებს.

**ნაშრომის აპრობაცია და პუბლიკაცია.** სადისერაციო ნაშრომის ძირითადი დებულებები ორი კოლოკვიუმისა და ერთი პრეზენტაციის სახით მოხსენდა საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის შესაბამის კომისიას. ამის გარდა, საკვლევ პრობლემაზე დაიბეჭდა სამი სტატია და გაკეთდა ორი მოხსენება საერთაშორისო სამეცნიერო-პრაქტიკულ კონფერენციაზე.

**დისერტაციის მოცულობა და სტრუქტურა.** ნაშრომი შედგება შესავლის, სამი თავის, დასკვნისა და გამოყენებული ლიტერატურისგან. მისი მოცულობა არის 157 ნაბეჭდი გვერდი. ნაშრომს ახლავს 25 ცხრილი, 10 ნახაზი და 91 დასახელების გამოყენებული ლიტერატურის სია.

## სადისერტაციო ნაშრომის ძირითადი შინაარსი

სადისერტაციო ნაშრომის პირველი თავი - „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ფორმირების თეორიული ასპექტები“ - სამი ქვეთავისგან შედგება. პირველ ქვეთავში საუბარი გვაქვს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის შესახებ არსებულ მეცნიერულ კონცეფციებზე. საქმე ის არის, რომ მეცნიერები ვერ შეთანხმდნენ თვით ტერმინ „ინფრასტრუქტურის“ განმარტებაზე. იგივე მდგომარეობაშია ტერმინი „საბაზრო ინფრასტრუქტურა“, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა“ და მათი შედგენილობები. სადისერტაციო ნაშრომის ამ ქვეთავში ვიხილავთ მათზე სხვადასხვა მეცნიერების - ო. ვილიამსონის, მ. ლორთქიფანიძის, მ. მირკინის, ვ. ოვჩინიკოვის, ვ. გალანოვის, ა. ბასოვის, ი. სიზოვის, ე. მაკკაილოვას და სხვათა შეხედულებებს და წარმოვადგენთ იმ საერთო ნიშნებს, რომლებსაც ყველა მეცნიერი აღიარებს. ეს არის ინფრასტრუქტურის ფუნქცია, რომ მან ბაზრის ფორმირებას, განვითარებას და ეფექტურ ფუნქციონირებას შეუქმნას სათანადო პირობები. იგივე გვაქვს გაკეთებული ინფრასტრუქტურის შედგენილობის მიმართაც.

მეორე ქვეთავში - „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საზღვარგარეთული მოდელები“ განხილული და ურთიერთშედარებული გვაქვს ბაზრის გერმანული და ამერიკული მოდელები. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გერმანულ მოდელში კომერციული ბანკების ჩართულობა სჭარბობს. ბაზარი ძირითადად სავალო ხასიათისაა. ბანკები უნივერსალურია და საწარმოთა დიდი უმრავლესობა მათ კონტროლს არის დაქვემდებარებული. ამერიკულ მოდელში ბაზრის მსხვილი სეგმენტი არის აქციების ბაზარი (სავალო ინსტრუმენტები კი დაქვემდებარებული ხასიათისაა). სავალო ინვესტორების წილი მაღალია, ბანკების და სახელმწიფოს წილი მცირეა, ფართოა ღიაობა, ნაკლებია შეზღუდვები და ა. შ. ამჟამად მსოფლიოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრების 10-15% მუშაობს გერმანული მოდელით, 40% - ამერიკული მოდელით, დანარჩენი მუშაობენ შერეული მოდელით. ფასიანი ქაღალდების გერმანული მოდელის ძირითადი წარმომადგენლები არიან გერმანია და ავსტრია, ამერიკული მოდელის კი - აშშ, დიდი ბრიტანეთი, კანადა და ავსტრალია.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამ მოდელებს შორის სხვა განსხვავებებიცაა. კერძოდ, ამერიკულ ბაზარს არეგულირებს დამოუკიდებელი მარეგულირებელი ორგანო - ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კომისია, გერმანულ ბაზარს კი - ქვეყნის ცენტრალური ბანკი და ფინანსთა სამინისტრო.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, გერმანული იქნება იგი თუ ამერიკული, 4 ფორმით მიმდინარეობს: ეროვნული საფონდო ბირჟები, ეროვნული ელექტრონული სავაჭრო სისტემა, რეგიონული საფონდო ბირჟები და არასაბირჟო ბაზარი.

დღეს საქართველოში არსებობს საქართველოს საფონდო ბირჟა, ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო ბაზარიც და ელექტრონული სავაჭრო სისტემაც.

საქართველოში მოქმედი ფასიანი ქაღალდების ეროვნული ბაზარი შერეული ტიპისაა ანუ გერმანული და ამერიკული მოდელების ნაერთია. თუმცა, იმ ცვლილებებით, რომლებიც წლების განმავლობაში მასში მიმდინარეობს, რაც ბაზარზე კომერციული ბანკების ჩართულობის ზრდაში გამოიხატება, ის, თანდათან, გერმანული მოდელისკენ იხრება. ეს ვითარება, ჩვენი აზრით, „ავიწროვებს“ ბირჟაზე დამოუკიდებელ (ანუ არასაბანკო) საბროკერო კომპანიების საქმიანობას, რაც საბოლოო ჯამში ასუსტებს ბირჟას და თავისუფალი ფულის ხელმისაწვდომობაში კომერციულ ბანკებთან კონკურენციაში მას კონკურენტუნაროს ხდის.

როგორც წესი, ქვეყანაში საქმიანი წრეები (მეწარმეები და სხვები) ფინანსდებიან ან კომერციული ბანკებიდან, ან ფასიანი ქაღალდების ბაზრებიდან. კომერციულ ბანკებში ისინი იღებენ სესხს, ხოლო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ყიდნიან ფასიან ქაღალდებს. კომერციული ბანკების მაღალი საპროცენტო განაკვეთების გამო, რაც წესად იქცა საქართველოში, მათ რჩებათ თავისუფალი ფულის შოვნის მეორე გზა - ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თუ ამ ბაზარზეც კომერციული ბანკების დომინაცია იქნება თავიანთი შვილობილი საბროკერო კომპანიებით (საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ამჟამად მოქმედი 5 საბროკერო კომპანიიდან ოთხი არის კომერციული ბანკების შვილობილი კომპანია), მაშინ თავისუფალი ფულის მიღების ორივე წყარო საბანკო სექტორის მიერ იქნება მონოპოლიზებული. ეს იმავე დროს

ნიშნავს, მათ მიერ მონოპოლიურად მაღალი მოგების მიღებას, რაც საბოლოო ჯამში გამოიწვევს მეწარმეობის განვითარების შეფერხებას. დღეს ამის სიმპტომები საქართველოში უკვე არსებობს.

ნაშრომის პირველი თავის მესამე ქვეთავში განვიხილეთ **საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სახელმწიფო სამართლებრივი რეგულირება და მარეგულირებელი ორგანოები**. ჩვენმა კვლევამ მოიცვა საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი (თავი XXIV – „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“), საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, საქართველოს კანონი „მეწარმეთა შესახებ“ და აგრეთვე, კანონქვემდებარე აქტები, კერძოდ, ამ სფეროში ეროვნული ბანკის, როგორც საფონდო ბაზრის მარეგულირებელი ორგანოს პრეზიდენტის 2017 და 2018 წლების ბრძანებები.

ამ კანონების და კანონქვემდებარე აქტების გაცნობით ჩვენთვის ცნობილი გახდა, რომ მათი ამოქმედებიდან დღემდე განვლილ პერიოდში განხორციელებულ უამრავი კორექტირების მიუხედავად, ისინი ეფექტიანობის თვალსაზრისით მაინც მოითხოვენ სრულყოფას. მაგალითად:

საქართველოს კანონში „**მეწარმეთა შესახებ**“ არაფერია ნათქვამი იმ კომპენსაციის სიდიდის შესახებ, რომელიც უნდა გადაუხადოს დომინანტმა აქციონერმა დანარჩენ აქციონერებს, თუ მან მათ საზიანოდ გამოიყენა თავისი დომინანტური მდგომარეობა. აგრეთვე, ცვლილებები უნდა შევიდეს კანონში „მეწარმეთა შესახებ“, რათა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი (დღეს ამ ფუნქციას ეროვნული ბანკი ასრულებს) უფლებამოსილი იყოს აღასრულოს/ადმინისტრირება მოახდინოს „მეწარმეთა შესახებ“ კანონის იმ ნაწილში, რომელიც ეხება სააქციო საზოგადოებას და აქციონერთა უფლებებს.

საქართველოს კანონში „**ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ**“ ჩვენი ყურადღება მიიქცია იმან, რომ ამ კანონში არ არის ასახული ევროკავშირის 22 დირექტივის შინაარსი, რომელიც მიიღო და რომელთა შესრულება ამ სფეროში ივალდებულა საქართველოს მთავრობამ. ამ ნაკისრი ვალდებულებებიდან გამომდინარე, უნდა მოხდეს საქართველოს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის დაახლოვება ევროკავშირის მიდგომებთან. ამის განხორციელება შეიძლება მოცემულ კანონში დასახელებული 22 დირექტივის შეტანით.

გვაქვს შენიშვნები კანონქვემდებარე აქტების მიმართაც:

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2017 წლის ივნისის ბრძანება №85/04. „ფასიანი ქალაქების შესახებ საქართველოს კანონმდებლობის დარღვევისათვის ფულადი ჯარიმის ოდენობის განსაზღვრის, დაკისრების და აღსრულების წესის დამტკიცების შესახებ“ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2012 წლის 14 თებერვლის №35/04 ბრძანებაში ცვლილების შეტანის თაობაზე. ეს წესი მიღებულია 2017 წლის ივნისში და წინა (2012 წელი) წესისგან განსხვავებით გამოირჩევა ჯარიმების ოდენობის მნიშვნელოვანი გადიდებით, ზოგიერთი სავარაუდო ჯარიმების მოცულობა 5-10 ჯერაც კი არის გაზრდილი.

აი, მაგალითად: „შესაბამისი პროგრამული (ელექტრონული) სისტემის არქონის ან/და ოპერაციების (გარიგების) აღრიცხვასთან და შენახვასთან დაკავშირებული მოთხოვნების დარღვევის გამოვლენის შემთხვევაში ჯარიმა – 20,000 (ოცი ათასი) ლარის ოდენობით“. ეს მოთხოვნა გულისხმობს, რომ საბროკერო კომპანიებს უნდა ჰქონდეთ სპეციალიზირებული საოპერაციო აღრიცხვის ელექტრონული პროგრამა. ამჟამად, იგი მხოლოდ 2 საბროკეროს გააჩნია (მოქმედი 5 საბროკეროდან) და დანარჩენებისთვის მათი მცირე შემოსავლების ფონზე, მისი შექმნა/შეკვეთა/ინსტალაცია საკმაოდ ძვირი ჯდება. 20,000 ლარის ჯარიმის მიღების შემთხვევაში დიდია ალბათობა იმისა, რომ საერთოდ ისინი ვეღარ იმუშავებენ. ვფიქრობთ, კარგი იქნებოდა ამ ჯარიმის და ზოგადად სხვა ჯარიმების ოდენობაც, ზომიერ სიდიდემდე შემცირდეს, რომ არც საბროკეროებს დაემუქროს დახურვის საფრთხე და არც მარეგულირებელმა შეასუსტოს საზედამხედველო ფუნქცია.

საჭიროდ ჩავთვალეთ **საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2018 წლის 5 ივლისის ბრძანება №145/04 „საბროკერო კომპანიის ლიცენზირებისა და რეგულირების წესის დამტკიცების თაობაზე“** - სრულყოფაც.

ამ ბრძანების ამოქმედებით ძალადაკარგულად ჩათვლილია საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2010 წლის 9 მარტის №34/01 ბრძანება და განახლებულია კომპანიების ლიცენზირების წესი. ლიცენზირებაზე უარის თქმის ერთ-ერთი მიზეზი არის 500 000 ლარზე ნაკლები საკუთარი

კაპიტალი. ჩვენი აზრით, ეს ძალიან დიდი ტვირთია საბროკერო კომპანიები-სათვის იმ მწირი შემოსავლების ფონზე, რაც მათ აქვთ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების განუვითარებელ ბაზარზე საქმიანობისას. ამის შედეგად, უკანასკნელი 5 წლის მანძილზე არაერთი საბროკერო კომპანია დაიხურა და შეწყვიტა საქმიანობა და არაერთს კიდევ ემუქრება ანალოგიური პროცესები, და ეს მაშინ, როდესაც საქართველოში სულ 5 საბროკეროლა შემორჩა ბაზარს.

ვფიქრობთ, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ამ ეტაპზე საჭიროა შემცირდეს საბროკერო კომპანიის მიმართ საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნა და იგი სავარაუდოდ უნდა შეადგენდეს არაუმეტეს 250 000 – 300 000 ლარს.

გარდა იმისა, რომ საკუთარი კაპიტალის მოთხოვნილი სიდიდე არის დიდი, ამ ახალ ბრძანებაში დაფიქსირებულია საბროკერო კომპანიის ვალდებულება, რომ „საქმიანობის ყოველ ეტაპზე გააჩნდეს კლიენტების მიმართ არსებული ვალდებულებების დასაფარად საკმარისი ფულადი სახსრები“ (მუხლი 8, პუნქტი 3). ჩვენი აზრით, ვალდებულებების 100%-იანი დაფარვა ყოველ ცალკეულ ეტაპზე შეუძლებელი იქნება, ამიტომ კარგი იქნება არსებობდეს მისი ქვედა ზღვარი პროცენტულ გამოხატულებაში (მაგალითად 70%).

ამის გარდა, საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ამ ბრძანებაში, იქ სადაც ლიცენზიის გაუქმებაზეა საუბარი (მუხლი 6), ნათქვამია (პუნქტი 3), რომ „ეროვნული ბანკი უფლებამოსილია გააფრთხილოს საბროკერო კომპანია და დაუწესოს ვადა, რომლის განმავლობაშიც მან უნდა აღმოფხვრას ნაკლოვანებები“.<sup>5</sup> საბროკერო კომპანიების საქმიანობის მიმართ ეროვნული ბანკის ასეთი მიდგომა მისასაღმებელია, თუმცა, კარგი იქნებოდა ამ ბრძანებაში ჩანდეს ნაკლოვანებების აღმოფხვრის ვადის ზედა ზღვარი - 3 თვე, 6 თვე თუ რამდენი? ეს იმისთვის არის საჭირო, რომ ეროვნულ ბანკიდან ადგილი არ ჰქონდეს საბროკერო კომპანიებისადმი შერჩევით მიდგომას.

იგივე შეხედულება გვაქვს დასახელებული ბრძანების მე-7 მუხლის მე-4 პუნქტის მიმართ, რომელიც ეხება უცხოურ საბროკერო კომპანიის ფილიალს.

---

<sup>5</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2018 წლის 5 ივლისის ბრძანება №145/04 – „საბროკერო კომპანიის ლიცენზირებისა და რეგულირების წესის დამტკიცების თაობაზე“ (მუხლი 6, პუნქტი 3).

მასში ვკითხულობთ შემდეგს: „უცხოური საბროკერო კომპანიის მიერ საქართველოში საბროკერო საქმიანობის განსახორციელებლად ეროვნულ ბანკში წარმოდგენილ დოკუმენტაციაში თუ გამოვლინდა ხარვეზი, ეროვნული ბანკი უფლებამოსილია მას განუსაზღვროს აღნიშნულის გამოსასწორებელი ვადა და ფორმა“.<sup>6</sup> ჩვენი აზრით, ხარვეზის გამოსწორების ვადაც და ფორმაც ამ ბრძანებითვე უნდა იყოს განსაზღვრული.

რაც შეეხება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელ ორგანოებს, მათ შესახებ უნდა აღვნიშნოთ შემდეგი: საქართველოში ფასიანი ქაღალდებით ბაზრის რეგულირებაზე პასუხისმგებელი უწყება უკანასკნელ 15 წლის განმავლობაში რამდენჯერმე შეიცვალა. თავდაპირველად, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის 46-ე მუხლით ჩამოყალიბდა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია (NSCG). 2007 წლის ივლისში საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის ფუნქციები გადატანილი იქნა საქართველოს ეროვნულ ბანკში, კერძოდ, საქართველოს ფინანსური მონიტორინგის სამსახურში, რომელიც წარმოადგენდა საქართველოს ეროვნული ბანკისგან დამოუკიდებელ ცალკე საჯარო სამართლის იურიდიულ პირს და სათანადო შესწორებებიც მოხდა საქართველოს კანონში „ეროვნული ბანკის შესახებ“ (მუხლი 74). 2008 წლის მარტის თვეში ისიც გაუქმდა და ფასიანი ქაღალდების რეგულირების ფუნქციები, გარდა საბანკო ზედამხედველობის ფუნქციისა, რომელიც დარჩა ეროვნულ ბანკში და მას დღესაც იგი ასრულებს, გადავიდა ახლად დაფუძნებულ ფინანსური ზედამხედველობის სამსახურში. დღეს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი უწყება არის საქართველოს ეროვნული ბანკი.

საქართველოს საფინანსო ბაზრის მარეგულირებელ ორგანოდ ეროვნული ბანკის არსებობა არ მიგვაჩნია მართებულად, რადგან იგი იმ საბანკო სექტორის მარეგულირებელიცაა, რომლის კონკურენტი არის საფონდო ბაზარი. ცხადია, ეროვნული ბანკი, რომელსაც „ბანკთა ბანკსაც“ უწოდებენ, თანაბარ სიტუაციებში ლობირებას გაუწევს არა საფონდო ბაზარს, არამედ, კომერციულ ბანკებს.

---

<sup>6</sup> იქვე, მუხლი 7, პუნქტი 4.

სადისერტაციო ნაშრომის მეორე თავი - „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის და მისი ინფრასტრუქტურის არქიტექტონიკის და ქმედუნარიანობის შეფასება“, ოთხ ქვეთავად დავამუშავეთ.

პირველ ქვეთავში „საქართველოს საფონდო ბაზარი: გენეზისი და განვითარება, ფუნქციონირების მაჩვენებლები“ - განვიხილეთ:

1. საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის ჩამოყალიბების პირველი ეტაპი.
2. საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის ჩამოყალიბების მეორე ეტაპი, ანუ საქართველოს საფონდო ბირჟის ფორმირება და ფუნქციონირება.
3. საბროკერო კომპანიების, რეგისტრატორების და დეპოზიტარის მდგომარეობის შეფასება ეკონომიკური ეფექტიანობის კონტექსტში.

საქართველოში ორგანიზებული საფონდო ბაზრის მოწყობის პირველი ცდა დაკავშირებული იყო სააქციო საზოგადოება „კავკასიის ბირჟის“ საფონდო კომიტეტის ჩამოყალიბებასთან. ეს მოხდა 1991 წლის ნოემბერში. კომიტეტი მუშობას 1992 წლის 22 აპრილს კავკასიის ბირჟაზე საქართველოს ერთ-ერთი ბანკის აქციების ოპფიონებით ვაჭრობა გაიმართა. ასე რომ, 1992 წლის 22 აპრილი შეიძლება მივიჩნიოთ დღევანდელი საქართველოს საფონდო ბაზრის დაბადების დღედ.

მეცნიერები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ამ ეტაპს, კერძოდ, 1991-1998 წლებს, სტიქიური განვითარების ეტაპს უწოდებენ.<sup>7</sup> ეს იყო საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის ჩამოყალიბების საწყისი ეტაპი. ამ ეტაპზე სახელმწიფო ცდილობდა ბაზარზე რეგულირების ელემენტების დანერგვას. ასე რომ, ამ ეტაპზე ქვეყნის მთავრობის ძირითადი ძალისხმევა ბაზრის სტიქიური ძალების მოთოკვაზე იყო მიმართული.

1999 წლიდან საქართველოში დაიწყო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების მეორე ეტაპი. ეს იყო პერიოდი, როდესაც ჩამოყალიბდა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული მარეგულირებელი კომისია, შეიქმნა „საქართველოს

<sup>7</sup> *ჯიბუტი მ. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ., 2003, გვ. 131.*

საფონდო ბირჟა“, მომზადებული იქნა კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, დაფუძნდნენ საბროკერო კომპანიები და ა. შ.<sup>8</sup> ამ პერიოდიდან საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს მიეცა ორგანიზებული სახე.

2000-2002 წლებში საქართველოს საფონდო ბირჟა საბოლოოდ ჩამოყალიბდა. ამას ხელი შეუწყო საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის დაფუძნებამ და აგრეთვე, საფონდო ბირჟის ვაჭრობებზე ანგარიშვალდებულ კომპანიათა (ანუ ემიტენტების) მიერ გამოშვებულ ფასიანი ქაღალდების მასობრივმა დაშვებამ.

2000-2003 წელს ბირჟაზე დაშვებულ სააქციო საზოგადოებათა რიცხვი საშუალოდ წელიწადში 278-ს შეადგენდა. ბირჟაზე დაშვებული (ლისტიנג-გავლილი) სააქციო საზოგადოებების რიცხვი 2002-2006 წლებში დიდად არ შეცვლილა, თუმცა, იცვლებოდა, უფრო სწორად, იზრდებოდა, ბირჟაზე დადებულ გარიგებათა რიცხვი, გაყიდულ აქციათა რაოდენობა და მათი ჯამური ღირებულება. 2000-2007 წლებში საქართველოს საფონდო ბირჟაზე გარიგებათა რიცხვი გაიზარდა 13-ჯერ (1307%), აქციათა რიცხვი 19,4-ჯერ (1944,3%), ხოლო გარიგებების ჯამური ღირებულება 28-ჯერ (2846,0%).

2008 წლიდან საქართველოს საფონდო ბირჟამ დაცემა დაიწყო. საერთოდ, კატასტროფულად გაუარესდა ბირჟის მაჩვენებლები 2007 წელთან შედარებით - 2014 წელს გარიგებების რიცხვმა შეადგინა 2007 წლის შესაბამისი მაჩვენებლის მხოლოდ 1,7%, გარიგებათა მოცულობამ აქციათა რაოდენობაში - 14,3%, ხოლო გარიგებათა ღირებულებამ 0,5%.

ამ ვითარებას მაღალ აკადემიურ დონეზე ხსნიან ქართველი პროფესორები ნ. შონია, თ. გუგეშაშვილი და დ. ასლანიშვილი. მათი აზრით, რომელსაც ჩვენც ვუერთდებით, სავაჭრო გარიგებების შემცირება გამოიწვია საქართველოს კანონში - „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ 2007 წლის 31 მარტს ძალაში შესულმა ცვლილებამ (მუხლი 18, პუნქტი 10,5), რომ გარიგება საჯარო ფასიან ქაღალდებით შესაძლებელია დაიდოს ბირჟაზე და მის გარეშე, საბროკერო კომპანიის მონაწილეობით ან მის გარეშე. ამასთან, 100 ლარზე მეტი ღირებულების გარიგება უნდა დაფიქსირებული (მიწოდ-

<sup>8</sup> ასლანიშვილი დ. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, თბ., 2016, გვ. 161.

ბული) იქნას ბირჟისთვის საჯარო ინფორმაციის მიზნით. აგრეთვე 2008 წლის 22 თებერვლის #25 დადგენილებას - „საჯარო ფასიანი ქაღალდების არასა-ბირჟო გარიგების შესახებ“.<sup>9</sup> რომლის ძალით საჯარო (ბირჟაზე მყოფი) ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა და საბოლოო გასხვისება შეიძლება ე. წ. ფიქსინგით, ანუ ბირჟის გარეშე დაფიქსირებით. ორივე ამ ცვლილებით მთავრობამ ფუნქციები დაუკარგა შუამავალ კომპანიას და ზოგადად შუამავლობის არსს. აღარ არსებობს საბაზრო ფასი და მისი წარმოქმნის საფუძველი, საქართველოში დაინერგა გარიგებების გაფორმების ისეთი არაჯანსაღი ფორმა, რომელიც სცილდება თანამედროვე ცივილურ საფონდო მოედნებზე მიღებულ პრაქტიკას“.<sup>10</sup> ასეთი ცვლილების შემდეგ, ცხადია, შემცირდა ბირჟაზე ვაჭრობის მოცულობები და გაიზარდა ბირჟისგარეთა ანუ „რუხ“ ბაზრებზე ვაჭრობა. ბირჟის გარეშე ვაჭრობამ საქართველოში 2013 წელს 100-ჯერ გადააჭარბა ბირჟაზე ვაჭრობას.

შექმნილი მდგომარეობის გამოსასწორებლად, 2014 წელს საქართველოს საფონდო ბირჟის მენეჯმენტი ახალი პერსონალით დაკომპლექტდა. 2014 წლის სექტემბერში აქციონერთა უმრავლესობამ აირჩია სამეთვალყურეო საბჭოს ახალი შემადგენლობაც.

ჩვენ გამოვიკვლიეთ ბირჟის მენეჯმენტის ახალი გუნდის მუშაობა 2016-2018 წლებში და ნაშრომში წარმოვადგინეთ მისი მაჩვენებლები აქციების და ობლიგაციების ვაჭრობის ხაზით. აღმოჩნდა, რომ 2018 წელს, 2000 წელთან შედარებით მართალია გარიგებების რაოდენობა შემცირებულია, მაგრამ 14-ჯერ არის გაზრდილი გაყიდული აქციების რაოდენობა და 201-ჯერ მათი ღირებულება ლარებში. 2014 წელთან შედარებით კი გაზრდილია გარიგებების რაოდენობაც - 129,7%-ით, გაყიდული აქციების რაოდენობა - 421%-ით და გარიგებების ღირებულება - 134-ჯერ. ასე რომ, 2018 წელს საქართველოს საფონდო ბირჟის ღია ვაჭრობაზე აქციების გაყიდვის გაუმჯობესების ტენდენცია, ახალი მენეჯმენტის პირობებში აშკარად გამოიკვეთა. მაგრამ ბირჟაზე იყიდება არა მხოლოდ აქციები, არამედ, ობლიგაციებიც.

<sup>9</sup> შონია ნ., გუგუშაშვილი თ. საბირჟო საქმე, ტ. I, ქუთაისი, 2009, გვ. 198.

<sup>10</sup> ასლანიშვილი დ. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, თბ., 2016, გვ. 164.

2016-2018 წლებში ობლიგაციებით ვაჭრობა განახევრებულია. ეს ყველაფერი იმას ნიშნავს, რომ ემიტენტები მაინცდამაინც არ არიან დაინტერესებული ობლიგაციების გამოშვებით. ეს გასაგებიცაა, რადგან ობლიგაცია სავალო ფასიანი ქაღალდია, ემიტენტი მისი მყიდველის მევალე ხდება გარკვეული ვადით, შემდეგ კი, ეს თანხაც უნდა დაუბრუნოს, და, პროცენტის მისი ფულის სარგებლობისთვის. ემიტენტების უმრავლესობა თვლის, რომ აქციების გამოშვება-გაყიდვით თავისუფალი ფულის აკუმულირება უკეთესია მათთვის, ვიდრე ობლიგაციების გაყიდვა.

კვლევამ გვიჩვენა, რომ საანალიზოდ აღებული ბოლო სამი წლის განმავლობაში (2016-2018 წ.წ.) საქართველოს საფონდო ბირჟა მუდმივად ზარალიანი იყო. ამ პერიოდში მისი ზარალი 2-ჯერ არის გაზრდილი.

ნაშრომის ამავე ნაწილში, საფონდო ბირჟის გარდა, ჩვენ გავაანალიზეთ საფინანსო ბაზრის ინფრასტრუქტურის სხვა ინსტიტუტებიც - საბროკერო კომპანიები, რეგისტრატორები და ცენტრალური დეპოზიტარი.

2002 წლისთვის საქართველოს საფონდო ბირჟაზე უკვე 42 ლიცენზირებული საბროკერო-სადილერო კომპანია მუშაობდა. მათ შორის ექვსი იყო კომერციული ბანკების შვილობილი კომპანიები, კერძოდ:<sup>11</sup>

- გაერთიანებული ქართული ბანკის „ქართული საფონდო კომპანია“;
- თიბისი ბანკის - „თიბისი-ბროკერი“;
- ბანკი „ქართუს“ - „ქართუ-ბროკერი“;
- საქართველოს ბანკის - „სბ-ინვესტი“;
- საქართველოს საზღვაო ბანკის - „GMB GROUP“;
- ბაზისბანკის - „ბაზისი“.

საქართველოს საფონდო ბაზრის ლიდერი საბროკერო კომპანია იყო (და არის) „გალტ ენდ თაგარტი“. შპს „გალტ ენდ თაგარტი“, როგორც საბროკერო კომპანია დაარსდა 2000 წელს. 2004 წელს იგი გახდა საქართველოს ბანკის შვილობილი კომპანია. კომპანია „გალტ ენდ თაგარტი“ საბროკერო მომსახურებასთან ერთად ახორციელებს მსოფლიო კლასის საინვესტიციო საბანკო

<sup>11</sup> *ჯიბუტი მ. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ., 2003, გვ. 89-90.*

მომსახურებას, რომელიც ცნობილია „გალტ ენდ თაგარტი სიქიურითიზის“ სახელით.

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საქართველოს საფონდო ბირჟაზე მოქმედი საბროკერო კომპანიების რაოდენობა 42-ით დაიწყო და 2017 წლამდე 5-მდე შემცირდა და ასე დარჩა იგი დღემდე.

ნაშრომში წარმოდგენილი გვაქვს 2016-2018 წლებში საფონდო გარიგებების ინფორმაცია საბროკერო კომპანიების ჭრილში. აღმოჩნდა, რომ 2016-2018 წლებში აქციებზე გარიგებათა ჯამური ღირებულება ყველა საბროკერო კომპანიის ხაზით გაზრდილია. განსაკუთრებით გაზრდილია იგი საბროკერო კომპანია „გალტ ენდ თაგარტი“. აქ ზრდამ 32411%, ანუ 324-ჯერ გაზრდა დაფიქსირდა. ობლიგაციებში პირიქით, 2016-2018 წლებში მას გაუნახევრდა გარიგებათა ჯამური ღირებულება. ანალიზმა გვიჩვენა, რომ საბროკერო კომპანიები ობლიგაციებით ვაჭრობაში ნაკლებად აქტიურობენ. აქტიურობით აქაც ისევ და ისევ „გალტ ენდ თაგარტი“ გამოირჩევა.

ჩვენ გამოვიკვლიეთ საბროკერო კომპანიების შემოსავლიანობა (წმინდა შემოსავალი და აქტივების რენტაბელობა) - აღმოჩნდა, რომ „გალტ ენდ თაგარტის“ აქტივების რენტაბელობა შეადგენს 5,8%-ს ხოლო „ქართუ ბროკერის“ 2,2%-ს, დანარჩენი კომპანიები ზარალიანი არიან.

ეს ყველაფერი გვამღევეს უფლებას დავასკვნათ, რომ საქართველოს საფონდო ბაზრის საბროკერო კომპანიების ფუნქციონირების მექანიზმი არ არის დახვეწილი და მოითხოვს ოპტიმიზებას.

რაც შეეხება რეგისტრატორის ინსტიტუტს, 2003 წლის დასაწყისში საქართველოს საფონდო ბირჟაზე უკვე ფუნქციონირებდა რვა ლიცენზირებული ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი, რომელთაგან 7 მუშაობდა ქ. თბილისში, 1 - ბათუმში.

2019 წლის დასაწყისში საქართველოს საფონდო ბირჟას კვალავაც 3 რეგისტრატორი ემსახურებოდა. 2016-2018 წლებში მათ ყველას შეუმცირდა ბრუნვა დაფიქსირებულ გარიგებებზე, კერძოდ, „კავკასრეესტრში“ შემცირებულია 6%-მდე, „ეროვნულ რეესტრში“ – 32,6%-მდე, „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების გაერთიანებულ რეგისტრატორში“ - 0,4%-მდე. 2016-2018 წლები

მოგებით დაამთავრეს მხოლოდ „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების გაერთიანებულმა რეგისტრატორმა“ და „ეროვნულმა რეესტრმა“.

შესწავლილი და ნაშრომში წარმოდგენილი გვაქვს **ცენტრალური დეპოზიტარის** საქმიანობაც. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი ერთადერთი ლიცენზირებული ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტარია ქვეყანაში. საქართველოს საფონდო ბაზარზე დადებული გარიგებების ანგარიშსწორება ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის მიერ.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი ზარალიანი ორგანიზაციაა. ზარალმა შეადგინა: 2016 წელს - 74247 ლარი, 2017 წელს - 125781 ლარი, 2018 წელს - 173652 ლარი.

ნაშრომის მეორე თავის მეორე ქვეთავში განვიხილეთ - „**საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის სპეციფიკური თავისებურებები**“. საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის თავისებურებად საქართველოში მივიჩნიეთ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე კომერციული ბანკების ჩართულობის მაღალი დონე. ისინი აქ ასრულებენ საემისიო ოპერაციებსაც, საინვესტიციო ოპერაციებსაც და ახორციელებენ საკუთრივ საფონდო ბაზრის პროფესიულ საქმიანობასაც (საბროკერო, სადილერო, საანაგრიშსწორებო და სხვა). ერთი სიტყვით, მათ საქართველოს საფონდო ბაზარზე მეტად გაფართოებული უფლებები აქვთ. დღეს საქართველოს საფონდო ბაზარზე აქციების ემისიას ახორციელებს სს „ლიბერთი ბანკი“ და სს „საქართველოს ბანკი“. 2018 წელს ორივემ ერთად ბაზარს 1173,0 მლნ ლარი ღირებულების აქციები შესთავაზეს, რითაც ბაზარზე საერთოდ შეთავაზებულ აქციების, მთლიან ღირებულებაში (1184,5 მლნ ლარი) 99% დაიკავეს. საქართველოს კომერციულ ბანკებს სხვა ორგანიზაციებთან შედარებით, ინვესტირების დიდი შესაძლებლობები აქვთ, ამიტომ საქართველოს საფონდო ბაზარზე განხორციელებული ფინანსური ინვესტირების ლომის წილი მათ ხელშია. ამას ემატება ისიც, რომ ქვეყანაში აქტიურად მოქმედი ხუთი საბროკერო კომპანიიდან 4 - მათ ეკუთვნით. ნაშრომის ამ ნაწილში ამ საკითხების განხილვით დავადგინეთ, რომ საქართველოს კომერციული ბანკების ასეთი აქტიურობით ბაზრის დანარჩენი -

არასაბანკო მოთამაშეების ქმედებები იზღუდება და თუ ასე გაგრძელდა საქართველოს საფონდო ბაზარი, როგორც თავისუფალი ფულის მიღების ალტერნატივა კომერციულ ბანკების სრულფასოვანი კონკურენტი ვერასოდეს ვერ იქნება.

რაც შეეხება სადისერტაციო ნაშრომის მეორე თავის მესამე ქვეთავს, აქ **საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის თითოეული მდგენელის საჭიროება და ფუნქციები გვაქვს განხილული**. განსაკუთრებით გავუსვით ხაზი ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორების და ცენტრალური დეპოზიტარის ფუნქციების ურთიერთანალოგიურობას.

რადგან, არა ერთი და ორი მეცნიერის მიერ დასმულია საკითხი დეპოზიტარის და რეგისტრატორის ურთიერთანალოგიური საქმიანობის შესახებ, რომელ საკითხზეც ყურადღება გაამახვილა საქართველოს კაპიტალის ბაზრის შემსწავლელმა სამუშაო ჯგუფმა, თავს უფლებას ვაძლევთ, ჩვენც დავსვათ ეს საკითხი. თანამედროვე საინფორმაციო ტექნოლოგიების სამყაროში ერთ სისტემას (იგულისხმება ან რეგისტრატორი, ან დეპოზიტარი) შეუძლია ორივე ტიპის უწყების ოპერირება.

ჩვენი წინასწარი ვარაუდით, საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის ოპტიმიზების ერთ-ერთი ეფექტური გზა, სწორედ ამ ორი სტრუქტურების გამთლიანება იქნება.

ამის აუცილებლობა გვიჩვენა ჩვენმა ინდივიდუალურმა გამოკვლევამაც, რომელიც სადისერტაციო ნაშრომის მეორე თავის მეოთხე ქვეთავში. ამ სფეროს ექსპერტებთან და მსხვილ და წვრილ ინვესტორებთან ჩავატარეთ. 5 გამოკითხული ექსპერტიდან ბირჟა სუსტად მიაჩნია 80%-ს, ხოლო ნაკლებად სუსტად - 20%-ს, 60%-ს მიაჩნია რომ ბირჟა არ სარგებლობს ნდობით, 40%-ს მიაჩნია, რომ ბირჟა არ არის მიმზიდველი ინვესტორებისათვის და არც მათი უფლებები არის დაცული, ასევე 80% აცხადებს, რომ ამ ბირჟას არ იცნობს მოსახლეობა, რადგან მის შესახებ ინფორმაცია მიუწვდომელია მათთვის, 80% აცხადებს, რომ ბირჟის მარეგულირებელი ორგანო უნდა იყოს დამოუკიდებელი, საფონდო ბაზრის საკადრო შემადგენლობას სუსტად თვლის - 40%, ნაკლებად სუსტად კი - 60%, საბროკერო კომპანიების მუშაობას უარყო-

ფითად აფასებს ექსპერტთა 80%, ხოლო საშუალოდ - 20%, საბროკერო კომპანიებისთვის საკუთარი კაპიტალის გაზრდის გადაწყვეტილებას უარყოფითად აფასებს ექსპერტთა 100% და ა. შ.

იგივე აზრი დავაფიქსირეთ საქართველოს საფონდო ბაზრის და მისი ინფრასტრუქტურის შესახებ. მსხვილ და წვრილ პოტენციალურ ინვესტორთა გამოკითხვით.

ამრიგად, ჩვენს მიერ ჩატარებული ამ გამოკვლევით დავადგინეთ ის, რომ საქართველოს საფონდო ბაზრის და მისი ინფრასტრუქტურის დღევანდელ მდგომარეობას უარყოფითად აფასებენ ექსპერტების და მსხვილი და წვრილი ინვესტორების უმრავლესობა. ეს კიდევ ერთხელ გვარწმუნებს იმაში, რომ საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურას ოპტიმიზება სჭირდება.

ნაშრომის მესამე თავი - „**საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ოპტიმიზაციის გზები**“ - ორ ქვეთავად დავყავით. პირველ ქვეთავში წარმოვადგინეთ და შევაფასეთ სხვადასხვა მეცნიერების და მეცნიერთა ჯგუფების შემოთავაზებები საქართველოს საფონდო ბაზრის და მისი ინფრასტრუქტურის სრულყოფის მიმართულებით. მათ შორის ყველაზე მნიშვნელოვნად ჩავთვალეთ საქართველოს კაპიტალის ბაზრის შემსწავლელი სამუშაო ჯგუფის გამოკვლევა („საქართველოს კაპიტალის ბაზარი: დიაგნოსტიკური შესწავლა და რეკომენდაციები“, თბ., 2015) და ევროპის განვითარების და რეკონსტრუქციის ბანკის (EBRD) კვლევა/რეპორტი, რომელიც მან საქართველოში 2019 წელს ჩაატარა.

საქართველოს კაპიტალის ბაზრის შემსწავლელმა სამუშაო ჯგუფმა საქართველოს მთავრობას საფონდო ბაზრის გასაძლიერებლად და მისი მუშაობის გასაუმჯობესებლად 43 რეკომენდაცია შესთავაზა. მისი მხოლოდ მცირე ნაწილი ეხებოდა საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურას, რომელთა უმრავლესობაზე საფონდო ბირჟაზე მუშაობა უკვე დაწყებულია (ეს ეხება ინფრასტრუქტურის ინტეგრირებას საზღვარგარეთის სისტემებთან, საფონდო ბაზრის სამართლებრივი სისტემის მიახლოებას ევროკავშირის მიდგომებთან და ა. შ.).

საქმიანი წინადადებები აქვს შემოთავაზებული ევროპის განვითარების და რეკომენდაციის ბანკს (EBRD). იგი საქართველოს საფონდო ბაზრის განუვითარებლობის ერთ-ერთ მიზეზად მკაფიო საკანონმდებლო და მარეგულირებელ ნორმების არარსებობას ასახელებს. ამის შესახებ ჩვენც აღვნიშნეთ ნაშრომის პირველ თავში (1.3), როცა გავანალიზეთ და შევაფასეთ საქართველოს საფონდო ბაზრის მარეგულირებელი კანონები და კანონქვედებარე აქტები და შენიშვნებიც გავაკეთეთ. ვერ დავეთანხმებით მხოლოდ EBRD-ის მოსაზრებას იმის შესახებ, რომ ამ კანონებში სისხლის სამართლის სანქციებიც ჩაირთოს. ჩვენი აზრით, ამ გადაწყვეტილების მიღება ნაჩქარევად არ შეიძლება, მასზე ცალკე უნდა ჩატარდეს კვლევა.

ნაშრომის მესამე თავის მეორე ქვეთავში წარმოდგენილი გვაქვს „**საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის სრულყოფის ჩვენი ხედვები**“. ამ საკითხზე მუშაობისას ჩვენი პირველი ყურადღება მიიქცია იმან, რომ საქართველოს არც ზოგადად კაპიტალის ბაზარს და არც საქართველოს საფონდო ბირჟას 2018-2019 წლამდე არ ჰქონდა გრძელვადიანი განვითარების სტრატეგია. დღეს ერთიც გვაქვს და მეორეც, მაგრამ არცერთი არ არის სრულყოფილი. ისინი მეტად ნაჩქარევად და ზედაპირულად არიან შექმნილნი. ამ სტრატეგიებში ძირითადად დაპირებებია მოცემული და ნაკლებად შესრულების ვადები, შემსრულებლები და დაფინანსების წყაროები.

საქართველოს საფონდო ბირჟის 2018-2020 წლების სტრატეგიაში არ არის და აუცილებლად უნდა იყოს გაცხადებული სტრატეგიული მიზანი ანუ ამ ბირჟის სამომავლო ადგილი. სტრატეგია აჯობებდა იყოს არა სამწლიანი, არამედ, ხუთწლიანი, რადგან იმ 22 დირექტივის განხორციელებას, რომლებიც ევროკავშირიდან ივალედებულა საფონდო ბაზარი 3 წელიწადში ვერ მოასწრებს. ამასთან, სტრატეგიაში ჩადებული ღონისძიებების რაოდენობა მცირეა (მხოლოდ 9, მაშინ როდესაც კაპიტალის ბაზრის შემსწავლელმა ჯგუფმა მას 43 რეკომენდაცია შესთავაზა), ცალკეულ ღონისძიებებს არ აქვს მითითებული დაფინანსების სიდიდე და ა. შ.

ამ შენიშვნების და აგრეთვე, ნაშრომის წინა თავებში საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის საქმიანობაზე ჩვენს მიერ გამოთქმული

ჩვენი სხვადასხვა კომენტარების საფუძველზე, ვაყალიბებთ მისი ოპტიმიზების შემდეგ ხედვებს:

პირველი ჩვენი წინადადებაა რეგისტრატორებისა და დეპოზიტარის შერწყმა, ანუ „ერთი ფანჯრის პრინციპით“ მომსახურება, რადგანაც ამ კომპანიებს ამჟამინდელი სხვადასხვა პროგრამული გარემო, ურთიერთობის ფორმები, ლოკაცია და სხვა, პრობლემებს ქმნის. ამის დიდი პრაქტიკა აქვს ევროპას.

რადგან დეპოზიტარს არ გააჩნია აქტივების შენახვისათვის უსაფრთხოებისა და ტექნიკური აღჭურვილობის შესაბამისი დონე, ამიტომ საჭიროა დეპოზიტარის წვდომა/ჩართულობა ეროვნული ბანკის საანგარიშსწორების სისტემასთან, ასევე ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო შენახვა-ანგარიშსწორების სისტემებთან Clearstream და Euroclear-თან და დეპოზიტარის მიერ ელექტრონული ურთიერთობის დამყარება ყველა მხარესთან.

მეორე წინადადება უკავშირდება სახელმწიფოს და კომპანიების მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა ბაზრებზე გაყიდვას. სახაზინო ობლიგაციებით პირველადი აუქციონები და მეორადი ვაჭრობები სასურველია განხორციელდეს საქართველოს საფონდო ბირჟის და ცენტრალური დეპოზიტარის მეშვეობით. ფასიანი ქაღალდების კვალიფიციურ ბროკერებს უნდა მიეცეთ საშუალება ძირითად დილერებთან (ბანკებთან) ერთად მიიღონ მონაწილეობა სახაზინო ობლიგაციების პირველადი განთავსების აუქციონებში.

მესამე პრობლემაა ერთიანი სავაჭრო და აღრიცხვის პლატფორმა/საინფორმაციო ცენტრის არარსებობა (ეს ძირითადად არასაბირჟო ფასიან ქაღალდებს ეხება). აქ ჩვენი რეკომენდაცია ასეთია:

- არასაბირჟო ფასიან ქაღალდებზე გარიგებათა აღრიცხვა სავალდებულო იყოს რაიმე ერთიან პლატფორმაზე;
- ემიტენტებს დაევალოთ იმავე პლატფორმაზე ატვირთონ პერიოდული ფინანსური თუ სხვა ანგარიშგებები;
- აქვე დაიდოს ინფორმაცია ყველა სავაჭრო ფასიან ქაღალდებზე და ანგარიშგებად კომპანიაზე.

პრობლემაა ეროვნული საპენსიო სააგენტოსთვის სპეციალიზებული დეპოზიტარის დანიშვნის/შერჩევის საკითხიც. სპეცდეპოზიტარი შეასრულებს საქართველოს სახელმწიფო საპენსიო ფონდის მიერ ფლობილი ფასიანი ქაღალდების შენახვის ფუნქციებს და ვფიქრობთ, რომ ცენტრალური დეპოზიტარი საუკეთესო არჩევანი იქნება ამ ფუნქციის შესასრულებლად. სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმართ საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ისეთი მოთხოვნებია დაწესებული, რომ ვფიქრობთ, მას არ სურს, რომ ცენტრალურმა დეპოზიტარმა მიიღოს სპეცდეპოზიტარის სტატუსი. ეროვნულ ბანკს ალბათ სურს, რომ საპენსიო სააგენტომ აირჩიოს ერთადერთი სპეცდეპოზიტარი, სავარაუდოდ, რომელიმე კომერციული ბანკი). სპეციალიზებული დეპოზიტარის მიმართ დღევანდელი მოთხოვნები ისეთია, რომ მათი დამყოფილება, სავარაუდოდ, მხოლოდ ორ უმსხვილეს კომერციულ ბანკს შეეძლება.

ამჟამად, ეროვნულ ბანკს, როგორც ზედამხედველს აქვს მხოლოდ „პოლიციის“ როლი - დაუწესოს წესები და სანქციები ბაზრის მონაწილეებს და არ ევალუება ზრუნვა ბაზრის განვითარების საკითხებზე. ჩვენი რეკომენდაცია არის, რომ კანონით დაევალოს ზედამხედველს იზრუნოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სრულყოფილ, ეფექტურ განვითარებაზე.

გარიგებათა უმრავლესობა საქართველოში იდება ბირჟის გარეთ. ჩვენი რეკომენდაციაა: გაიზარდოს ფიქსინგის საკომისიო გარიგების ბირჟის გარეთ დადებაზე.

გვაქვს წინადადებები ემიტენტების რაოდენობის ზრდაზეც: ეს მიიღწევა საქართველოში არსებული სააქციო საზოგადოებების მიერ აქციების მიმოქცევაში გაშვებით. სახელმწიფოს მიერ აქციონერების დაცვის მიზნით სადაზღვევო ფონდ(ებ)ის შექმნით და ა. შ.

გვაქვს წინადადებები მიმართული საქმიანი წრეების და მოსახლეობის საფონდო ბაზრისადმი დამოკიდებულების შეცვლაზე, კერძოდ: საფონდო ბაზრის საჭირბოროტო საკითხების და სტატისტიკური ინფორმაციის პრესაში უფრო აქტიურად გაშუქება; უმაღლეს სწავლებაში ბროკერის და დილერის პროფესიის ოფიციალურად შემოღება და სხვა.

ამის გარდა, აღვნიშნავთ, რომ საბანკო სექტორის ჭარბი კონცენტრაცია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არ არის სასურველი. საფონდო ბაზარზე უნდა მოხდეს კომერციული ბანკების მონაწილეობის ლიმიტირება.

საჭიროდ ვთვლით საქართველოს საფონდო ბირჟის განვითარების არსებულ სტრატეგიაში ყურადღება მიექცეს: საქართველოს ეკონომიკურ მასშტაბს და რეზიდენტი ემიტენტების პოტენციალს; საერთაშორისო და ადგილობრივი ინვესტორების და ბაზრის მონაწილეების სამოტივაციო სისტემის ჩამოყალიბებას და ა. შ.

დღესდღეობით, საქართველოს საფონდო ბირჟა სავალალო მდგომარეობაშია და ამის ერთ-ერთი მთავარი მიზეზი ისაა, რომ მას მართავენ კონკურენტები, ანუ – ბანკები. პრობლემას ქმნის ის გარემოებაც, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულატორი საქართველოს ეროვნული ბანკია. ეროვნული ბანკი თვითონ არის მოვაჭრე და მონაწილე ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა, ამავდროულად, ის არის საკრედიტო ინსტიტუტების რეგულატორიც.

ჩვენი რეკომენდაციაა დაუწესდეთ კომერციულ ბანკებს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურაში მონაწილეობის ლიმიტები - ინდივიდუალურად 10% ან ნაკლები და ჯამურად ბანკებს 50% ან ნაკლები (აშშ-ს დარად).

ჩვენი აზრით, კონკურენტი საბანკო სფეროს კონტროლიდან საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის გამოყვანა გარკვეული ლიმიტებით და მასზე საკუთრების დივერსიფიკაციის იმგვარი მექანიზმის დამკვიდრება, რაც უზრუნველყოფს „სამართლიანი სათამაშო მოედნის“ პრინციპს და ინვესტორთა და ემიტენტთა სრულ ნდობას დაიმსახურებს, იქნება მისი ოპტიმიზირების ერთი დიდი ნაბიჯი იმ სხვა ნაბიჯებთან ერთად, რაც უკვე ჩამოვთვალეთ.

## დასკვნა

სადისერტაციო ნაშრომის - „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა და მისი ოპტიმიზაციის გზები“ - დამუშავებით გავაკეთეთ შემაჯამებელი დასკვნა იმის შესახებ, რომ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და მისი ინფრასტრუქტურა საჭიროებს გარდაქმნას.

ამის საფუძველზე მოგვცა ბაზრის შემდეგმა მდგომარეობამ:

1. 2000-2018 წლების პერიოდში საფონდო ბირჟას გარიგებათა რაოდენობასა და ღირებულებაში არ ჰქონდა სისტემატური ზრდა.
2. საქართველოს საფონდო ბაზარზე ობლიგაციებით ვაჭრობა მეტად განუვითარებელია.
3. საქართველოს საფონდო ბირჟა ზრალიანია. 2016-2018 წლებში მისი ზარალი 2-ჯერ გაიზარდა.
4. ხუთი საბროკერო კომპანიიდან ორი ზარალზე მუშაობს.
5. ხუთი რეგისტრატორიდან 2016-2018 წლებში დაფიქსირებული გარიგებები შემცირებულია სამ რეგისტრატორში - სს „კავკასრეესტრში, შპს „ეროვნულ რეესტრში“, სს „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების გაერთიანებულ რეგისტრატორში“.
6. საფონდო ბაზარზე მოქმედ 5 საბროკერო კომპანიიდან 4 არის კომერციული ბანკების. ეს ნიშნავს იმას, რომ საქართველოს საფონდო ბაზარზე კომერციული ბანკების კონცეფცია მეტად მაღალია.
7. ხარვეზებია საქართველოს საფონდო ბაზრის მარეგულირებელ კანონებში.
8. ინტერესთა კონფლიქტის გამო, პრობლემას წარმოადგენს საქართველოს საფონდო ბაზრის მარეგულირებელ ორგანოდ საქართველოს ეროვნული ბანკის არსებობა, რომელიც იმავე დროს წარმოადგენს საფონდო ბაზრის კონკურენტი კომერციული საბანკო სექტორის მარეგულირებელს და ა. შ.

ამ მდგომარეობის გამოსასწორებლად სადისერტაციო ნაშრომში შემოთავაზებული გვაქვს შემდეგი რეკომენდაციები:

1. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ორგანო გამოეყოს საქართველოს ეროვნულ ბანკს და ცალკე ავტონომიურ ერთეულად ჩამოყალიბდეს.

2. მოსაწესრიგებელია საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ცალკეული კანონები და კანონქვემდებარე აქტები. კანონს „მეწარმეთა შესახებ“ უნდა დაემატოს აქციონერთა უფლებების დამცავი მუხლი, კანონქვემდებარე აქტს - საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2018 წლის 5 ივლისის ბრძანებას #145/04 – „საბროკერო კომპანიის ლიცენზირებისა და რეგულირების წესის დამტკიცების თაობაზე“ - იქ, სადაც საუბარია საბროკერო კომპანიის ვალდებულებაზე, რომ მას საქმიანობის ყოველ ეტაპზე გააჩნდეს კლიენტების მიმართ ვალდებულებების დასაფარად საკმარისი თანხები, მიეთითოს ამ დაფარვის ქვედა ზღვარი, ხოლო იქ, სადაც საუბარია საბროკერო კომპანიის მიერ ნაკლოვანების აღმოფხვრის ვადაზე, რომლის დაწესების უფლებაც აქვს ეროვნულ ბანკს, შემდეგში შერჩევითი მიდგომის თავიდან ასაცილებლად, სასურველია, აქვე დაუფიქსირდეს ამ ვადის ხანგრძლივობა.

3. 2007 წელს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელ კანონში შეტანილ ცვლილებათა პაკეტის შედეგად მოიხსნა მოთხოვნა საფონდო ბირჟაზე დაშვებული ფასიანი ქაღალდების ყველა გარიგების ბირჟაზე განხორციელების შესახებ. ამის შედეგად ვაჭრობამ გადაინაცვლა საფონდო ბირჟიდან ბირჟის გარეთ ანუ გაუმჭვირვალე ბაზრისკენ. ამ ხარვეზის აღმოსაფხვრელად ჩვენი წინადადებაა გაიზარდოს ბირჟისგარეთ ვაჭრობის საკომისიო მოსაკრებლის სიდიდე და ამით სტიმულაცია მიეცეს საბირჟო /კონკურენტულ გარემოში ვაჭრობას.

4. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში 2007 წელს შეტანილი ცვლილებით გაუქმდა რა შეზღუდვა, რომელიც ხელს უშლიდა კომერციულ ბანკებს თავის კონტროლისქვეშ მოექციათ საქართველოს საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტები, მანამდე არსებული საბროკერო კომპანიიდან დარჩა მხოლოდ 5 კომპანია, რომელთაგან მხოლოდ 1 არის არასაბანკო. ასეთი ინფრასტრუქტურით ფასიანი ქაღალდების

ბაზარი, თავისუფალი ფულის ხელმისაწვდომობაში ვერასოდეს იქნება კომერციული ბანკების კონკურენტი და ჩვენი წინადადებაა ბანკებს ბაზარზე დაუწესდეს რაღაცა ლიმიტი - მაგალითად, ინდივიდუალურად 10% ან ნაკლები და ჯამურად ბანკებს 50% ან ნაკლები (აშშ-ს დარად).

5. იმის მიუხედავად, რომ საქართველოს საფინანსო ბაზრის რეფორმირება ჩატარდა, დეპოზიტარების და რეგისტრატორების ფუნქციები კვლავაც ცალ-ცალკე დარჩნენ. ჩვენი წინადადებაა, რომ ეს ფუნქციები შეერთდეს დეპოზიტარების ან რეგისტრატორების რომელიმე ერთ ორგანიზაციაში, ანდა დაფუძნდეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ახალი პროფესიონალური მონაწილე, რომელიც ამ ორი ინფრასტრუქტურული ინსტიტუტის ფუნქციებს გააერთიანებს და შეასრულებს.

6. როგორც საქართველოს კაპიტალის ბაზრის, ისე საქართველოს საფონდო ბირჟის განვითარების სტრატეგიებში საქართველოს გადაქცევა რეგიონის ფინანსურ ცენტრად სტრატეგიულ მიზნად უნდა დაფიქსირდეს. ამჟამად არსებულ ამ სტრატეგიებში ეს მიზანი, ანუ ამ სფეროში საქართველოს სამომავლო პოზიცია არ არის დაფიქსირებული. ჩვენი რეკომენდაციაა ორივე სტრატეგია ამ თვალთახედვით გადამუშავდეს, რათა ქვეყნის მთავრობამაც, საზოგადოებამაც და ამ სფეროს მუშაკებმაც იცოდნენ, თუ რაზე აქვს ქვეყანას პრეტენზია მომავალ 3-5 წელიწადში.

ნაშრომში გვაქვს სხვა წინადადებებიც. მათი სიმრავლის მიუხედავად, ჩვენ არ გვაქვს პრეტენზია იმისა, რომ მათი გატარებით, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურაში უკლებლივ ყველა პრობლემა გადაწყდება, მაგრამ პროგრესი აუცილებლად იქნება.

სადისერტაციო ნაშრომის თემაზე ფაკულტეტის საგამოცდო კომისიაში დაცული იქნა ორი კოლოკვიუმი და ორი თემატური სემინარი:

კოლოკვიუმი:

1. კოლოკვიუმი 1 – ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი და ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება საქართველოში. 02.03.2018.
2. კოლოკვიუმი 2 – ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება საქართველოში. 25.07.2018.

სტატიები:

1. საქართველოში საფონდო ბირჟის გააქტიურების ნიშნები გამოჩნდა, ჟ. „სოციალური ეკონომიკა“, XXI საუკუნის აქტუალური პრობლემები, #2-3, თბ., 2019, გვ. 92-96.
2. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოდელები საზღვარგარეთის ქვეყნებში, ჟ. „ეკონომიკა“, #5-6, თბ., 2019, გვ. 179-189.
3. ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების წარმატების ფაქტორები, გლობალიზაცია და ბიზნესის თანამედროვე გამოწვევები, მე-3, ნაწილი 1, თბ., 2019, გვ. 302-307.

კონფერენციები:

1. კომერციული ბანკების მიერ ემიტირებული ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისადმი მოთხოვნები საქართველოში და მისი სრულყოფის გზები, საერთაშორისო სამეცნიერო კონფერენცია მეცნიერება პრაქტიკისა და განვითარებისათვის, 22-24 თებერვალი, 2019, ბაქო, გვ. 378-386.
2. ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების თავისებურებები საქართველოში, საერთაშორისო სამეცნიერო კონფერენცია ISC SEU 2019, 16 თებერვალი, 2019, გვ. 107-116.