

ანგარიში
2016 წლის აპრილი



კაპიტალის ბაზრის
განვითარების და
საკანონო რეფორმის
დეპარტამენტი

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია

კაპიტალის ბაზრის სამუშაო ჯგუფი



საქართველოს მკონომიკისა და
მდგრადი განვითარების სამინისტრო



საქართველოს ფინანსთა
სამინისტრო



საქართველოს ეროვნული ბანკი

სარჩევი

შესავალი.....	3
1. კაპიტალის ბაზრის მიმდინარე მდგომარეობა და განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორები. 4	
1.1 მიმდინარე მდგომარეობის აღწერა	4
1.2 გასული პერიოდის მიმოხილვა	13
1.3 ბაზრის განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორები	15
2. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიული ხედვა	16
2.1 კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელობა	16
2.2 სტრატეგიული ხედვა ბაზრის განვითარებაზე	17
2.3 სახელმწიფოს როლი ბაზრის განვითარებაში	18
2.4 მომხმარებელთა უფლებების დაცვა, როგორც პრიორიტეტი	20
3. ბაზრის განვითარების პრაქტიკული ნაბიჯები	21
3.1 ჰარმონიზაცია ევრო დირექტივებთან	21
3.2 მარეგულირებელი გარემო	23
3.3 სხვა საკანონმდებლო ცვლილებები	24
3.4 ინფრასტრუქტურა	26
3.5 განათლება	28
4. ბაზრის ცალკეული სეგმენტების განვითარების გეგმა	32
4.1 ფულადი ბაზარი	32
4.2 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი	33
4.3 კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი	37
4.4 სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება	40
4.5 დერივატივების ბაზარი	47
5. სხვა დაკავშირებული რეფორმები	49
5.1 სადაზღვევო ბაზარი	49
5.2 საპენსიო რეფორმა	50
5.3 კორპორატიული მართვის გაუმჯობესება	51
5.4 საინვესტიციო ფონდების განვითარება	53
5.5 სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია	54
დანართი 1	55
კაპიტალის ბაზრის განვითარების ბენჩმარკები	55
დანართი 2	56
კაპიტალის ბაზრის განვითარების სამოქმედო გეგმა	56

დიაგრამების სია

დიაგრამა 1: ფინანსური სექტორის აქტივები 2015წ.....	5
დიაგრამა 2: კომერციული ბანკების მიერ ნაყიდი/გაყიდული აშშ დოლარი/ევრო დინამიკა 2010-2015.....	6
დიაგრამა 3: სებ-ის პოლიტიკის განაკვეთის, o/n სესხის და დეპოზიტის, ერთდღიანი ბანკთაშორის სესხის განაკვეთის დინამიკა	7
დიაგრამა 4: რეპო გარიგებების რაოდენობა	8
დიაგრამა 5: ყოველწლიური რეპო გარიგებების წილი მთლიან გარიგებებში	8
დიაგრამა 6: სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების დინამიკა (2009-2016).....	10
დიაგრამა 7: სსი-ების (IFI) მიერ ლარით დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების მოცულობა.....	11
დიაგრამა 8: რეგისტრირებული კომპანიების კაპიტალიზაცია პროცენტულად მშპ-სთან (2012)	12
დიაგრამა 9: საფონდო ბაზრის ბრუნვის მოცულობა პროცენტულად მშპ-სთან.....	12
დიაგრამა 10: მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელი მფლობელთა ჭრილში (2011-2015).....	35
დიაგრამა 11: ლარის შემოსავლიანობის მრუდი.....	38
დიაგრამა 12: აქციების და ობლიგაციების საჯარო შეთავაზებების დინამიკა (2010-2015).....	43
დიაგრამა 13: ბირჟაზე სესიის დროს დადებული და დაფიქსირებული გარიგებების დინამიკა (2007-2015).....	45
დიაგრამა 14: სადაზღვევო ბაზრის აქტივების და ვალდებულებების დინამიკა (2010-2015).....	50

შესავალი

წინამდებარე სტრატეგიის დოკუმენტი შემუშავებულია კაპიტალის ბაზრის განვითარების ჯგუფის მიერ, რომლის შემადგენლობაშიც შედიან საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო და საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ეს დოკუმენტი არის სამუშაო ჯგუფის ფორმატის ფარგლებში გამართული მსჯელობების და საჯარო განხილვების შედეგად მიღებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია და სამოქმედო გეგმა.

იგი წარმოადგენს ჯგუფის ერთიან ხედვას, თუ რა პრინციპებზე უნდა აეგოს, რა მიმართულებით და რა თანმიმდევრულობით განვითარდეს კაპიტალის ბაზარი, რა არის საჭირო მოკლე და საშუალოვადიან პერიოდში დასახული მიზნების მისაღწევად. ასევე რა როლი უნდა ითამაშონ ამ პროცესში სხვადასხვა მონაწილე მხარეებმა.

სტრატეგია საფუძვლად იყენებს აზიის განვითარების ბანკის (ADB) მხარდაჭერით მომზადებული კაპიტალის ბაზრის დიაგნოსტიკური კვლევის დრაფტს, მომზადებულს კაპიტალის ბაზრის ექსპერტ ბ-ნ ბობ სინგლეთერის მიერ, USAID მხარდაჭერით მოწყობილი საჯარო განხილვებისას გამოთქმულ შენიშვნებს და საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ მოწოდებულ კომენტარებს.

სამუშაო ჯგუფი მადლობას უხდის ყველა დაინტერესებულ მხარეს, რომელმაც საკუთარი შენიშვნები და კომენტარები მიაწოდა ჯგუფს და წვლილი შეიტანა დოკუმენტის სრულყოფაში. მათ შორის ბატონ ბობ სინგლეთერს, რომელმაც სასარგებლო სამუშაო გაწია დიქგნოსტიკური კვლევის მომზადებისას.

სტრატეგიის მიზანია საქართველოში კაპიტალის ლიკვიდური ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა, რაც ხელს შეუწყობს საფინანსო სისტემის დივერსიფიკაციას, გრძელვადიანი საინვესტიციო რესურსის ხელმისაწვდომობის ზრდას, ეკონომიკის დედოლარიზაციას, საფინანსო სექტორის შოკების მიმართ მდგრადობის ზრდას.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების მნიშვნელოვანი წინაპირობაა საქართველოში ისეთი თავისუფალი და კონკურენტული გარემოს შექმნა, რომელიც უპასუხებს ქვეყანაში კაპიტალისა და ინვესტიციების საჭიროებას, იქნება ეფექტიანი, ინოვაციური, მაღალ შედეგებზე ორიენტირებული და ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების გრძელვადიანი გეგმების შესაბამისი.

კაპიტალის ბაზარი იქნება რესურსების მოზიდვის მაღალეფექტიანი წყარო. იგი ემიტენტებს და ინვესტორებს მისცემს საშუალებას მიიღონ თანამედროვე ტექნოლოგიებზე დაფუძნებული საფინანსო მომსახურების სრული სპექტრი.

კაპიტალის ბაზარს ექნება საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის შესაბამისი და განვითარებაზე ორიენტირებული მარეგულირებელი გარემო, რომელიც ბაზარს მისცემს ეფექტიანად ფუნქციონირების საშუალებას და უზრუნველყოფს მაღალი დონის სანდოობასა და ინვესტორთა დაცულობას.

კაპიტალის ბაზრის განვითარებას ხელს შეუწყობს კერძო და სახელმწიფო სექტორის ინვესტიციები და მათ მიერვე დაწესებული ბაზარზე ქცევის გონივრული წესები. წარმატების საწინდარი იქნება კერძო და საჯარო სექტორის ერთობლივი ძალისხმევა მიმართული სტრატეგიის რეკომენდაციების პრაქტიკული შესრულებისაკენ.

სამოქმედო გეგმა ემსახურება გრძელვადიანი მიზნების მიღწევას და ითვალისწინებს რიგი რეფორმების გატარებას, რომლებიც საშუალოვადიან პერიოდში მოიტანს სასურველ გაზომვად შედეგს. ასეთი გაზომვადი მიზნები მოცემულია დანართ 1-ში შესაბამისი ით.

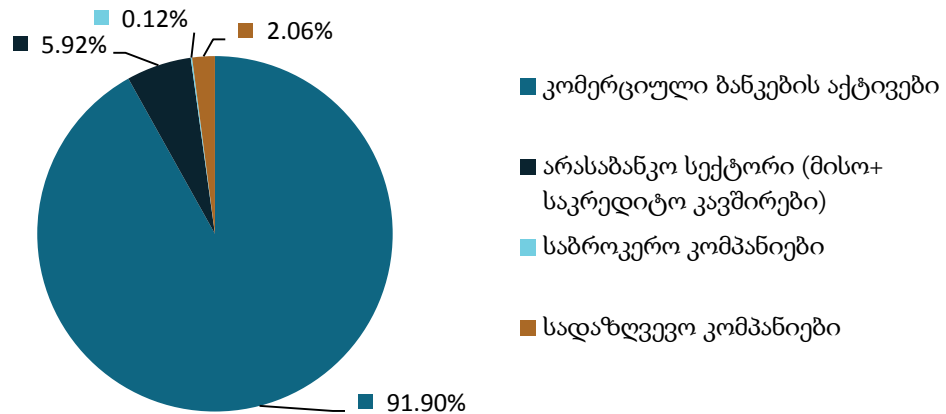
სტრატეგია იქნება ცოცხალი, პერიოდულად განახლებადი დოკუმენტი. სამუშაო ჯგუფის წევრები განახორციელებენ სტრატეგიით დასახული მიზნების და ბენჩმარკების მონიტორინგს. საჭიროების შემთხვევაში მოხდება ვადების ცვლილება, ახალი საკითხების დამატება. ეს ცვლილებები გაითვალისწინებს როგორც სამოქმედო გეგმის ფარგლებში მიღწეულ ფაქტიურ შედეგებს, ისე ახალ გამოწვევებს და შესაძლებლობებს, რომელთა წინაშე დადგება ქვეყანა და მისი კაპიტალის ბაზრები.

1. კაპიტალის ბაზრის მიმდინარე მდგომარეობა და განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორები

1.1 მიმდინარე მდგომარეობის აღწერა

დღეისათვის საქართველოს ფინანსური სექტორის უდიდესი ნაწილი მოდის კომერციულ ბანკებზე. კაპიტალის ბაზრების როლი მოკრძალებულია. სტრატეგიით გათვალისწინებული ღონისძიებების განხორციელების შედეგად ბაზრების როლი ფინანსური რესურსების განაწილებაში მნიშვნელოვნად უნდა გაიზარდოს (ბენჩმარკი 1).

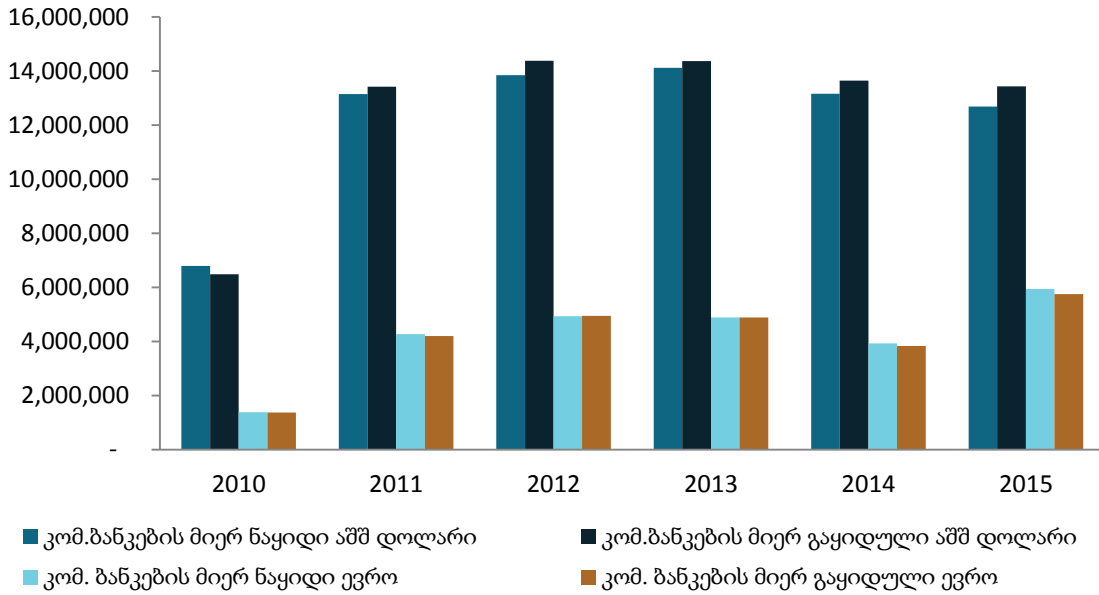
დიაგრამა 1: ფინანსური სექტორის აქტივები 2015წ



დღეისთვის საქართველოში მუშაობს და გარკვეულ დონეზე განვითარებულია **სავალუტო სპოტ, ბანკთაშორისი ფულადი (სესხები-დეპოზიტები) და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების** და ბანკთაშორისი მეორადი ბაზარი. მართალია ამ სეგმენტების განვითარებაზე ზრუნვა კვლავაც აუცილებელია და გაგრძელდება, თუმცა მათ უკვე შექმნეს საჭირო ფუნდამენტი კაპიტალის ბაზრის სხვა სეგმენტების ამოქმედებისათვის.

სავალუტო სპოტ ბაზარი, მართალია მცირე მოცულობისაა, მაგრამ საკმაოდ ლიკვიდურია, კომპანიებს და ფიზიკურ პირებს შეუძლიათ შეუფერხებლად გადაცვალონ ერთი ვალუტა მეორეზე. იგივე შეიძლება ითქვას არარეზიდენტ ინვესტორებზე, რომელთაც პერიოდულად წარომეშობათ ლარის ყიდვის და შემდგომ გაყიდვის საჭიროება ქართულ ბაზარზე ოპერირებისას. კურსი არის მცურავი და კურსის წარმოაქმნა მთლიანად ეფუძნება საბაზრო პრინციპებს. ცენტრალური ბანკის ჩარევა მინიმალურია და იშვიათი ინტერვენციებით შემოიფარგლება, რომლებიც თავის მხრივ, საბაზრო აუქციონის პრინციპს ემყარება.

დიაგრამა 2: კომერციული ბანკების მიერ ნაყიდი/გაყიდული აშშ დოლარი/ევრო დინამიკა 2010-2015

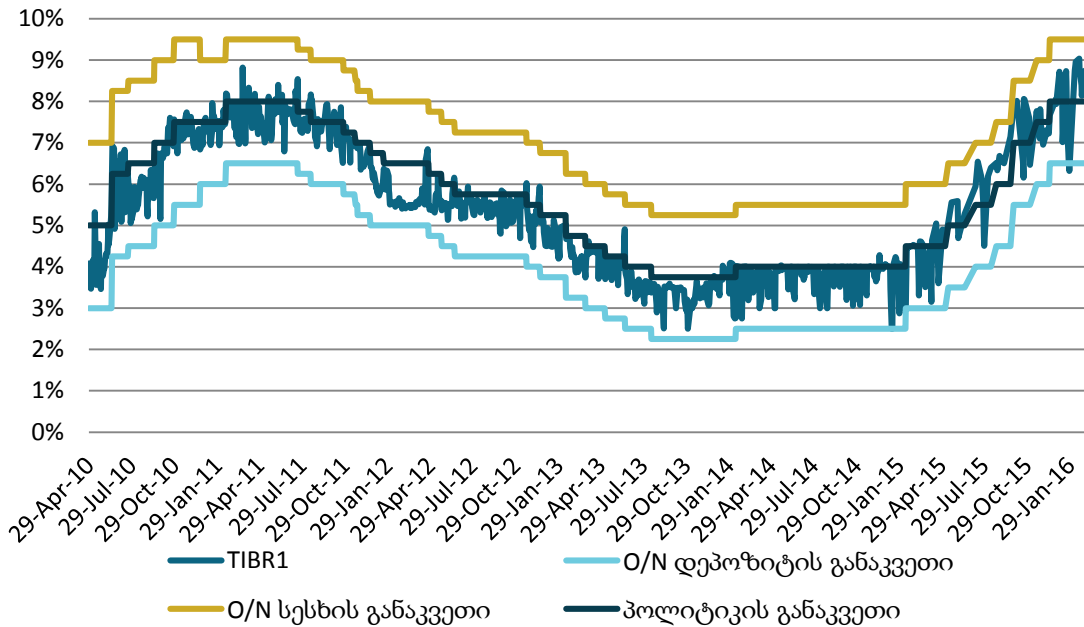


ბანკთაშორისი ბაზარი კონცენტრირებულია ბლუმბერგის სავაჭრო სისტემაში, სადაც სხვა განვითარებული ქვეყნების მაზრების მსგავსად ხდება კურსის კოტირებები დროის რეალურ რეჟიმში და ინფორმაცია ხელმისაწვდომია ბაზრის ყველა მონაწილისათვის, ვისაც შესაბამის სავაჭრო ტერმინალზე აქვს წვდომა.

ბანკთაშორის ფულად ბაზარზე ჯერ კიდევ დიდია არაუზრუნველყოფილი სესხებისა და დეპოზიტების წილი, თუმცა ბოლო პერიოდში გაიზარდა რეპო ოპერაციების მოცულობა. ცენტრალური ბანკის ფულად საკრედიტო ინსტრუმენტები და ლიკვიდობის თავისუფალი მიწოდება უზრუნველყოფს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობას მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის სიახლოვეს. ლიკვიდური ფულადი ბაზარი ხელს უწყობს უფრო გრძელვადიანი ინსტრუმენტების ლიკვიდობას და კაპიტალის ბაზრის განვითარების აუცილებელი წინაპირობაა.

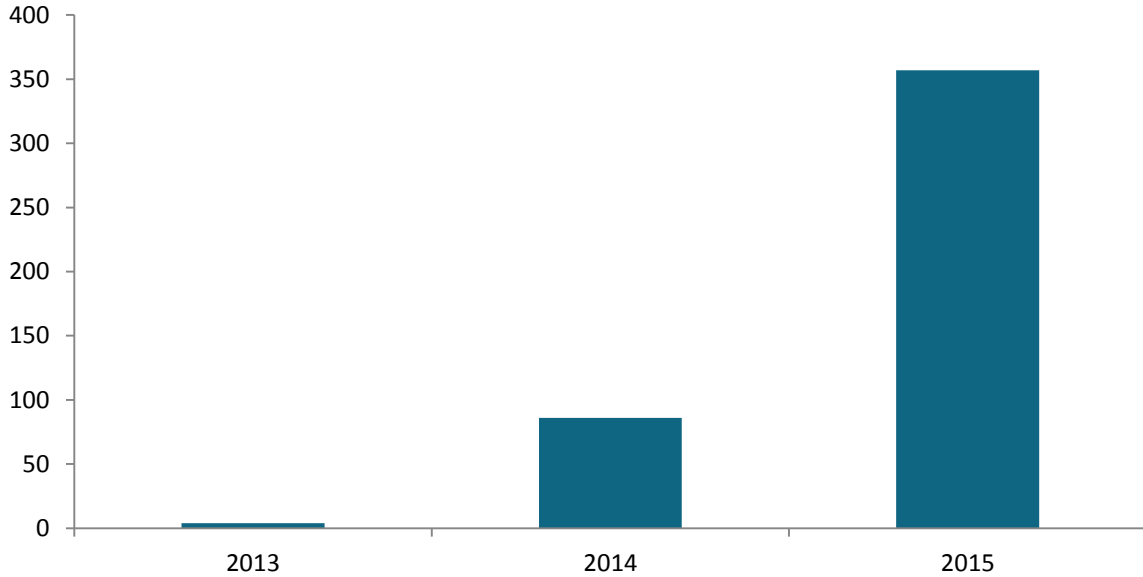
ეროვნული ბანკი უკვე რამოდენიმე წელია აქვეყნებს ფულადი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთების ინდექსებს TIBR1 და TIBR7, რომლებიც ბანკთაშორის ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების დინამიკის ანალიზის საშუალებას იძლევა. ასევე შედარებით ახლო წარსულში დაიწყო ლარის ოფიციალური შემოსავლიანობის მრუდის გამოქვეყნება. ორივე მაჩვენებელი ხელს უწყობს სხვადასხვა ინსტრუმენტების ფასწარმოქმნას.

დიაგრამა 3: სეზონის პოლიტიკის განაკვეთი, o/n სესხის და დეპოზიტის, ერთდღიანი ბანკთაშორის სესხის განაკვეთის დინამიკა

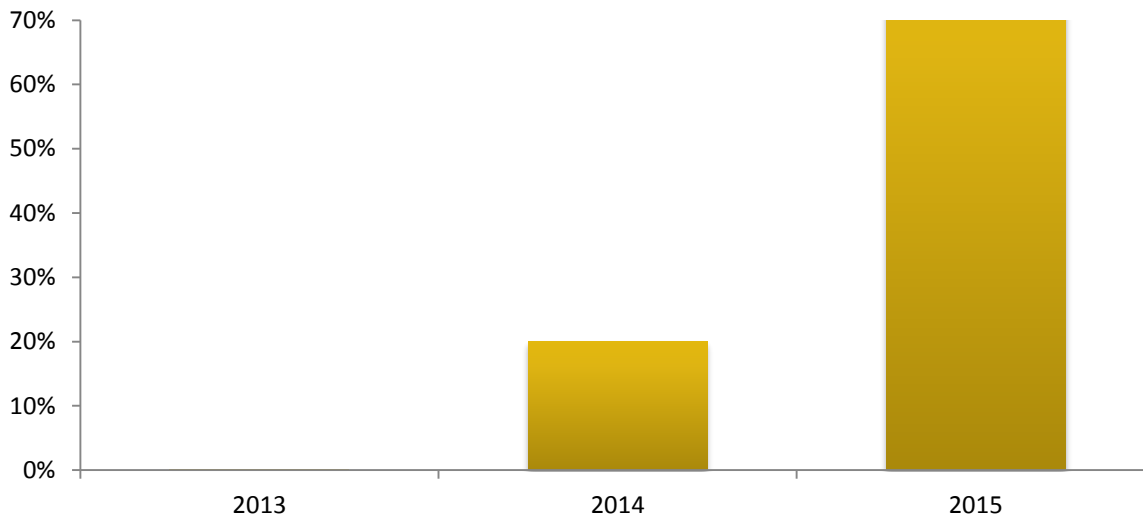


ფულად ბაზარზე თანდათანობით იმკვიდრებს ადგილს რეპო. ბანკთაშორის რეპო ბაზარი საუკეთესო თვალსაჩინო მაგალითია იმისა, თუ სამი მიმართულებით, (კანონმდებლობა, ინფრასტრუქტურა და განათლება) გატარებული ღონისძიებების დახმარებით, როგორ გახდა შესაძლებელი ბაზრის სეგმენტის გააქტიურება, რომელიც ქვეყანაში არ არსებობდა. 2013 წელს განხორციელებული რამდენიმე რეპო გარიგებიდან დღემდე აღნიშნული ინსტრუმენტის მიმზიდველობა ბაზარზე საგრძნობლად გაიზარდა. 2015 წელს კომერციულ ბანკებს შორის განხორციელდა 357 რეპო გარიგება 4.5 მლრდ ლარის ნომინალური ღირებულების სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით, როცა 2014 წელს სულ განხორციელდა 1.1 მლრდ ლარის ნომინალური ღირებულების 86 გარიგება.

დიაგრამა 4: რეპო გარიგებების რაოდენობა



დიაგრამა 5: ყოველწლიური რეპო გარიგებების წილი მთლიან გარიგებებში



ბანკთაშორისი რეპოს ბაზარი ეფუძნება საერთაშორისო პრაქტიკაში აპრობირებულ რეპო გარიგებების ჩარჩო ხელშეკრულებას, რომელიც წარმოადგენს „გლობალური ჩარჩო რეპო ხელშეკრულების (GMRA)“-ის ადაპტირებულ ქართულ ვერსიას. ბანკთაშორისი რეპო გარიგებები და ანგარიშსწორება, სრულად ავტომატიზირებულია და გააჩნია

უსაფრთხოების მაღალი ხარისხი. ოპერაციებისას გამოიყენება ბლუმბერგის სავაჭრო და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების სისტემები.

რეპო ბაზარი, ერთის მხრივ, ზრდის გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობას, ხოლო მეორეს მხრივ ამცირებს საკრედიტო რისკებს ბანკთაშორის სეგმენტზე.

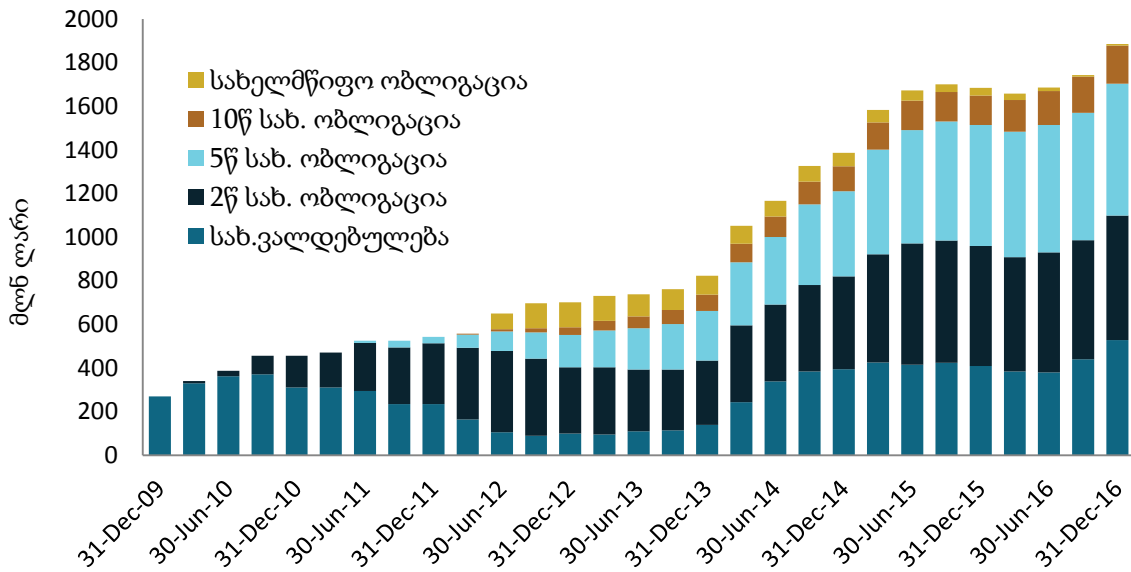
ეროვნული ბანკის მონაწილეობა ფულად ბაზარზე ასევე მოიცავს საკუთარი ფასიანი ქაღალდების - **სადეპოზიტო სერტიფიკატების** გამოშვებას. სადეპოზიტო სერტიფიკატების გამოშვება ხდებოდა ჭარბი ლიკვიდობის სტერილიზაციის მიზნით და დაიწყო იმ პირობებში როდესაც სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია არ ხდებოდა. სერტიფიკატების შექმნა მხოლოდ კომერციულ ბანკებს შეუძლიათ, ვინაიდან მათი დანიშნულება მონეტარული პოლიტიკის მიზნებითაა განპირობებული.

სადეპოზიტო სერტიფიკატების განაკვეთზე დღეს უკვე მიბმულია საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გამოშვებული ცვალებადგანაკვეთიანი ლარით დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების კუპონი. სადეპოზიტო სერტიფიკატები ასევე გამოიყენება ეროვნულ ბანკში ფიზიკურ და ბანკთაშორისო რეპო ოპერაციებისათვის, ასე რომ ისინი ლიკვიდობის მართვის მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს წარმოადგენენ. თუმცა მომდევნო ეტაპზე, მთავრობასთან შეთანხმებით იგეგმება სადეპოზიტო სერტიფიკატების სახაზინო ვალდებულებებით თანდათანობით ჩანაცვლება.

2009 წლიდან მოყოლებული გვაქვს სტაბილურად მზარდი **სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი**. ემისიები ხორციელდება რეგულარულად, ეროვნულ ბანკთან შეთანხმებული კალენდრის შესაბამისად, რომელიც ყოველ კვარტალურად ხელმისაწვდომია ბაზრის მონაწილეებისათვის. ფინანსთა სამინისტრო უშვებს 1-დან 10 წლამდე ვადიანობის ფასიან ქაღალდებს.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ძირითადი ინვესტორები კომერციული ბანკები არიან. ისინი ასევე გამოდიან აგენტებად პირველად ბაზარზე და არასაბანკო ინვესტორებს ფასიანი ქაღალდების შექმნა მათი მეშვეობით შეუძლიათ. ბაზარზე მონაწილეობენ უცხოელი ინვესტორებიც, თუმცა მათი წილი 2011-2012 წლების პერიოდთან შედარებით შემცირებულია. არარეზიდენტებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შენახვა შეუძლიათ გლობალური ქასთოდიალების ქსელის მეშვეობით. მიმდინარე ეტაპზე ასეთი სამი ქასთოდიალი (Statestreet, City, Deuche Bank) ფარავს ქართულ ბაზარს და 2016 წლის დასაწყისში მათ საერთაშორისო ცენტრალური დეპოზიტარი Clearstream დაემატა.

დიაგრამა 6: სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების დინამიკა (2009-2016)



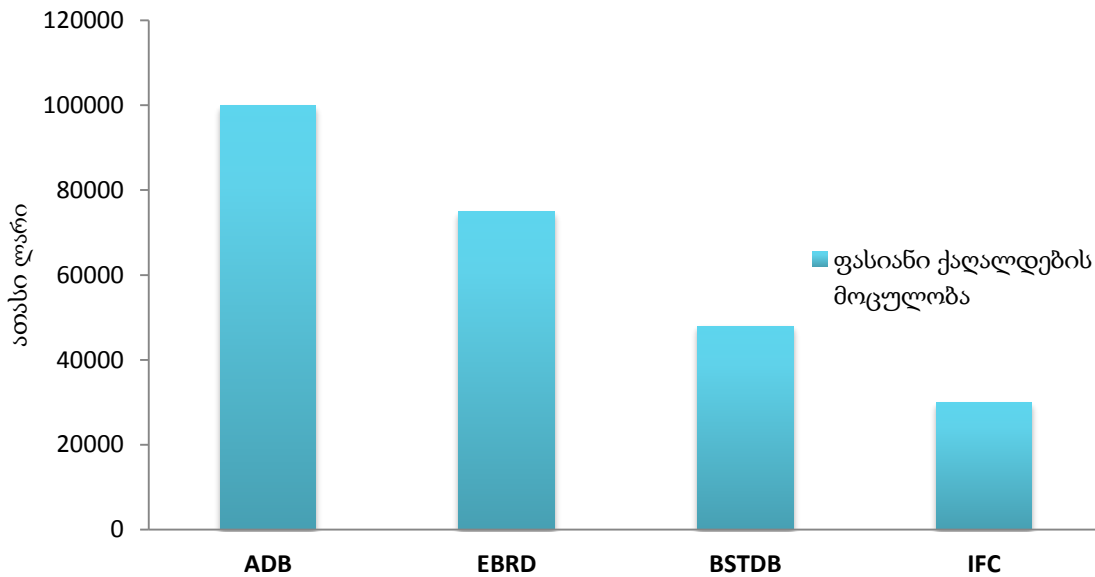
ქვეყანაში მოქმედებს თავისუფალი სავალუტო რეჟიმი და მცურავი კურსი, გამარტივებულია ინვესტორის ბაზარზე შემოსვლის და გასვლის პროცესი. მათ შორის არ ხდება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების დაბეგვრა.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისათვის ეროვნულ ბანკში დანერგილია თანამედროვე ინფრასტრუქტურა, რომელიც პასუხობს უმაღლეს სტანდარტებსა და წარმოადგენს საინტერესო მაგალითს სხვა ქვეყნებისათვის.

ვაჭრობა ხდება „ბლუმბერგის“ სისტემაში ელექტრონულად. ყველა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი დარეგისტრირებულია „ბლუმბერგის“ სისტემაში, რაც იმას ნიშნავს, რომ ნებისმიერ ინვესტორს მსოფლიოს ყველა კუთხეში აქვს სრული ინფორმაცია და წვდომა ქართულ ბაზარზე.

ანგარიშსწორების სისტემა, რომელსაც ფლობს ეროვნული ბანკი ინტეგრირებულია „ბლუმბერგთან“ და შედეგად სრული პროცესი არის მთლიანად ავტომატიზებული. დადებული გარიგების შესაბამისი ანგარიშსწორების დასრულებას სულ რამოდენიმე წუთი ჭირდება და ხელით ჩარევას არ საჭიროებს. საჭიროების შემთხვევაში ხელმისაწვდომია როგორც ვაჭრობის, ისე ანგარიშსწორების ალტერნატიული გზები.

დიაგრამა 7: სსი-ების (IFI) მიერ ლარით დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების მოცულობა

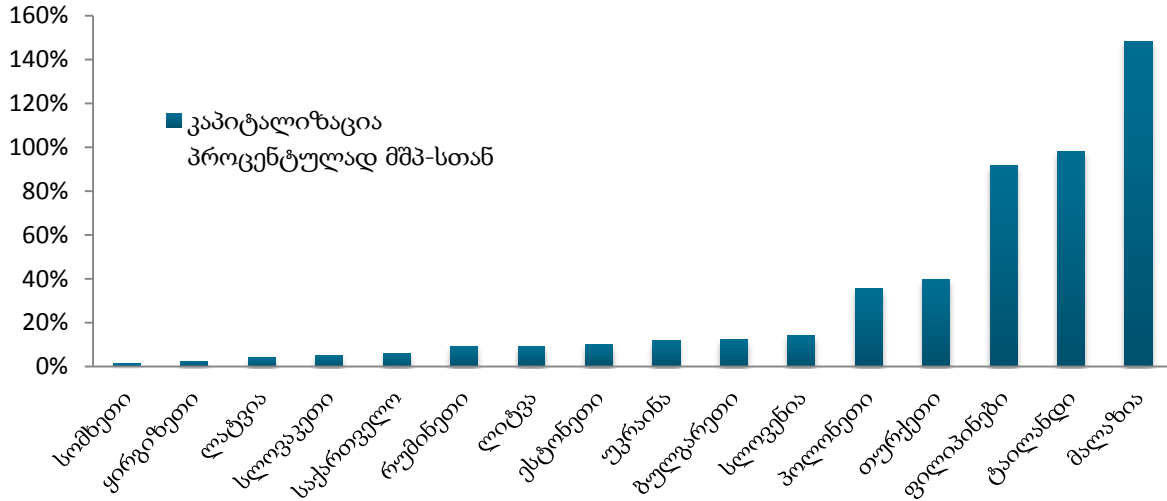


ჯერ-ჯერობით პასიურია კორპორატიული ბონდების ბაზარი. ამ სეგმენტზე საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებმა 2014 წელს დაიწყეს ლარით დენომინირებული ობლიგაციების გამოშვება, რამაც 2014-2015 წლების განმავლობაში შეადგინა 248 მლნ ლარი. მომავლისათვის დაგეგმილია ამ ემისიების გაგრძელება, მათ შორის საჯარო შეთავაზებების გზით.

განვლილ პერიოდში ადგილობრივი კომპანიების მიერ კორპორატიული ბონდების გამოშვება ხდებოდა მცირე მოცულობებით. თუმცა ბოლო ორი წლის განმავლობაში გაზრდილი აქტიურობა მაინც შეინიშნება: იმ დროს როცა 2014 წლამდე საქართველოში გამოშვებული კორპორატიული ბონდების საერთო მოცულობა შეადგენდა 8 მლნ ლარს, 2014 და 2015 წელს ბაზარზე გამოშვებული იყო 53 და 111 მლნ ლარის კორპორატიული ობლიგაციები. საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების ემისიებმა ერთგვარი ბიძგი მისცა ობლიგაციების გამოშვების გააქტიურებას და მნიშვნელოვან საფუძველს ქმნის კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისათვის.

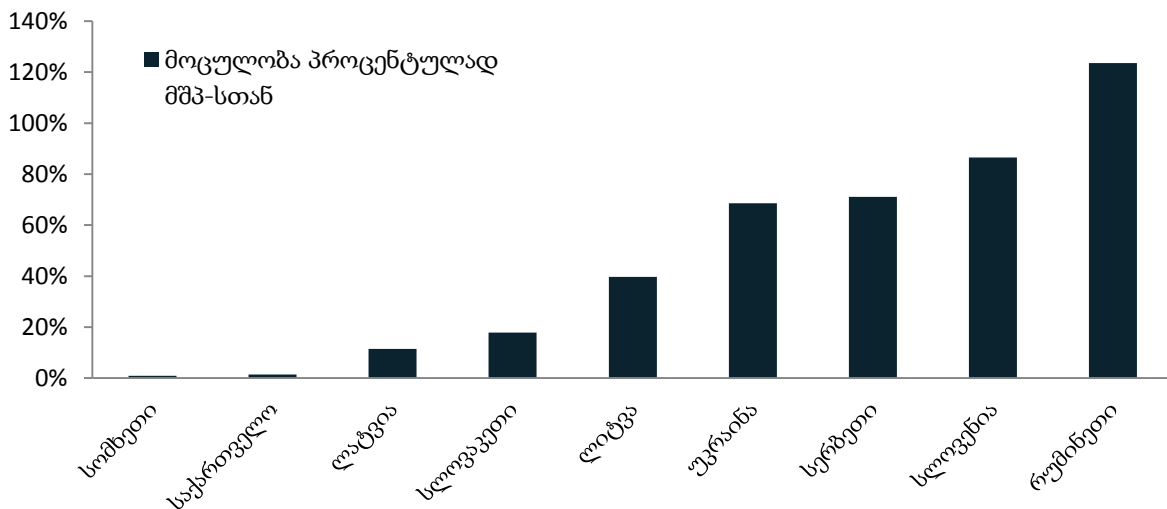
ასევე ნაკლებ აქტიურია საფონდო ბაზარი. საფონდო ბირჟაზე ლისტინგი აქვს გავლილი 7 კომპანიას. აქედან 3 კომპანიას აქვს განთავსებული აქციები, ხოლო 4 კომპანიას ობლიგაციები. გარდა ამისა, ამ ეტაპზე არის 121 კომპანია, რომელიც დაშვებულია სავაჭროდ საფონდო ბირჟის პლატფორმაში, თუმცა ისინი არ აკმაყოფილებენ ლისტინგის მოთხოვნებს. ბაზრის კაპიტალიზაცია მთლიან შიდა პროდუქტთან 7%-ს შეადგენს. თუ შევადარებთ სხვა ქვეყნებს განვითარებული კაპიტალის ბაზრებით ეს მაჩვენებელი ძალზედ დაბალია. ასევე დაბალია ბირჟაზე დადებული გარიგებების მოცულობა ეკონომიკის ზომასთან შედარებით.

დიაგრამა 8: რეგისტრირებული კომპანიების კაპიტალიზაცია პროცენტულად მშპ-სთან (2012)



წყარო: World Bank

დიაგრამა 9: საფონდო ბაზრის ბრუნვის მოცულობა პროცენტულად მშპ-სთან



წყარო: World Bank

განუვითარებელია წარმოებული ინსტრუმენტების ბაზარიც, მათ შორის სავალუტო ფორვარდული, სვოპ, საპროცენტო განაკვეთების სვოპების და ოფციონების ბაზრები პრაქტიკულად არ ფუნქციონირებს. პერიოდულად ადგილი აქვს ცალკეულ ერთჯერადი

ხასიათის გარიგებებს. ბოლო დროს შედარებით გააქტიურება შეინიშნება სავალუტო ფორვარდების მიმართულებით, ვინაიდან სავალუტო კურსის გაზრდილი ვოლატილობის ფონზე გაიზარდა კომპანიების მხრიდან მოთხოვნა ჰეჯირების ინსტრუმენტებზე.

ამ სტრატეგიის შემადგენელი სამოქმედო გეგმის მიზანია გააღრმავოს და განავითაროს საფინანსო ბაზრის არსებული სეგმენტები (ბანკთაშორისი ფულადი, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების, სავალუტო) და ხელი შეუწყოს ახალი სეგმენტების (კორპორატიული ობლიგაციების, სააქციო კაპიტალის, წარმოებული ინსტრუმენტების) გაჩენასა და გაძლიერებას.

1.2 გასული პერიოდის მიმოხილვა

კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

2007 წლამდე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობა ხორციელდებოდა იმ ნორმატივებით, რომელიც 90-იანი წლების დასაწყისში შეიქმნა სხვადასხვა საერთაშორისო ორგანიზაციების დახმარებით და რომელიც ძირითადად აერთიანებდა შეერთებულ შტატებში 90-იანი წლების დასაწყისში გავრცელებულ მიდგომას კაპიტალის ბაზრების მიმართ.

იმავ პერიოდში შეიქმნა სავაჭრო პლატფორმა საფონდო ბირჟის სახით. მისი გამოყენება სავალდებულო იყო საჯარო ფასიანი ქაღალდებით ყველა გარიგების შემთხვევაში. მასზე სავაჭროდ განთავსდა პრივატიზაციის გეგმის ქვეშ მოხვედრილი ყველა საწარმოს ფასიანი ქაღალდები. კომპანიების აქციონერები, რომლებიც ძირითადად ამავე კომპანიებში დასაქმებული პირები იყვნენ თავის აქციებს ბროკერების და დილერების მეშვეობით ასხვისებდნენ.

ერთი შეხედვით, შეიქმნა ორგანიზებული ბაზარი, რომელმაც თავი მოუყარა ყველა საწარმოს ფინანსურ ინსტრუმენტს და საშუალება მისცა ჯერ კიდევ გაუცნობიერებელ ინვესტორებს მათთვის ხელსაყრელი გარიგებები დაედოთ მეტ-ნაკლებად ორგანიზებული სისტემის მეშვეობით.

თუმცა მსგავსი სისტემის ქვეშ მოქცეულმა კაპიტალის ბაზარმა აჩვენა, რომ აქტივობა რომელიც მასზე ფიქსირდებოდა განპირობებული იყო კანონმდებლობის მოთხოვნებით და არა ბაზრის საჭიროებით. როგორც კი ეს მოთხოვნა გაუქმდა, ბაზრის ბრუნვაც შემცირდა.

2007 წლის ივლისიდან დაიწყო ცვლილებები, როგორც საკანონმდებლო ბაზის შეცვლის და მისი საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკასთან მიახლოების კუთხით, ასევე რეგულირების პრინციპების მოდერნიზაციის თვალსაზრისით.

კანონმდებლების უპირველეს ამოცანას ბაზრის დერეგულირება წარმოადგენდა. ბაზრის მონაწილეებს შეეხოთ ისეთი ცვლილებები, რომელიც მათ არჩევანის საშუალებას მისცემდა და უფრო მოქნილს გახდიდა ბაზრის ფუნქციონირებას.

ცვლილებების მიზანი იყო არსებული კანონმდებლობის დახვეწა, უმოქმედო და ზედმეტი ვალდებულებების მქონე მოთხოვნების გაუქმება და განვითარების დაბალ სტადიაზე მყოფი ბაზრისა და მისი მონაწილეებისათვის შედარებით ლიბერალური კანონმდებლობის შეთავაზება.

ცვლილებებამდე შესაძლებელი იყო მხოლოდ ბირჟაზე ვაჭრობა, ინვესტორს არ ქონდა შესაძლებლობა პლატფორმის გარეთ ეწარმოებინა რაიმე გარიგება საჯარო ფასიანი ქაღალდით. კანონმდებლობის ახალმა რედაქციამ შემოიღო არასაბირჟო გარიგების ცნება. ინვესტორს მიეცა შესაძლებლობა, თავისი საჭიროების მიხედვით გამოეყენებინა საბროკერო კომპანია შუამავლის სახით ან განეხორციელებინა პირდაპირი გარიგება.

ამავე დროს, ფასების გამჭვირვალობისა და რაიმე შესაძლო უზუსტობის თავიდან აცილების მიზნით, კანონმდებლობით განისაზღვრა ე.წ. ფიქსინგის ვალდებულება, რაც უზრუნველყოფდა საჯარო ფასიანი ქაღალდებით დადებული გარიგებების თაობაზე ინფორმაციის სისტემატიზაციას და „ორმაგი გარიგებების“ მცდელობის თავიდან აცილებას.

მნიშვნელოვანი იყო ბაზარზე ლიბერალიზაციის კუთხითაც გადადგმული ნაბიჯები: ცვლილებებამდე დასაშვები იყო მხოლოდ ერთი საფონდო ბირჟისა და ცენტრალური დეპოზიტარის არსებობა. განხორციელებულმა ცვლილებებმა კი შესაძლებელი გახადა ყველა დაინტერესებული მხარე გამხდარიყო ზემოაღნიშნული ფინანსური ინსტიტუტების (ბირჟის და დეპოზიტარის) ლიცენზიის მაძიებელი და დადგენილი მოთხოვნების დაკმაყოფილების შემთხვევაში განეხორციელებინა შესაბამისი საქმიანობა. თუმცა მიუხედავად ამისა, ახალი ბირჟა ან დეპოზიტარები არ ამოქმედებულა, ანუ ლიბერალიზაციამ სასურველი შედეგი კონკურენციის გაძლიერების მიმართულებით არ გამოიღო. იმავე პერიოდში „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში გაჩნდა ჩანაწერები, რომლებიც ბევრად უფრო ამარტივებდნენ ზედამხედველობასა და რეგულირებასთან დაკავშირებულ პროცედურებს.

ვინაიდან ხშირად უცხო ბაზრებიდან შემოსულ ინვესტორს დაბრკოლებად მიაჩნდა შიდა კანონმდებლობით გათვალისწინებული პროცედურების გავლა, რამოდენიმე ხნის წინ ეროვნულმა ბანკმა საჭიროდ ჩათვალა კიდევ ერთი შეღავათი დაეწესებინა კონკრეტული ტიპის ემიტენტებზე. ეს შეღავათი შეეხო საერთაშორისო ფინანსურ ინსტიტუტებს, რომლებიც 2015 წლის განმავლობაში ინტენსიურად დაინტერესდნენ საქართველოს ფინანსური ბაზრებით და გამოუშვეს ლარში ნომინირებული ობლიგაციები. თუმცა, იმის

გათვალისწინებით, რომ აღნიშნული ობლიგაციები ჯერ მხოლოდ კერძო შეთავაზების გზით განთავსდა, საჭიროა დამატებითი მუშაობა ამ მიმართულებით და კანონმდებლობის მაქსიმალური მოქნილობა, რათა საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები დაინტერესდნენ მათი ქაღალდების საჯარო განთავსებითაც. ამავე დროს გასათვალისწინებელია ის გარემოება, რომ ნებისმიერი შეღავათი, რომელიც დაწესდება შესაბამისობაში უნდა იყოს საერთაშორისო სტანდარტებთან და ევრო დირექტივებთან.

ყოველივე ზემოაღნიშნულის შედეგად, საქართველოს ბაზარი დღეს უკვე არის ლიბერალიზებული. შეზღუდვები, რომლებიც ბევრი განვითარებადი ქვეყნისთვის იყო ბაზრის განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორი, ჩვენთან დიდი ხანია აღარ არსებობს. აღნიშნული ეხება როგორც ინვესტორთა წვდომას ბაზრის სხვადასხვა სეგმენტებზე და ინსტრუმენტებზე, მათ შორის არარეზიდენტების ჩათვლით, ისე ფინანსური შუამავლების უფლებებს შესთავაზონ მრავალფეროვანი პროდუქტები და სერვისები საკუთარ კლიენტებს. თუმცა, როგორც გასული წლების გამოცდილებამ გვიჩვენა, ეს არის აუცილებელი, მაგრამ არასაკმარისი პირობა იმისათვის რომ ბაზარი გაიზარდოს და განვითარდეს. ბაზარს და მის მონაწილეებს ჭირდებათ დამატებითი სტიმულები და სხვა შემაფერხებელი ფაქტორების აღმოფხვრა, იმისათვის, რომ მივიღოთ ბაზრის განვითარების დაჩქარებული ტემპები.

1.3 ბაზრის განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორები

მიუხედავად განხორციელებული ცვლილებებისა, საქართველოს ეკონომიკისა და საფინანსო სექტორის განვითარების არსებული მდგომარეობის გამო, ბაზარზე არსებობდა და კვლავ არსებობს განვითარების გარკვეული შემაფერხებელი ფაქტორები. მათი ნაწილი ეტაპობრივად აღმოიფხვრა, თუმცა ეკონომიკის განვითარების პარარელურად საჭიროა დარჩენილი პრობლემების გადაჭრა.

ასეთი ფაქტორებია:

- ⊕ მომველებული ან და არ არსებული ინფრასტრუქტურა, რომელიც ართულებს როგორც ვაჭრობის ისე ანგარიშსწორების პროცესს;
- ⊕ არასაკმარისი ცოდნა და გამოცდილება ბაზრის მონაწილეთა მხრიდან;
- ⊕ ბაზრის სხვა სეგმენტის, მათ შორის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განუვითარებლობა;
- ⊕ მაღალი ტარიფები და ემისიებთან დაკავშირებული ხარჯები;
- ⊕ არასაკმარისი ლიკვიდობა, რაც ზღუდავს ინვესტორების დაინტერესებას;
- ⊕ შემოსავლიანობის მრუდის არარსებობა, რაც შეუძლებელს ხდიდა ფასწარმოქმნას;
- ⊕ ემიტენტების არასაკმარისი გამჭვირვალობა, სუსტი კორპორატიული მმართველობა და კომპანიების კრედიტუნარიანობის შეფასების არაეფექტური სისტემა;

- ⊗ ინსტიტუციონალური ინვესტორების არ არსებობა;
- ⊗ არასრულყოფილი საკანონმდებლო ბაზა;
- ⊗ დაბეგვრის სისტემა, რომელიც არ უწყობს ხელს ბაზრის განვითარებას.

აღნიშნული სტრატეგიის და სამოქმედო გეგმის მიზანია, ასეთი შემაფერხებელი ფაქტორების ინდენტიფიცირება და მათი აღმოფხვრის დაჩქარება სიტემური და საბაზრო მეთოდებით.

ნიშანდობლივია, რომ ბაზრის ზოგიერთ სეგმენტზე დაგროვდა შესაბამისი გამოცდილება თუ როგორ უნდა იქნას აღმოფხვრილი ზემოთ ჩამოთვლილი შემაფერხებელი ფაქტორები. ამ გამოცდილების გამოყენება აუცილებლად მოიტანს დადებით შედეგს ბაზრის განვითარებელი სეგმენტების გააქტიურების კუთხით.

2. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიული ხედვა

2.1 კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელობა

კაპიტალის ბაზარი საბანკო დაკრედიტების პარალელურად განიხილება ფინანსური რესურსების მოზიდვის ეფექტიან საშუალებად. განვითარებული კაპიტალის ბაზარი ქმნის კონკურენტულ გარემოს, ხელს უწყობს დანაზოგების უფრო ეფექტიან გადანაწილებას, როდესაც საბანკო დაკრედიტება იზღუდება, ობლიგაციების ბაზარი შესაძლოა ასრულებდეს დამაბალანსებელ როლს.

კაპიტალის ბაზარი არის მოსახლეობისათვის დანაზოგების განთავსების დამატებითი ინსტრუმენტი, ხოლო კომპანიებისათვის ინვესტიციების მოზიდვის მნიშვნელოვანი საშუალება.

განვითარებული (ღრმა, გამჭვირვალე და კარგად რეგულირებული) კაპიტალის ბაზრები ხელს უწყობს სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდას და მოსახლეობის კეთილდღეობის ამაღლებას.

2.2 სტრატეგიული ხედვა ბაზრის განვითარებაზე

ბაზრის სხვადასხვა სეგმენტი ვითარდება გარკვეული თანმიმდევრობით, მარტივი ინსტრუმენტებიდან რთულის მიმართულებით. კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებისათვის აუცილებელია გამართული ფულადი ბაზრის, მათ შორის ცენტრალური ბანკის ლიკვიდობის მართვის ინსტრუმენტების არსებობა. შეუძლებელია მივიღოთ განვითარებული, ლიკვიდური და ღრმა ბაზარი ხანმოკლე დროში, მისი ყველა სეგმენტით და რთული ფინანსური ინსტრუმენტებით. ფინანსური ბაზრის განვითარების პირამიდა ილუსტრაციას უკეთებს ამ ხედვას.



სწორედ ამის გამოძახილია, რომ საქართველოში სხვადასხვა სეგმენტები არ იმყოფება განვითარების ერთ დონეზე. ზოგი უფრო მეტად არის განვითარებული, ხოლო ზოგიერთი სეგმენტი ჯერ არ ფუნქციონირებს.

დღეისათვის საქართველოში უკვე ფუნქციონირებს სავალუტო სპოტ, ფულადი და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრები.

განვითარების შემდგომ ეტაპზე ახლო მომავალში მოსალოდნელია კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის სწრაფი ზრდა.

კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის გაღრმავება ასევე ხელს შეუწყობს საფონდო ბაზრის გააქტიურებას, თუმცა საფონდო ბაზრის შესაბამისი ფუნდამენტის შესაქმნელად მუშაობა პარალელურად უნდა წარიმართოს.

ფულადი, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების, კორპორატიული ბონდებისა და საფონდო ბაზრის გაღრმავება შექმნის ნიადაგს და წარმოშობს დერივატივების ბაზრის განვითარების საჭიროებას. სავარაუდოდ თავდაპირველად ამოქმედდება უფრო მარტივი ინსტრუმენტები, სავალუტო ფორვარდები და სვოპები, ხოლო შემდეგ საპროცენტო განაკვეთის სვოპები და ბოლოს ოფციონები.

ყოველივე ზემოაღნიშნული არ ნიშნავს, რომ ასეთი თანმიმდევრობა მკაცრად უნდა იქნას დაცული, არამედ ასეთი გზის გავლა არის მოსალოდნელი სხვა ქვეყნების მაგალითების გათვალისწინებით.

თანაბრად მოხდება როგორც საბირჟო ასევე არასაბირჟო (იგივე OTC) სეგმენტების განვითარების ხელშეწყობა და არც ერთი მათგანი არ იქნება ხელოვნურად ან ადმინისტრაციულად ჩაყენებული უპირატეს მდგომარეობაში, სხვა ინსტრუმენტების ხარჯზე.

ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობა დაშვებული უნდა იყოს ორივე სეგმენტზე, თუმცა ბუნებრივად ზოგიერთი ინსტრუმენტი დაიმკვიდრებს თავის ადგილს საბირჟო და ზოგიც არასაბირჟო სეგმენტზე. აღიშნული მიდგომით, ყველა ინსტრუმენტს მიეცემა განვითარების მაქსიმალური საშუალება.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის ერთ-ერთ ძირითად იდეას წარმოადგენს საქართველოს რეგიონულ ფინანსურ ცენტრად ჩამოყალიბება. ცენტრად, რომელიც ინვესტორებს შესთავაზებს სამართლიან, გამართულ საკანონმდებლო ბაზას, თანამედროვე ინსტიტუციურ მმართველობაზე დაფუძნებულ საინვესტიციო გარემოს, ინოვაციურ, კონკურენტუნარიან სერვისსა და მსოფლიო კლასის ფინანსურ ინფრასტრუქტურას.

ამისათვის საქართველოში უნდა არსებობდეს ისეთი თანამედროვე ინფრასტრუქტურა, საგადასახადო რეჟიმი და ფინანსური მომსახურების სპექტრი, რომელიც კონკურენტულ უპირატესობას მიანიჭებს ჩვენს ქვეყანას რეგიონში. ბევრი ინვესტორისთვის ქართული ბაზარი შეიძლება გახდეს რეგიონის სხვა ქვეყნებში უფრო მარტივად წვდომის საშუალება. ხოლო რეგიონის კომპანიებისათვის კაპიტალის მოზიდვის უკეთესი საშუალება ვიდრე საკუთარ ქვეყანაში და უფრო ხელმისაწვდომი, ვიდრე სხვა უფრო დიდ ფინანსურ ცენტრებში.

2.3 სახელმწიფოს როლი ბაზრის განვითარებაში

საფინანსო ბაზრების, ისევე როგორც ნებისმიერი ბაზრისათვის აუცილებელია გამჭვირვალობა (ფასის, ემიტენტის), ტრანზაქციული რისკებისა და ხარჯების შემცირება,

კონკურენტული გარემოს უზრუნველყოფა (თანაბარი მიდგომა სხვადასხვა სეგმენტების მიმართ, ბაზარზე შესვლისა და გასვლის სიმარტივე) და სანდოობა (ემიტენტის, ბაზრის მონაწილეების). აღნიშნულის მისაღწევად:

- ② სახელმწიფო ქმნის და ხელს უწყობს **კონკურენტული გარემოს** შენარჩუნებას. ასეთ გარემოში დაუშვებელია ბაზრის ცალკეული სეგმენტების, ინსტრუმენტების ან მონაწილეების დისკრიმინაცია, ან პირიქით უპირატეს ან მონოპოლიურ მდგომარეობაში ჩაყენება. არ ხდება ბაზრის რომელიმე სეგმენტზე ვაჭრობის ხელოვნურად ადმინისტრაციული გზით გააქტიურება სხვა სეგმენტების ხარჯზე. სახელმწიფო და ბაზრის რეგულატორი უზრუნველყოფენ სამართლიანობის პრინციპზე დაფუძნებულ ბაზრის მონაწილეთა ღია და გამჭვირვალე საქმიანობას.
- ② მარტივი და გასაგები **საგადასახადო დაბეგვრის რეჟიმი**. მთავრობის ხედვაა, რომ დაიბეგროს წმინდა საინვესტიციო შემოსავალი ნაცვლად ცალკეული ტრანზაქციების დაბეგვრისა. აღნიშნული ცვლილება არ ითვალისწინებს საგადასახადო შეღავათების დაწესებას, არამედ ნიშნავს საგადასახადო სისტემის უფრო მეტად ეკონომიკურ ზრდაზე ორიენტირებულობას. ასევე სტრატეგიული ხედვის ნაწილია სხვადასხვა ინსტრუმენტები დაბეგვრის გამოთანაბრება, რითაც ხელი უნდა შეეწყოს სხვადასხვა ტიპის ინვესტიციების და ბაზრების თანაბარ პირობებში ჩაყენებას.
- ② ფინანსური ბაზრების განვითარება კორერილებულია ქვეყანაში **ფინანსური განათლების** დონესთან. შესაბამისად სახელმწიფო ხელს შეუწყობს მოსახლეობის განათლების დონის ამაღლებას, მიაწვდის ინფორმაციას, რომ ერთის მხრივ კაპიტალის ბაზრები მნიშვნელოვანია ეკონომიკური ზრდისა და შესაბამისად მოსახლეობის კეთილდღეობისათვის, მეორეს მხრივ კაპიტალის ბაზრებს ახასიათებთ მერყეობა და რისკები, რომელთა გარეშეც, ანუ პერიოდულად ზარალის მიღების გარეშე, ბაზარი ვერ ფუნქციონირებს. მნიშვნელოვანია, რომ ასეთი მერყეობების წარმოქმნისას არ მოხდეს სახელმწიფოს მიერ ბაზრის პრინციპებში ჩარევა ან არასწორი კომუნიკაცია.
- ② მნიშვნელოვანია საბაზრო პროცესებისადმი, მათ შორის **მცურავი სავალუტო კურსისადმი** უპირობო ერთგულება. მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში ეკონომიკის დანარჩენი სექტორებში, მათ შორის კაპიტალის ბაზრებზე, მერყეობა მნიშვნელოვნად ნაკლებია. ასევე შენარჩუნდება კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობა, რაც დადებითად ახასიათებს ქართულ ეკონომიკას 1990-იანი წლებიდან მოყოლებული.
- ② განვითარებისათვის შესაბამისი **სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს** შექმნა. სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდაზე ორიენტირებული მაკროეკონომიკური პოლიტიკა პარალელურად ფინანსური ბაზრებისათვის ხელსაყრელ პირობებს ქმნის. უადვილებს ინვესტორებს და კომპანიებს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებას. ხელს უწყობს გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას და დასტაბილურებას. იზიდავს უცხოელ ინვესტორებს.

- ② სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს აუცილებელი კომპონენტია ძლიერი და დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკის არსებობა, მკაფიოდ განსაზღვრული მანდატით, რომელიც ფასების სტაბილურობის შენარჩუნებას ითვალისწინებს.
- ② მომხმარებელთა და ინვესტორების უფლებების დაცვა. მაქსიმალურად უნდა იქნას დაცული წვრილი, ნაკლებად გათვითცნობიერებული ინვესტორების ინტერესები. კაპიტალის ბაზრის განვითარების, განსაკუთრებით სააქციო კაპიტალის შემთხვევაში აუცილებელი პირობაა მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვა. ამ მხრივ მნიშვნელოვანია როგორც მარეგულირებლის როლი, ასევე საგანმანათლებლო, კორპორაციული მართვის პრაქტიკის გაუმჯობესება და ფინანსური აღრიცხვის სრული გამჭვირვალობის საკითხები.
- ② კორპორატიული მმართველობის მაღალი სტანდარტების დანერგვა. ემიტენტი კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ სწორი და სანდო ინფორმაციის გავრცელების უზრუნველყოფა.

ზემოთ აღწერილი სახელმწიფოს როლის გათალისწინებით კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის ძალისხმევა მიმართული იქნება რამოდენიმე ძირითადი მიმართულებით: კანონმდებლობა, ინფრასტრუქტურა და განათლება.

2.4 მომხმარებელთა უფლებების დაცვა, როგორც პრიორიტეტი

კაპიტალის ბაზრის განვითარება შეუძლებელია მის მიმართ მოსახლეობის და ინვესტორების ნდობის გაღრმავების გარეშე. ნდობა აუცილებელია იმისათვის, რათა მოსახლეობამ თავიანთი დანაზოგები კვალიფიციური ფინანსური შუამავლების დახმარებით სხვადასხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებში და საინვესტიციო საშუალებებში დააბანდონ.

ასეთი ნდობის შესაქმნელად პირველ რიგში საუკეთესო საშუალებაა მოსახლეობის ცოდნის ამაღლება. მათ მეტი ინფორმაცია უნდა ქონდეთ თანხების დაბანდების სხვადასხვა საშუალებების შესახებ, ესმოდეთ მათი უპირატესობები და ასევე თანამდევი რისკები.

მეორე კომპონენტია ფინანსური შუამავლების განათლება და პროფესიონალიზმის ამაღლება. ვინაიდან სწორედ მათ აქვთ უშუალო შეხება ინვესტორთა ფართო ფენებთან, მათ მიერ საკუთარი ფუნქციების კეთილსინდისიერად შერულება მნიშვნელოვანწილად განსაზღვარს მთლიანად ფინანსური სექტორის მიმართ ნდობას.

შემთხვევები, როდესაც გაუთვითცნობიერებელ ინვესტორებს ურჩევნ ისეთი ფინანსური პროდუქტების შეძენას, რომელიც შეიცავს ფარულ ხარჯებს ან რისკებს, რომელთა შესახებ წინასწარ სწორი და სრულყოფილი კომუნიკაცია არ ხდება, ძირს უთხრის ასეთი ნდობის წარმოქმნას.

მართალია ასეთი შემთხვევები კაპიტალის ბაზარზე ნაკლებად გვხვდება, მისი განუვითარებლობის და ფართო წრეების ჩაურთველობის გამო, მომდევნო ეტაპზე ეს საკითხი უფრო აქტუალური გახდება.

ნდობის ამაღლების საუკეთესო საშუალებაა სრული და ობიექტური ინფორმაციის მიწოდება. ეს ეხება საინვესტიციო ინსტრუმენტებს, მათი ემისიის პირობებს, ემიტენტების ფინანსურ მდგომარეობას, ფასების, მოქმედი წესებისა და რეგულაციების გამჭვირვალობას და ხელმისაწვდომობას. ამ მიზანს ემსახურება კორპორატიული მართვის გაუმჯობესების ღონისძიებები და მათ შორის ფინანსური ანგარიშგების თანამედროვე სტანდარტების დანერგვა.

განსაკუთრებული ყურადღება დაეთმობა ბაზრის მონაწილეთა და ინვესტორთა დაცვას თაღლითობის, არაკეთილსინდისიერი ქცევისაგან, ინსაიდერული ვაჭრობის ჩათვლით, და ფასებით მანიპულირებისა და სხვა არასაბაზრო ქმედებებისაგან.

დიდი როლი აქვს კაპიტალის ბაზრის ზედამხედველს, რომელიც თავისი რეგულაციებით ხელს უწყობს ინვესტორთა უფლებების დაცვას, განსაკუთრებით წვრილი ინვესტორების ინტერესების დაცვას. რეაგირებას ახდენს შესაბამის დარღვევებზე და აწესებს ბაზარზე სამართლიანი ქცევის მაღალ სტანდარტებს.

3. ბაზრის განვითარების პრაქტიკული ნაბიჯები

3.1 ჰარმონიზაცია ევრო დირექტივებთან

კონკურენტული კაპიტალის ადგილობრივი ბაზრების არსებობისა და არარეზიდენტი ინვესტორების მოზიდვისთვის მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოს კაპიტალის ბაზარს გააჩნდეს მინიმუმ იგივე გამჭვირვალობა და სანდოობა, რაც გააჩნია განვითარებულ კაპიტალის ბაზრებს. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ როგორც რეზიდენტებისათვის, ისე არარეზიდენტებისათვის ადვილად გასაგები და მისაღები იყოს ადგილობრივი ბაზრის რეგულირება და ბიზნეს პრაქტიკა. ამ კუთხით ადგილობრივი რეგულირების ჰარმონიზაციას ევრო დირექტივებთან განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს.

ევროპასთან შესაბამისი ხელშეკრულების ხელმოწერის შემდეგ ფასიანი ქაღალდების სფეროში გაჩნდა 6-7 წლიანი ვადა, იმისათვის რომ ქართული კანონმდებლობა ჰარმონიზაციაში მოვიდეს ევრო დირექტივების გარკვეულ ნაწილთან. ქართულ მხარეს არ მოეთხოვება დირექტივების ტრანსპოზიცია და უნდა მოხდეს საკუთარი რეგულაციების ჰარმონიზაცია ევროპულ მოთხოვნებთან, თუმცა დირექტივების ნუსხა, ასოცირების ხელშეკრულების მიხედვით, საკამოდ მასშტაბურია და საჭიროებს შესაბამის დაგეგმვას და პრიორიტეტიზაციას. ამასთან, ბაზრის მონაწილეებს ჭირდებათ დრო და სათანადო მომზადება ამ მოთხოვნებთან შესაბამისობაში მოსასვლელად.

აქედან გამომდინარე აუცილებელია ტექნიკური დახმარება (რეკომენდაცია 6.3), რომელიც დაადგენს რომელ დირექტივებს უნდა მივანიჭოთ პრიორიტეტი იმისათვის, რომ ერთის მხრივ დავნერგოთ საუკეთესო პრაქტიკა და მეორეს მხრივ ხელი შევუწყოთ ბაზრის განვითარებას. სასურველია ტექნიკური დახმარება ითვალისწინებდეს იმ ქვეყნის

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია

გამოცდილებას, რომელმაც ბოლო პერიოდში გაიარა ევრო დირექტივებთან ჰარმონიზაციის პროცესი. საჭიროების შემთხვევაში მოხდება ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის განახლება ევრო დირექტივებთან მიმართებაში ტექნიკური დახმარების გამოყენებით.

აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ ევროდირექტივებთან ჰარმონიზაციის შემდეგ კანონმდებლობა, აღსრულების პროცესი და რეგულირება სრულ შესაბამისობაში იქნება IOSCO პრინციპებთან. IOSCO-ს პრინციპები თავისი ზოგადი ხასიათიდან გამომდინარე დღესაც არის მეტ-ნაკლებად ასახული მოქმედ კანონმდებლობაში, თუმა რჩება გარკვეული მიმართულებები, რომლებიც გამორჩენილია ადგილობრივი რეგულირებიდან. ამ ეტაპისთვის, ვინაიდან საქართველოს ნაკისრი აქვს ვალდებულება რამოდენიმე წელიწადში მოახდინოს ევროპული დირექტივების ადაპტირება და რადგან აღნიშნული დირექტივები თავისი ხასიათით უფრო ღრმა და კონკრეტულია, პრიორიტეტულად მიგვაჩნია სწორედ დირექტივებთან შესაბამისობის დადგენა და ანალიზის ამ მიმართულებით ჩატარება.

დირექტივების ანალიზის დროს, ზემოაღნიშნული ტექნიკური დახმარება განსაკუთრებით ნიშანდობლივი იქნება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შუამავლების ფუნქციონირების თვალსაზრისით. დღეს მოქმედი ბაზრის შუამავლები ფუნქციონირებენ ლიბერალური ზედამხედველობის პირობებში, როცა მათი ფინანსური გამართულობა დგინდება მხოლოდ სალიცენზიო პირობების დაკმაყოფილებით. თუმცა, დირექტივები ფართოდ შლიან და ხაზს უსვამენ ფინანსური ბაზრის შუამავლის შეფასებისას, არამხოლოდ მის შესაბამისობას იმ პირობებთან რომელიც ქონდათ ლიცენზიის აღების დროს, არამედ კაპიტალის ადექვატურობის პრინციპსაც.

საქართველოში მოქმედი კაპიტალის ბაზრის შუამავლების ნაწილი ბანკების შვილობილ კომპანიებს წარმოადგენენ. კაპიტალის ადექვატურობის მოთხოვნებზე გადაყვანის აუცილებლობა ნაკლებად მტკივნეული იქნება სწორედ ასეთი კომპანიებისთვის, მაგრამ გასათვალისწინებელია იმ კომპანიების პოზიციებიც, რომლებიც სავარაუდოდ ვერ გაუმღებენ ასეთ წნეხს. ტექნიკური დახმარების მეშვეობით უნდა დადგინდეს ის თანმიმდევრული ნაბიჯები, რომლებიც უნდა გადაიდგას ერთის მხრივ კანონმდებლობის შესაბამისობაში მოსაყვანად, და მეორეს მხრივ ბაზრის მონაწილეების ნაკლებად დაზარალების პრინციპით.

დირექტივების მხრიდან მოცული იქნება ისეთი მნიშვნელოვანი ფაქტორები, როგორცაა ბაზრის მანიპულირების თავიდან აცილების მექანიზმების დანერგვა. მიუხედავად იმისა, რომ ქვეყანაში არსებული ნორმატივების დიდი ნაწილი შესაბამისობაშია IOSCO პრინციპებთან, ბაზრის მანიპულირების და ორმაგი გაყიდვების საკითხები გამორჩენილია და შემოიფარგლება მწირი ჩანაწერებით კანონში. თუმცა, ევრო დირექტივებთან

ინტეგრაცია აღმოფხვრის ამ ხარვეზს და შესაბამისობაში მოიყვანს საერთაშორისო მოთხოვნებთან.

საქართველოში მოქმედი კანონმდებლობა არ ითვალისწინებს ასევე ე.წ. FOREX-ის ბაზრებზე ვაჭრობის რეგულირებას. ბაზრის მასშტაბებიდან გამომდინარე რეგულატორისთვის დღემდე ინტერესის მიღმა რჩება აღნიშნული საქმიანობა და კომპანიები, რომლებიც ფორექს პლატფორმებს სთავაზობენ კლიენტებს და არ ექცევიან ეროვნული ბანკის ზედამხედველობაში. თუმცა ევრო დირექტივებთან ჰარმონიზაციის შემდეგ აღმოიფხვრება ეს სხვაობაც და სავალუტო ბაზრების ზემოაღნიშნული მონაწილეები რეგულირების ქვეშ მოექცევიან.

3.2 მარეგულირებელი გარემო

ბაზრის განვითარების კვალობაზე გაიზრდება მოთხოვნები ბაზრის რეგულატორის მიმართაც. უფრო დიდი მოცულობის ბაზარი, რთული ფინანსური ინსტრუმენტებით მოითხოვს უფრო კომპლექსურ მიდგომებს ზედამხედველის მხრიდან. ზედამხედველებს კარგად უნდა ესმოდეთ ბაზრის ფუნქციონირების პრინციპები, ცალკეულ ინსტრუმენტებთან და ბაზრის სეგმენტებთან დაკავშირებული რისკები.

ბაზრის მონაწილეებთან ერთად განსაკუთრებული ყურადღება დაეთმობა ზედამხედველების განათლების საკითხებს. უნდა შენარჩუნებულ და გაძლიერებულ იქნას **ზედამხედველის დამოუკიდებლობა**. მათი რესურსები როგორც რაოდენობრივად, ისე ხარისხობრივად უნდა პასუხობდეს ბაზრის განვითარების დონეს და მისგან გამომდინარე გამოწვევებს.

დღეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების და მოცულობის გათვალისწინებით, მიმდინარე ეტაპის ზედამხედველობა მოიცავს ფაქტობრივად ყველა მიმართულელებას. ზედამხედველობის პრაქტიკა ითვალისწინებს მონაწილეთა ლიცენზირების, ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის, ბაზრის მონაწილეებს შორის ურთიერთობის და საანგარიშგებო მოთხოვნების შესრულების მონიტორინგს.

შემდგომი განვითარების დონიდან გამომდინარე, თანმიმდევრულად და ეტაპობრივად გაძლიერდება და დაიხვეწება მარეგულირებელი გარემო, რომელიც პირველ რიგში შესაბამისობაში იქნება საერთაშორისო პრაქტიკასთან, კერძოდ კი **ევროდირექტივებით** გაწერილ მოთხოვნებთან.

კაპიტალის ბაზრის ზედამხედველი გახდება ფასიანი ქაღალდების ზედამხედველების საერთაშორისო ორგანიზაციის **IOSCO წევრი** (რეკომენდაცია 8.5), რაც ხელს შეუწყობს საზედამხედველო პრაქტიკის განვითარებას საერთაშორისოდ აღიარებული საუკეთესო მიდგომების და სტანდარტების შესაბამისად.

ასევე მოხდება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის **თვით შეფასება IOSCO პრინციპებთან** შესაბამისობაზე (რეკომენდაცია 8.3), რათა უზრუნველყოფილი იყოს იყოს შემდეგი:

- ⊗ ინვესტორთა დაცულობა.
- ⊗ სამართლიანობა, ეფექტიანობა და გამჭვირვალობა.
- ⊗ სისტემური რისკების შემცირება.

3.3 სხვა საკანონმდებლო ცვლილებები

ბაზრის განვითარებისათვის აუცილებელია საკანონმდებლო ბაზა, რომელიც არის მკაფიო და გასაგები ყველა მონაწილისათვის. არ ახორციელებს ბაზრის რომელიმე სეგმენტის, ინსტრუმენტის ან მონაწილის დისკრიმინაციას.

საკანონმდებლო სივრცის მნიშვნელოვანი ნაწილია **საგადასახადო დაბეგვრა**. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები გათავისუფლებულია გადასახადებისაგან და მათთან არის გათანაბრებული საერთაშორისო ფასიანი ქაღალდები. ასევე დაბეგვრისაგან გათავისუფლებულია საპროცენტო შემოსავალი საბანკო დეპოზიტებზე. თუმცა, სხვა ინსტრუმენტები კვლავ რჩება არსებული დაბეგვრის რეჟიმის ქვეშ.

ერთის მხრივ გადასახედია მთლიანი კონცეფცია, რათა მიდგომები იყოს ერთნაირი, ხოლო მეორეს მხრივ გასამარტივებელია გადასახადის გაანგარიშების და გადახდის/დაკავების პროცედურა, ვინაიდან არსებული რეჟიმი ართულებს მეორადი ბაზრის ფუნქციონირებას.

განხილულ იქნება ცვლილებები საგადასახადო კოდექსში, რომელიც გამოათანაბრებს დაბეგვრის რეჟიმებს სხვადასხვა ტიპის საინვესტიციო ინსტრუმენტებს შორის. ასევე საინვესტიციო შემოსავლის დაბეგვრა წმინდა მოგებიდან, ნაცვლად ცალკეული ტრანზაქციების დაბეგვრისა. აღნიშნულმა ცვლილებებმა უნდა წახალისოს ფასიანი ქაღალდების ემისიები და ვაჭრობა მეორად ბაზარზე.

რეპო ბაზრისათვის საქართველოში დღეს უკვე მოქმედებს კანონმდებლობა, რომელიც შესაბამისობაშია ევრო დირექტივებთან, მათ შორის ფინანსური გირაოს შესახებ ევროდირექტივასთან. ის აწესებს ფინანსური გირაოს განსაკუთრებულ სტატუსს, იცავს მოგირავენს მესამე მხარის მოთხოვნებისაგან და კონტრაგენტის დეფოლტის შემთხვევაში გირაოს შეუფერხებელი დასაკუთრების და უთიერთვალდებულებების ნეტტინგის ანუ გაქვითვის უფლებას აძლევს.

ქართული კანონმდებლობის GMRA სტანდარტებთან შესაბამისობის შეფასების მიზნით საჭიროა ამ საკითხზე სამართლებრივი დასკვნის მომზადება, რომლის გამოყენებასაც შემდგომ არარეზიდენტი ფინანსური ინსტიტუტები (რეკომენდაცია 1.1).

საერთაშორისო ასოციაცია ICMA საქართველოს ეროვნული ბანკის დაკვეთითა და „ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის“ მხარდაჭერით მოამზადებს სამართლებრივ დასკვნას, რომელიც მსგავსი იქნება წამყვანი ფინანსური ბაზრების

შესაბამისი დოკუმენტის, განთავსდება მათ ვებ გვერდზე და ხელმისაწვდომი იქნება ICMA-ს წევრებისათვის.

დერივატივების ბაზრის განვითარების პროექტის ფარგლებში ჩატარებულმა წინასწარმა ანალიზმა ცხადყო, რომ ქართული კანონმდებლობის საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობაში მოსაყვანად გარკვეული ცვლილებებია საჭირო:

მომზადდება ცვლილებების პაკეტი, რომელიც სხვადასხვა ნორმატიულ აქტებს შეეხება და მოიცავს შემდეგ საკითხებს (რეკომენდაცია 4.1):

- ② დერივატივული ტრანზაქციის განმარტებას შესაბამის საკანონმდებლო აქტებში;
- ② იმ პირთა წრის განსაზღვრას რომელთაც შეეძლება დერივატივების ტრანზაქციების დადება;
- ② ურთიერთგაქვითვის (ნეტინგის), საბოლოო ურთიერთგაქვითვისა (ქლოუზაუთ ნეტინგის) და ფინანსური გირაოს მოქმედების სფეროს გავრცელებას დერივატივების ბაზრის მონაწილეებზე;
- ② დერივატივების ტრანზაქციების ფორმალური და მატერიალური კანონიერების სტანდარტის განსაზღვრას;
- ② დერივატივების ბაზრის მონაწილეებზე ზედამხედველი ორგანოსა და მისი უფლებამოსილების ფარგლების დადგენას;
- ② დერივატივების ტრანზაქციების დაბეგვრისა და გადასახადების დაკისრების საკითხებს;

კანონმდებლობაში შესაბამისი ცვლილებების განხორციელების შემდეგ, მოხდება სვოპებისა და დერივატივების საერთაშორისო ასოციაციის **ISDA** მიერ საქართველოს შესახებ სამართლებრივი დასკვნის მომზადება (რეკომენდაცია 4.4). ICMA სამართლებრივი დასკვნის მსგავსად იგი მისცემს საერთაშორისო ბანკებს ქართულ კონტრაგენტებთან ჩარჩო ხელშეკრულების (ISDA master agreement) გაფორმების და სვოპების და სხვა დერივატიული ინსტრუმენტებით ვაჭრობას.

3.4 ინფრასტრუქტურა

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის შემდეგ აუცილებელ კომპონენტს წარმოადგენს ინფრასტრუქტურა, რომელიც მოიცავს IT სისტემებს, რომლებიც ფარავს ვაჭრობის, ანგარიშსწორების და ანგარიშგების ნაწილებს.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გარდა, სხვა ფასიანი ქაღალდებისათვის ინფრასტრუქტურა მოძველებულია, პროცესები არ არის ავტომატიზებული, ოპერაციები ხდება ქაღალდის დოკუმენტებით, მაღალია საოპერაციო რისკები და პროცესი არის არაეფექტიანი. შესაძლოა ეს რისკები ბაზრის მცირე ბრუნვის პირობებში არ მატერიალიზდება, თუმცა მოძველებული და გაუმართავი ინფრასტრუქტურა ერთის მხრივ ხელს უშლია ბაზრის განვითარებას, ასრულებს უცხოელი ინვესტორების შემოსვლისათვის დემოტივატორის როლს და ბაზრის გააქტიურების შემთხვევაში სერიოზულ საფრთხეს წარმოშობს.

ასევე შესაქმნელი იქნება ისეთი ფუნქციები, როგორებიცაა საკლირინგო სახლი, ცენტრალური კონტრაგენტი (CCP). ეს ფუნქციები შეიძლება როგორც არსებულმა ბაზრის მონაწილეებმა შეითავსონ, ასევე შეიძლება ჩამოყალიბდეს ახალი ინსტიტუტები. მოხდება აღნიშნული საკითხის შესწავლა და შესაბამისი დაგეგმვა (რეკომენდაცია 8.7).

ინფრასტრუქტურაში მოიაზრება ის პროცედურებიც, რომლებიც უზრუნველყოფს მათ გამართულ და შეუფერხებელ ფუნქციონირებას, კერძოდ ბიზნესის უწყვეტობის გეგმები.

საქართველოს ბაზრის ზომიდან გამომდინარე, განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება თანამედროვე და მოქნილი ინფრასტრუქტურის არსებობას, რომელიც უსაფრთხოდ და მინიმალური დანახარჯებით უზრუნველყოფს ვაჭრობას, ანგარიშსწორებას, ფასიანი ქაღალდების შენახვას და სხვადასხვა დაკავშირებულ ოპერაციებს, როგორებიცაა კუპონებისა და დივიდენდების გადახდა, გირაოს მართვა, ფასიანი ქაღალდების გასესხება.

ანგარიშსწორების კუთხით მნიშვნელოვანია უკვე არსებული ინფრასტრუქტურის ეფექტიანი გამოყენება და საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინება. აღნიშნული, თავის მხრივ, გულისხმობს ყველა ფასიანი ქაღალდის ანგარიშსწორების შესაძლებლობას ეროვნული ბანკის სიტემაში. ამისათვის:

- ② ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდებით სისტემას დაემატება კორპორატიული ბონდების და აქციების ანგარიშსწორების ფუნქცია (რეკომენდაცია 3.3):
 - ② შედეგად შეიქმნება ერთიანი გარემო, სადაც შესაძლებელი იქნება თავი მოიყაროს ყველა ტიპის ქართულმა ფასიანმა ქაღალდმა და მათზე გავრცელდება იგივე მაღალი სტანდარტები, რომლითაც უკვე მუშაობს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი;

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია

- ⊕ პროცესები იქნება სრულად ავტომატიზებული;
- ⊕ სისტემა იქნება ფასიანი ქაღალდებისა და ფულით ანგარიშსწორების ინტეგრირებული მოდელი, რომელიც ითვლება ყველაზე მოწინავედ დღევანდელ დღეს;
- ⊕ ამ მოდელით მუშაობს ECB, რომლის სისტემაშიც T2S მოხდება ყველა ევროზონის ფასიანი ქაღალდის შენახვა და ანგარიშსწორება;
- ⊕ ანგარიშსწორების ინფრასტრუქტურის რეფორმა ჩატარდება ევროპის ცენტრალურ ბანკთან თანამშრომლობით მათი კონსულტანტების მონაწილეობით, რათა მიღებული შედეგები შეესაბამებოდეს უმაღლეს საერთაშორისო სტანდარტებს;
- ⊕ კორპორატიული ფასიანი ქაღალდებით ანგარიშსწორება და ფასიანი ქაღალდების შენახვა ეროვნულ ბანკში პირველი რამდენიმე წლის განმავლობაში იქნება უფასო, ისევე როგორც დღეს არის უფასო სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისათვის, რამაც ხელი უნდა შეუწყოს ბაზრის განვითარებას;
- ⊕ გამარტივდება, სწრაფი და უსაფრთხო გახდება როგორც ფასიანი ქაღალდების ემისია, ისე მეორადი ვაჭრობა და დაგირავება;
- ⊕ გაადვილდება ცენტრალური ბანკის მიერ სხვადასხვა ტიპის ფასიანი ქაღალდების მიღება გირაოდ;
- ⊕ კომერციული CSD დეპოზიტარის ჩართვა ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების სისტემაში:
 - ⊕ ბირჟის დეპოზიტარი გახდება ეროვნული ბანკის ანგარიშსწორების სისტემის მონაწილე;
 - ⊕ შესაბამისი კაპიტალის და ოპერაციული მართვის მოთხოვნების დაკმაყოფილების შემთხვევაში, ის გახდება ეროვნული ბანკის RTGS სისტემის მონაწილეც;
 - ⊕ საცალო კლიენტებს ექნებათ საშუალება ბირჟაზე შეიძინონ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და ვალუტა, ისეთივე უსაფრთხო და მოქნილი მეთოდით, როგორც ეს ხდება „ბლუმბერგის“ სისტემაში;
 - ⊕ კერძო ცენტრალური დეპოზიტარი შეასრულებს ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ფუნქციასაც (რისი უფლებაც მას კანონმდებლობით უკვე აქვს მინიჭებული) და შესთავაზებს ჩვეულ მომსახურებას კლიენტებს: კორპორატიულ მოქმედებებს (corporate actions), საგადასახადო სერვისებს.
- ⊕ განახლება საბირჟო ვაჭრობის სისტემა
 - ⊕ ბირჟა გეგმავს ახალი თანამედროვე IT სისტემის შექმნას, რომელიც ინტეგრირებული იქნება ანგარიშსწორების და კლირინგის სისტემასთან

როგორც საბირჟო, ისე არასაბირჟო სეგმენტებისთვის მოხდება ვაჭრობის და ანგარიშსწორების ელექტრონული სისტემების დანერგვა და ინტეგრაცია:

- ⊕ სავაჭრო პლატფორმად ასევე ნებაყოფლობით საწყისებზე გამოყენებულ იქნება ბლუმბერგის სისტემა
- ⊕ ბლუმბერგის სისტემით ვაჭრობა შესაძლებელი იქნება როგორც საბირჟო, ისე OTC სეგმენტებზე
- ⊕ ბლუმბერგი ინტეგრირებული იქნება ანგარიშსწორების სისტემასთან
- ⊕ იმავდროულად არ შეიზღუდება და შესაძლებელი იქნება სხვა სავაჭრო სისტემების და საშუალებების (მაგალითად ტელეფონით) გამოყენება

მოხდება ქართულ ბაზარზე Clearstream-ის, ხოლო შემდგომ ეტაპზე Euroclear-ის შემოყვანა:

- ⊕ Clearstream-მა 2016 წლის იანვარში დაასრულა ქართული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საკუთარი კლიენტებისათვის დამატების პროცესი;
- ⊕ მომდევნო ეტაპზე, კომერციულ დეპოზიტართან დაკავშირებით გატარებული (ზემოთ მოხსენიებული რეფორმების დასრულების შემდეგ) დაემატება კორპორატიული ფასიანი ქაღალდები და აქციები (რეკომენდაცია 3.7);
- ⊕ ბაზრის მოცულობის ზრდასთან ერთად, Euroclear შესაბამისი დაინტერესების პირობებში მოხდება მსგავსი ანგარიშის შექმნა Euroclear-თან (რეკომენდაცია 3.0).

ხელი შეეწყობა ქართული ქასთოდი ბიზნესის განვითარებას. ამჟამად ასეთ სერვისებს ქვეყანაში ერთი ბანკი სთავაზობს კლიენტებს. აუცილებელია, რომ შესაბამისი ცოდნა და გამოცდილება სხვა ბანკებშიც დაგროვდეს. ეს გაზრდის კონკურენციას და გაამარტივებს ინვესტორების შემოსვლას ბაზარზე. ასევე შეამცირებს რისკებს ვინაიდან ფასიანი ქაღალდების შენახვის განვითარებული ინფრასტრუქტურა ქმნის დამატებით კონტროლებს და ფუნქციების გამიჯვნას აქტივების მართვის და შენახვის ფუნქციებს შორის.

3.5 განათლება

ბაზრის ყველა სეგმენტისათვის მნიშვნელოვანია განათლება. მართალია ბაზარზე დღესაც მუშაობენ კომპანიები, რომლებიც მზად არიან სრულფასოვანი მხარდაჭერა გაუწიონ ახალ ინსტრუმენტებს და აქტიური როლი ითამაშონ ბაზრის განვითარებაში, თუმცა ამ პროცესში უფრო ფართო ჩართულობისათვის აუცილებელია ბაზრის მონაწილეების, პოტენციური ემიტენტების, ზოგადად მოსახლეობის, პოლიტიკოსებისა და მარეგულირებლის ცოდნის პერმანენტული ამაღლება.

პოტენციური ემიტენტების განათლება მნიშვნელოვანია, რათა მათ კარგად ესმოდეთ კაპიტალის ბაზრებზე რესურსების მოზიდვის შესაძლებლობები და უპირატესობები. მათ ჭირდებათ შესაბამისი ცოდნა კორპორატიული მართვის გაუმჯობესებისათვის. თუ როგორ

უნდა აწარმოონ გამჭვირვალე და სანდო ფინანსური ანგარიშგება შესაბამისი სტრანდარტების დაცვით.

მათ ასევე ჭირდებათ შესაბამისი ცონდა თუ რა ეტაპზე უნდა გაიარონ ემისიის წარმატებულად განხორციელებისათვის. როგორ ააწყონ ურთიერთობა ბროკერებთან. როგორ დაგეგმონ ემისიის პირობები საკუთარი ფინანსური მდგომარეობის გათვალისწინებით. როგორ უნდა შეასრულონ მარეგულირებლის ყველა მოთხოვნა და სხვა საკანონმდებლო მოთხოვნები.

ამ პროცესში მნიშვნელოვანი როლი აკისრიათ **საერთაშორისო დონორ ორგანიზაციებს**. სამუშაო ჯგუფი სტრატეგიის იმპლემენტაციის საწყის ფაზაში მათ წარუდგენს კონკრეტულ წინადადებებს ქვემოთ ჩამოთვლილი მიმართულებების შესაბამისი საგანმანათლებლო ღონისძიებების ორგანიზების თაობაზე (რეკომენდაცია 8.4).

საქართველოს მსგავსი ქვეყნების ეკონომიკისთვის დამახასიათებელი ფაქტორია ის, რომ მომხმარებლების უმრავლესობა სათანადოდ არ იცნობს ფინანსური პროდუქტების უმრავლესობას და არ იცის მათთან დაკავშირებული რისკები. შესაბამისად მოსახლეობის იმრავლესობას არ შეუძლია სათანადოდ დაგეგმოს თავის მომავალი და სწორად მართოს მის ხელთ არსებული ფინანსური საშუალებები. საქართველოში ჭარბად არიან მოქალაქეები, რომლებსაც გააჩნიათ ფინანსური სერვისების ლიმიტირებული ცოდნა.

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე მოსახლეობის, ემიტენტების, ფინანსური განათლება და ინვესტორების ინფორმირება წარმოადგენს ერთ-ერთ მთავარ კომპონენტს ქვეყნის როგორც მთლიანი ეკონომიკის, ასევე სოციალური და ფინანსური კეთილდღეობისთვის. განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ფინანსური განათლება ფასიანი ქაღალდების სფეროში, რომ უზრუნველყოფილი იყოს წვრილი ინვესტორების სწორი და გააზრებული ჩართულობა ბაზრის განვითარებაში. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ინვესტორთა დაცვა ყველაზე მარტივია მათი განათლებით.

საქართველოში ფინანსური განათლება, მომხმარებელთა ცოდნის გაზრდა და ინვესტორთა გათვითცნობიერება ხორციელდება ძირითადად სექტორალური პრინციპით. ფინანსური სექტორის სხვადასხვა დარგებში იქნება ეს საბანკო საქმე, დაზღვევა, თუ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ინვესტორების ცოდნის ამაღლება ხდება განცალკევებულად კერძო სექტორიდან წამოსული ინიციატივებით, მარეგულირებლის მიერ გავრცელებული ინფორმაციით და სხვადასხვა არასამთავრობო ინიციატივებითაც.

ეროვნული ბანკი თავისი კომპეტენციის ფარგლებში ჩართულია ამ განათლების ამაღლების პროცესში და პერიოდულად გარკვეული ინფორმაციის გაცემით ცდილობს მიაწოდოს მომხმარებლებს მკაფიო სურათი და წარმოდგენა მისცეს მის რეგულირების ქვეშ მყოფ სუბიექტებზე. ეროვნულ ბანკში უკვე ხორციელდება ფინანსური ცოდნის განვითარების

პროექტი. თუმცა სასურველი იქნებოდა ყველა სექტორის კოორდინირებული მუშაობა ამ მიმართულებით, რათა მომხმარებლებმა აიმაღლონ ცოდნა ფინანსური სექტორის სხვადასხვა მიმართულების ურთიერთკვეთის, სავარაუდო შედეგების, რისკის მართვის და შესაძლებლობების შესახებ.

ინვესტორთა ცოდნის ამაღლების სტრატეგიის ჩამოყალიბების დროს, იკვეთება ორი ძირითადი მიმართულება:

- ② საზოგადოების წევრებისთვის ფინანსურ საკითხებზე (მათ შორის მთლიანად ფინანსურ სისტემაზე) მეტი ინფორმაციის და ცოდნის მიწოდება;
- ② საზოგადოების წევრებისთვის იმის განმარტება და სწავლება, თუ როგორ შეუძლიათ გამოიყენონ მათ ხელთ არსებული ფინანსური რესურსები.

ამ ორი მიმართულების ძირითადი კომპონენტებია (მაგრამ არ შემოიფარგლება):

- ② საზოგადოებისთვის სამომავლო ფინანსური დაგეგმარების პოზიტიური მხარის ჩვენება;
- ② გარკვეული ფინანსური სერვისების და პროდუქტების როგორც დადებითი, ასევე უარყოფითი მხარეების ჩვენება;
- ② გარკვეულ ფინანსურ გარიგებებთან და შეთანხმებებთან არსებული რისკფაქტორების ჩვენება და მათზე ინფორმაციის მიწოდება;
- ② ფინანსური ცოდნის შემცველი მასალის პერიოდული გამოქვეყნება და საზოგადოებისთვის მიწოდება;
- ② საზოგადოებიდან წამოსული კონკრეტული კითხვების შემთხვევაში, აღნიშნულ კითხვებზე პასუხის გაცემა და საკითხის ირგვლივ ამომწურავი ინფორმაციის მიწოდება.

რეგულარულად ჩატარდება სემინარები, ტრენინგები და ვორქშოპები ახალ ინსტრუმენტებზე და ბაზრებზე, საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის გაცნობის, ამ ბაზრების ფუნქციონირების, ინსტრუმენტების გამოყენების, წარმოქმნილი რისკების სწორი მართვის ცოდნის ამაღლების მიზნით.

მოქალაქეების, ბაზრის სხვადასხვა მონაწილეების, მარეგულირებლების და სხვა ჩართული პირებისა და ორგანიზაციების ფინანსური განათლების კუთხით ჩასატარებელი ღონისძიებების ძირითადი პრინციპები იქნება:

- ② **საერთო პასუხისმგებლობა:** ფინანსური განათლების დონის ამაღლება უნდა იყოს საერთო პასუხისმგებლობის საკითხი მთავრობის, ბაზრის მონაწილეების, საზოგადოების, საგანმანათლებლო სექტორის;
- ② **ჩართულობა და ეფექტურობა:** ფინანსური განათლების მიღების პროცესში საზოგადოების და ბაზრის მონაწილეების ფართო სპექტრის ჩართვა;

- ② **საუკეთესო პრაქტიკის გამოყენება:** ფინანსური განათლების ამაღლების კუთხით საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის გამოყენება. დონორი ორგანიზაციების, საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების გამოცდილების გამოყენება;
- ② **მრავალფეროვნება:** სასწავლო პროგრამების, ონლაინ რესურსების, სემინარების, სამუშაო შეხვედრების შექმნა/ორგანიზება საზოგადოების ყველა ფენისათვის მისაღები და გასაგები ფორმით, რათა მაქსიმალურად მოვიცვათ საზოგადოების და ბაზრის მონაწილეების ფართო ფენები.

ზემოაღნიშნული პრინციპებიდან გამომდინარე შესაძლებელია გამოიყოს რამდენიმე ძირითადი სტრატეგიულად მნიშვნელოვანი პრიორიტეტი:

- ② ზოგადსაგანმანათლებლო სისტემაში ფინანსური განათლების საფუძვლების, ფინანსური ბაზრის მუშაობის პრინციპების შესწავლის დანერგვა;
- ② პოტენციურ ემიტენტებზე ტარგეტირებული საგანმანათლებლო ღონისძიებების ჩატარება;
- ② ხელმისაწვდომი ვებ-გვერდების, მობილური აპლიკაციების და სხვა თანამედროვე რესურსების შექმნა და მათი საზოგადოებაში პოპულარიზაცია;
- ② მიზნობრივი აუდიტორიების გამოყოფა და მათთვის სასარგებლო ინფორმაციის შექმნა-გავრცელება;
- ② ბაზრის მონაწილეებს და მარეგულირებლებს შორის კოორდინაციის და პარტნიორობის ზრდა;
- ② სხვადასხვა კვლევების, ტრენინგების ასევე ფინანსური ინსტრუმენტების შესახებ საინფორმაციო-სასწავლო შეხვედრა-სემინარების ორგანიზება.
- ② მასწავლებლებისა და მოსწავლეებისათვის შესაბამისი ლიტერატურის/სახელმძღვანელოების/საინფორმაციო ბულეტენების შემუშავება;
- ② ადვილად გასაგები, ინტერაქტიული ქართული ფინანსური ბაზრის სპეციფიკაციაზე ორიენტირებული ინტერნეტ რესურსების შექმნა;
- ② საზოგადოების განსაკუთრებით მოწყვლადი ფენებისათვის ინსტრუქციების, რჩევების, სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტის შესახებ ინფორმაციის და თანმდევი რისკების შესახებ ინფორმაციის მიწოდება, საინფორმაციო მასალის შექმნა და გავრცელება.

4. ბაზრის ცალკეული სეგმენტების განვითარების გეგმა

4.1 ფულადი ბაზარი

საქართველოში ბანკთაშორისი ფულადი ბაზარი გარკვეულად ლიკვიდურია, თუმცა მინიმალურად არსებობს ბანკთაშორისი სეგმენტის გარეთ. აღნიშნულის მიზეზია საბანკო დეპოზიტების უფრო მაღალი განაკვეთები ვიდრე ფულად ბაზარზე. საფინანსო სექტორის განვითარებასთან ერთად ეტაპობრივად მოხდება დეპოზიტებისა და ფულადი ბაზრის განაკვეთების დაახლოება, რაც გააჩენს არასაბანკო მოთამაშეების მხრიდან მოთხოვნას ლიკვიდობის მართვის მიზნით ფულად ბაზარზე ინვესტირების კუთხით.

ამ მოთხოვნის შესაბამისად, მოსალოდნელია რომ კომერციული ბანკები მიაწოდებენ რეპოს ინსტრუმენტებს და გაიზრდება არასაბანკო რეზიდენტი ინვესტორების ინტერესი მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ. აღნიშნული პროცესის ხელშეწყობის მიზნით მნიშვნელოვანია ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტები იყოს მოქნილი და ტრანზაქციები ურისკო. ამისათვის კი საჭიროა იურიდიული გარემოს მოწესრიგება, კონკრეტულად კი საერთაშორისო GMRA ხელშეკრულების დანერგვა.

პარალელურად, კომერციულ ბანკებთან ერთად თანდათან ბაზარზე უნდა გააქტიურდნენ საბროკერო კომპანიები და კორპორაციები, რომელთაც უფრო აქტიურად უნდა განათავსონ ფულადი სახსრები, მოძებნონ საუკეთესო შემოსავლიანობის მომტანი აქტივები, იყიდონ ფასიანი ქაღალდები.

- ⊗ GMRA-ზე გადასვლა (რეკომენდაცია 1.2)
 - ⊗ დღემდე ბანკთაშორის ბაზარზე მოქმედებს რეპოს მასტერ ხელშეკრულების ქართული, გამარტივებული ვერსია;
 - ⊗ შემდგომ ეტაპზე მთლიანად ბაზარი უნდა გადავიდეს საერთაშორისო GMRA ხელშეკრულებაზე. აღნიშნული ასევე დაეხმარება არარეზიდენტ ინვესტორებს ადგილობრივ ფულად ბაზარზე მონაწილეობაში;
 - ⊗ ამისათვის საჭირო იქნება ბაზრის მონაწილეების განათლების დონის ამაღლება და GMRA დეტალების სიღრმისეული შესწავლა;
- ⊗ საქართველოზე ICMA სამართლებრივი დასკვნის მომზადება (რეკომენდაცია 1.1)
 - ⊗ საქართველოში მოქმედებს კანონმდებლობა, რომელიც შესაბამისობაშია ევრო დირექტივებთან და GMRA სტანდარტებთან. თუმცა საჭიროა ამ საკითხზე სამართლებრივი დასკვნის მომზადება, რომლის გამოყენებასაც შეძლებენ არარეზიდენტი ფინანსური ინსტიტუტები.
 - ⊗ საერთაშორისო ასოციაცია ICMA საქართველოს ეროვნული ბანკის დაკვეთითა და „ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის“ მხარდაჭერით მოამზადებს სამართლებრივ დასკვნას, რომელიც მსგავსი იქნება წამყვანი ფინანსური ბაზრების შესაბამისი დოკუმენტის,

განთავსდება მათ ვებ გვერდზე და ხელმისაწვდომი იქნება ICMA-ს წევრებისათვის.

⊕ ეროვნული ბანკი უკვე არის ICMA წევრი, რაც ამ ორგანიზაციასთან ფართო თანამშრომლობის საშუალებას იძლევა. ICMA საქმიანობის ერთ ერთ მნიშვნელოვან მიმართულებას საგანმანათლებლო საქმიანობა წარმოადგენს. ტარდება სპეციალიზებული კურსები და ტრეინინგები, როგორც ICMA ტრეინინგის ცენტრებში, ისე რეგიონალური სემინარები წევრ ქვეყნებში. საქართველო აქტიურად გამოიყენებს ამ რესურსს. პირველი ტრეინინგი უკვე მიმდინარე წელს ჩატარდება (რეკომენდაცია 1.4).

⊕ დღეისათვის ფინანსური გირაოს კანონმდებლობა არ ვრცელდება იმ რეპო გარიგებებზე, რომელთა მონაწილე მხარე კომპანიები არიან. ინიცირებულ იქნება ცვლილებები საგადასახდო სისტემების შესახებ კანონში, რომლის მიხედვითაც აღნიშნული საკითხი იქნება დარეგულირებული და რეპო ბაზარზე კორპორაციებიც შეძლებენ სრულყოფილად ვაჭრობას (რეკომენდაცია 1.3).

4.2 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები არის კაპიტალის ბაზრის ყველაზე მნიშვნელოვანი ნაწილი:

- ⊕ ბაზრის ეს სეგმენტი წარმოადგენს აუცილებელ საფუძველს კაპიტალის ბაზრის სხვა კომპონენტების ფუნქციონირებისათვის. კაპიტალის ლიკვიდური ბაზრების განვითარებაზე მუშაობა, შესაძლებელი გახდა მხოლოდ მას შემდეგ, რაც 2009 წლიდან დაიწყო სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და ეტაპობრივად გაჩნდა ლიკვიდობა ამ ბაზარზე;
- ⊕ ეროვნული ვალუტით დენომინირებული მთავრობის ფასიანი ქაღალდი არის ურისკო და ყველაზე მაღალლიკვიდური ინსტრუმენტი, რომლის მიმართაც ხდება სხვა ფასიანი ქაღალდების ფასწარმოქმნა;
- ⊕ მათი გამოყენება აუცილებელია სხვა ინსტრუმენტებთან ერთად პორტფელის დივერსიფიკაციისათვის.

პირველადი ბაზარი და მეორადი ბანკთაშორისი რეპო ბაზარი განვითარებულია. საჭიროა გაიზარდოს ინვესტორთა არეალი, განსაკუთრებით რეზიდენტი და არარეზიდენტი არასაბანკო ინვესტორების ჩართვით. ამისათვის საჭიროა მოცულობების ზრდა, რაც გაზრდის ლიკვიდობას და შესაბამისად მოხდება ვადიანი დეპოზიტებისა და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებზე შემოსავლიანობის დაახლოება. აღნიშნულის შედეგად გაჩნდება მოთხოვნა არასაბანკო ინვესტორების მხრიდან მთავრობის ფასიანი ქაღალდებზე, რის საპასუხოდაც კომერციული ბანკები უნდა გააქტიურდნენ კლიენტებთან როგორც ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებით, ასევე უნდა დაიწყონ რეპო ოპერაციები კლიენტებთან.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოცულობის სტაბილური ზრდა აუმჯობესებს ლიკვიდურობას. მაღალლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების ბაზარი აუცილებელი ფუნდამენტია კერძო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისათვის. შესაბამისად სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობის ზრდა, ერთი მხრივ ამცირებს ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების ხარჯებს და მეორე მხრივ, ბაზრის განვითარების გამო იზრდება ეკონომიკა და ბიუჯეტის საგადასახადო შემოსავლები. ამიტომ მნიშვნელოვანია, რომ სახელმწიფომ გამოუშვას ფასიანი ქაღალდები არა მარტო დეფიციტის დაფინანსების მიზნით, არამედ ბაზრის განვითარების მიზნითაც (რეკომენდაცია 2.1). ამ კუთხით დაგეგმილია ცვლილებები კანონში სახელმწიფო ვალის შესახებ.

ბაზრის ნორმალურად ფუნქციონირებისათვის მნიშვნელოვანია მიმოქცევაში იყოს საკმარისი რაოდენობით ფასიანი ქაღალდები (ბენჩმარკი 2, რეკომენდაცია 2.2) რათა, დაკმაყოფილდეს:

- ⊕ კომერციული ბანკების მოთხოვნა ლიკვიდური სახსრების კუთხით;
- ⊕ ცენტრალური ბანკის საჭიროება იქონიოს საკმარისი მოცულობის პორტფელი ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის;
- ⊕ არარეზიდენტი ინვესტორების მოთხოვნა, რომელთაც ჭირდებათ გარკვეული მასშტაბები ბაზარზე შემოსვლისთვის;
- ⊕ საპენსიო ფონდების მომავალი მოთხოვნა, განათავსონ გრძელვადიანი სახსრები;
- ⊕ ფულადი ბაზრის მოთხოვნა მოკლევადიანი ინსტრუმენტების კუთხით, ლიკვიდობის და ფულადი ნაკადების ეფექტიანი მართვის ხელშეწყობისათვის.

არარეზიდენტი ინვესტორების მონაწილეობა ადგილობრივ ბაზარზე (ბენჩმარკი 3), განსაკუთრებით განვითარების საწყის ეტაპზე, მნიშვნელოვანია რამდენიმე მიმართულებით. უცხოელი ინვესტორები ხელს უწყობენ ბაზრის გადრმავებას, კონკურენციის მატებასა და შემოსავლიანობის შემცირებას.

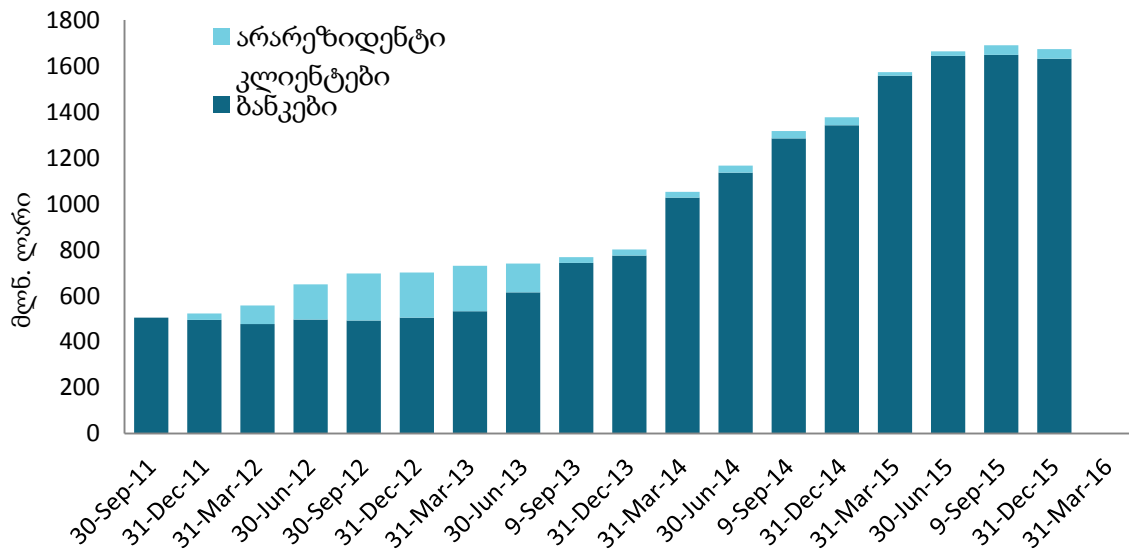
მათ ასევე შემოაქვთ დამატებითი დისციპლინა ბაზარზე, ვინაიდან ნებისმიერი არასწორი ქმედება ემიტენტის ან პოლიტიკის წარმმართველების მხრიდან, მყისიერად იწვევს ინვესტორების რეაქციას და საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებას. ადგილობრივი ინვესტორებისაგან განსხვავებით მათ აქვთ უფრო მეტი შესაძლებლობა საკუთარი რესურსები გადაამისამართონ სხვა ქვეყნების ბაზრებზე, იმ შემთხვევაში თუ დაინახავენ არასწორი ეკონომიკური გადაწყვეტილებების რისკს. ეს კი არის დამატებითი სტიმული სწორი ეკონომიკური პოლიტიკის წარმართვისათვის.

არარეზიდენტი ინვესტორების მოზიდვისათვის საჭიროა ბაზარზე წვდომის გაადვილება, ასევე გასვლის შესაძლებლობა. ამ მიმართულებით დღეს უკვე არის ლიბერალური რეჟიმი, რომელიც ითვალისწინებს ანგარიშების გახსნის, სავალუტო ფულადი სახსრების შეუფერხებლად შემოტანის, გატანის, კონვერტაციის შესაძლებლობას. ქვეყანაში არ მოქმედებს სავალუტო კონტროლის მექანიზმები. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისათვის გამარტივებულია საგადასახადო რეჟიმი. ამ ფონზე ქართულ ფასიან ქაღალდებს უკვე ყიდულობს რამოდენიმე უცხოური საინვესტიციო ფონდი. გარკვეულ ეტაპზე მათ მთელი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის მეოთხედი ეკავათ. მათ ასევე ადვილად შეძლეს ბაზრიდან ნაწილობრივ გასვლა, რაც მათი საინვესტიციო სტრატეგიით იყო განპირობებული.

ასევე მნიშვნელოვანია მათთვის სათანადო ინფორმაციის მიწოდება. არარეზიდენტ ინვესტორებთან კომუნიკაციის გააქტიურება დაგეგმილია შემდეგი მიმართულებებით:

- ② „როდ შოუების“ და საინფორმაციო ხასიათის შეხვედრების მოწყობა მსოფლიოს მსხვილ ფინანსურ ცენტრებში (რეკომენდაცია 2.4);
- ② საინფორმაციო ანალიტიკური ინფორმაციის მომზადება და გავრცელება (რეკომენდაცია 3.1);
- ② ფინანსთა სამინისტროს და ეროვნული ბანკის ვებ გვერდების პერიოდული დახვეწა (რეკომენდაცია 2.9);
- ② ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი ნორმების ინგლისური ვერსიების რეგულაური განახლება და გამოქვეყნება (რეკომენდაცია 8.1);

დიაგრამა 10: მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელი მფლობელთა ჭრილში (2011-2015)



ბაზარზე სტაბილური ლიკვიდობის უზრუნველყოფის მიზნით, ბაზარზე არსებული ფასიანი ქაღალდების მოცულობის ზრდის პარარელურად სახელმწიფომ უნდა დაიწყოს ე.წ. „ბენჩმარკ“ ბონდების შეთავაზება (რეკომენდაცია 2.8):

- ② უფრო მეტი აქცენტი შეიძლება გაკეთდეს მსხვილ ემისიებზე, რომლებზეც არის მოთხოვნა ბაზრის მხრიდან, რომელიც იქნება სხვებზე მეტად ლიკვიდური და გამოყენებული იქნება დანარჩენი ბონდების ფასწარმოქმნისთვის;
- ② უფრო აქტიურად იქნება გამოყენებული 'რეოფინანსის' მექანიზმი, ანუ უკვე გამოშვებული ბონდებისთვის დამატებითი ემისია, მიმოქცევაში ამ ფასიანი ქაღალდის მოცულობის გაზრდის და ლიკვიდობის ამაღლების მიზნით.

ბაზრის განვითარებასთან ერთად შესაძლოა შესწავლილ იქნას პირველადი დილერების ინსტიტუტის შემოღების საკითხი. პირველადი დილერების ინსტიტუტი ბევრ მოწინავე ბაზარზე წლებია წარმატებით მუშაობს. ის ხელს უწყობს პირველად ბაზარზე სტაბილური მოთხოვნის არსებობას, რაც ემიტენტს, ფინანსთა სამინისტროს აძლევს სასურველი მოცულობის ფასიანი ქაღალდების გარანტირებულად განთავსების საშუალებას. პირველად ბაზარზე ექსკლუზიური წვდომის სანაცვლოდ პირველად დილერებს აქვთ დამატებითი ვალდებულებები, როგორცაა მაგალითად მთლიანი მოცულობის გარკვეული წილის პორტფელის შენარჩუნება, ორმხრივი კოტირებების გამოქვეყნება და მარქეტ მეიქერის ფუნქციების შესრულება, რაც ლიკვიდობას ამაღლებს. საწყის ეტაპზე მოხდება საქართველოსთვის, ბაზრის განვითარების ამ ეტაპზე პირველადი დილერების ინსტიტუტის შემოღების მიზანშეწონილობის შესწავლა, საერთაშორისო ექსპერტის დახმარებით (რეკომენდაცია 2.6).

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე პროგნოზირებადობის უზრუნველყოფის მიზნით ფინანსთა სამინისტრო შეიმუშავებს და პერიოდულად გაანახლებს სახელმწიფო

ვალის მართვის სტრატეგიას (რეკომენდაცია 2.3). იგი მოიცავს სახელმწიფო გრძელვადიან გეგმებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შიდა ბაზარზე. აღნიშნული დოკუმენტი იქნება მთავრობის სახელმძღვანელო გეგმა საშუალოვადიან პერიოდში და ბაზრის მონაწილეებთან კომუნიკაციის საშუალება.

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია მსხვილ სახელმწიფო საწარმოებს ქონდეთ წვდომა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე. ამ მიზნით მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია ვრცელდებოდეს მსხვილი სახელმწიფო საწარმოების ვალზეც.

კერძო ფიზიკური პირების მონაწილეობის გადახედვა და ინფორმაციის მიწოდება (რეკომენდაცია 2.5):

- ② დღეისათვის ფიზიკურ და იურიდიულ პირებს შეუძლიათ პირველად ბაზარზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შექმნა. თუმცა ამის შესახებ ინფორმირებულობის დონე დაბალია;
- ② მნიშვნელოვანია, რომ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა და გაყიდვა ადვილად ხელმისაწვდომი იყოს;
- ② მიზანშეწონილია ბანკებისა და საბროკერო კომპანიების მიერ ფიზიკური და იურიდიული პირებისათვის სერვისის პირობების გადახედვა გამარტივების და გაიაფების კუთხით;
- ② სამომავლოდ განხილული იქნება, ფიზიკური პირებისათვის ბაზარზე პირდაპირი მონაწილეობის ალტერნატიული ტექნიკური გადაწყვეტის საკითხიც. დღეს მათ ამისათვის კომერციული ბანკის მომსახურების გამოყენება ჭირდებათ.
- ② თუმცა არ იგეგმება ამ მიმართულებით დიდი მატერიალური რესურსების ხარჯვა, მთავარი აქცენტი უკვე არსებული ინფრასტრუქტურის და კანონმდებლობით მინიჭებული უფლებების ეფექტიანად გამოყენებაზე და ცოდნის ამაღლებაზე გაკეთდება;

ბაზარზე ახალი პროდუქტების გაჩენისა და საპროცენტო განაკვეთების ჰეჯირების მიზნით, შესწავლილი იქნება **ინფლაციით ინდექსირებული ობლიგაციების** გამოშვების მიზანშეწონილობის საკითხი (რეკომენდაცია 2.7):

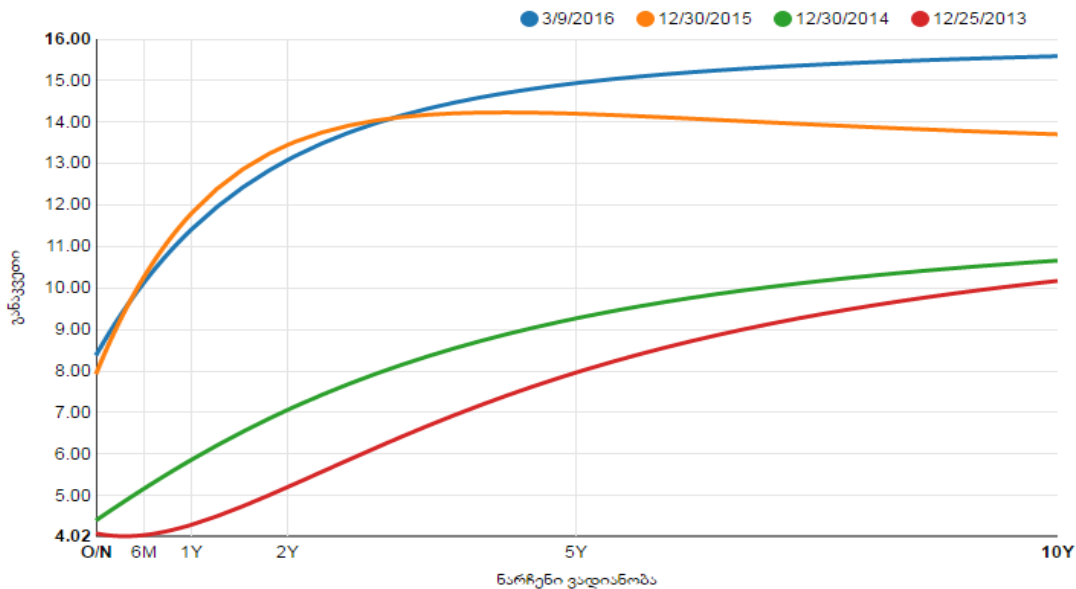
- ② ინფლაციით ინდექსირებული ბონდების გამოშვება ხდება იმ ბაზრებზე სადაც უკვე დაგროვებულია ფიქსირებული შემოსავლიანობის ბონდების ემისიის გამოცდილება;
- ② ინდექსირებული ბონდები შეიცავს მნიშვნელოვან ღირებულ ინფორმაციის ინფლაციის მოლოდინების შესახებ და სასარგებლოა ცენტრალური ბანკისა და მთავრობისათვის.

4.3 კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი

კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია, ბაზრის მონაწილეთა და სახელმწიფოს ქმედებების კონსოლიდაცია განვითარების სწორი საფუძვლის ჩამოყალიბებისათვის. კერძოდ, საჭიროა ფასების გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა, ბაზრის მონაწილეთა განათლება, რეპორტიინგი, ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა, ბაზრის ზედამხედველობა, ფასიანი ქაღალდების საბაზრო ღირებულების განსაზღვრა, ემიტენტის გამჭვირვალობა და სხვა.

კორპორატიული ბონდების ფასწარმოქმნას ხელს შეუწყობს ოფიციალური შემოსავლიანობის მრუდის გამოქვეყნება, რომელიც ეროვნულმა ბანკმა ჩებ ექსპერტებთან ერთად შეიმუშავა.

დიაგრამა 11: ლარის შემოსავლიანობის მრუდი



გასათვალისწინებელია, რომ კორპორატიული ობლიგაციების სპეციფიკიდან და სხვა ქვეყნების გამოცდილებით ისინი ძირითადად ივაჭრება არასაბირჟო OTC სეგმენტზე. დამატებითი წახალისების გარეშე, კორპორატიული OTC ბაზარი თანდათან განვითარდება საკუთარი რესურსებით. თუმცა შესაძლებელია ამ პროცესის დაჩქარება. სხვადასხვა ქვეყნებში კორპორატიული ბონდების სწრაფ განვითარებას ხელი შეუწყობს ბონდების ბაზრის ასოციაციის შექმნამ.

საქართველოში ხელი შეეწყობა, ბაზრის მონაწილეთა მიერ ანალოგიური ასოციაციის შექმნას, რომლის ფუნქციებიც იქნება (რეკომენდაცია 3.1):

- ⌚ ბაზრის მონაწილე ასოციაციის წევრებისათვის წესების დადგენა და მათთან შესაბამისობის კონტროლი. ამ წესებში არ უნდა ჩაითვალოს ასოციაციაში წევრობის გარდა რაიმე წესების დაწესება. ასოციაციის წევრებმა შესაძლოა თავისთვის დააწესონ ქცევის უფრო მაღალი სტანდარტები;
- ⌚ ბაზრის მონაწილეთათვის ამ ბაზარზე შესვლისათვის მინიმალური მოთხოვნების დაწესება;

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია

- Ⓢ მონაწილეთა საქმიანობის დამატებით შემოწმება (ადგილზე და დისტანციურად) ასოციაციის მიზნების ფარგლებში. აღნიშნული არ გამოირიცხვას მარეგულირებლის მიერ საჭიროების შემთხვევაში ადგილზე შემოწმებას, თუმცა მარეგულირებელი ასევე დაეყრდნობა ასოციაციის მიერ შემოწმების დროს მიღებულ ინფორმაციას;
- Ⓢ დავების გადაწყვეტა და დაჯარიმება;
- Ⓢ ყველა გამოშვებული ბონდის მონაცემების ბაზის წარმოება;
- Ⓢ ფასების გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა - მეორადი ბაზრის მონაცემების დროული შეგროვება და გავრცელება;
- Ⓢ ობლიგაციების საბაზრო ღირებულების პერიოდული შეფასება;
- Ⓢ შემოსავლიანობის მრუდის აგება, როგორც ურისკო ფასიანი ქაღალდების, ასევე საკრედიტო რისკების რეიტინგების შემთხვევაში;
- Ⓢ საგანმანათლებლო საქმიანობა წევრებისათვის, ინვესტორებისათვის და აკადემიური წრეებისათვის (რეკომენდაცია 3.9);

ასოციაცია იქნება არაკომერციული თვითრეგულირებადი პროფესიული ორგანიზაცია. მისი დამფუძნებლები იქნებიან კაპიტალის ბაზრის მონაწილეები, კომერციული ბანკები, ბროკერები, ეროვნული ბანკი და მთავრობა.

ასოციაციის ძირითადი შემოსავლის წყარო იქნება დამფუძნებელთა საწევრო შენატანები. შესაძლებელია თავდაპირველი ერთჯერადი ფინანსური მხარდაჭერა მთავრობის მხრიდან. ასოციაციის ფუნქციონირების ინსტიტუციური მოწყობის საკითხი გადაწყდება მომდევნო ეტაპზე. ამ მიზნით მოხდება ტექნიკური დახმარების მოთხოვნა (რეკომენდაცია 3.10).

საკრედიტო რეიტინგების მინიჭება

- Ⓢ კორპორატიული ობლიგაციების ფასწარმოქმნისთვის ასევე მათი საკრედიტო ხარისხის შეფასებისათვის მნიშვნელოვანია მათ ემიტენტებს საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისი საკრედიტო რეიტინგები ქონდეთ მინიჭებული. ეს საკრედიტო რეიტინგები მაღალი ნდობით უნდა სარგებლობდეს;
- Ⓢ პირველ ეტაპზე სარეიტინგო სააგენტო Fitch სთავაზობს კომპანიებს რეიტინგების მინიჭებას დისკონტირებული ფასებით, მომდევნო ხუთი წლის განმავლობაში;
- Ⓢ სასურველია ასეთი ტიპის ინიციატივებს შეუერთდნენ სხვა წამყვანი სარეიტინგო სააგენტოები, რისთვისაც გაგრძელდება მათთან მუშაობა (რეკომენდაცია 3.4);
- Ⓢ მომდევნო ეტაპზე ხელი შეეწყობა საერთაშორისო სარეიტინგო სააგენტოებთან ერთობლივად ადგილობრივი საკრედიტო სარეიტინგო სააგენტოების ჩამოყალიბებას, რომელთაც უკეთ ექნებათ შესწავლილი

ადგილობრივი ბაზრის და კომპანიების სპეციფიკა და განსაკუთრებით წვრილი კომპანიებისათვის ხელმისაწვდომ ფასებში რეიტინგების მინიჭების საშუალება (რეკომენდაცია 3.5);

- ⊕ ქართული ბაზრისათვის უნდა შეიქმნას რეიტინგების ადგილობრივი შკალა, სადაც სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს ექნებათ უმაღლესი რეიტინგი. იარსებებს ამ რეიტინგების საერთაშორისო-სოსთან შესადა-რისობის მატრიცა (რეკომენდაცია 3.6).

ეროვნული ბანკის მიერ გირაოდ გამოყენება (ლიკვიდობის უზრუნველყოფა)

- ⊕ კორპორატიული ბონდებისათვის, განსაკუთრებით ბაზრის განვითარების საწყის ეტაპზე მნიშვნელოვანია მათი ლიკვიდობა;
- ⊕ მეორადი ბაზრის გააქტიურებამდე ლიკვიდობის გარკვეულ გარანტიას შექმნის ამ ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური ბანკის ოპერაციებისათვის გამოყენების შესაძლებლობა;
- ⊕ ეროვნული ბანკი დაამატებს კორპორატიულ ობლიგაციებს გირაოს ბაზას, განსხვავებული ჰეარქათებით (რეკომენდაცია 3.2). ყველაზე მაღალი ჰეარქათი ექნებათ დაბალი რეიტინგის მქონე ან რეიტინგის არმქონე ობლიგაციებს.

ბაზრის განვითარების შემდგომ ეტაპზე დადგება სხვა ტიპის ინსტრუმენტის ემისიის საკითხიც, როგორებიცაა მუნიციპალური ობლიგაციები, დაფარული ობლიგაციები (covered bonds), აქტივებით, მათ შორის იპოთეკით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები (asset backed securities, including mortgage backed securities). მოხდება ამ ინსტრუმენტების შესწავლა, მათი ემისიისთვის აუცილებელი წინაპირობების ჩათვლით და მათი ბაზარზე გამოტანის შესაბამისი დროის შერჩევა (რეკომენდაცია .

4.4 სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება

კაპიტალის ბაზრის სააქციო სეგმენტის განვითარებისა და ასევე საცალო ინვესტორებისათვის ბაზარზე წვდომისათვის აუცილებელია ქვეყანაში **განვითარებული, სანდო და ლიკვიდური ბირჟის** არსებობა.

სააქციო კაპიტალის ბაზარი დაეხმარება საშუალო და მსხვილი ზომის კომპანიებს მოიზიდონ გრძელვადიანი კაპიტალი ადგილობრივ ბაზარზე. იგი ხელს შეუწყობს რისკების გადანაწილებას ინვესტორებს შორის და შექმნის კორპორატიული მართვის გაუმჯობესების და ინვესტორთა დაცვის სტიმულებს. საქართველოს ეკონომიკის ზომის გათვალისწინებით, განვითარების როგორც არსებულ ეტაპზე და მომავალშიც, ბირჟაზე ემიტენტების კაპიტალიზაცია საერთაშორისო პრაქტიკასთან შედარებით იქნება ძალიან მცირე, თუმცა საქართველოსთვის მნიშვნელოვანი. ამიტომ, ფინანსურად მიზანშეწონილი რომ იყოს საშუალო ზომის კომპანიების მიერ ფასიანი ქაღალდების ემისია და მსხვილი

კომპანიების შემთხვევაში ადგილობრივმა ბაზარმა გაუწიოს კონკურენცია საერთაშორისო ბირჟებს, ძირითადი აქცენტი უნდა გაკეთდეს **ბირჟის მინიმალური ხარჯებით ოპერირებაზე, მაქსიმალური გამჭვირვალობაზე და მინიმალური (პრაქტიკულად ნულოვანი) ტრანზაქციული რისკების პირობებზე**. აღნიშნულის მისაღწევად აუცილებელია თანამედროვე ტექნოლოგიების გამოყენება და ინვესტიციების სწორად დაგეგმვა.

ბირჟის ეფექტიანი მართვა უნდა გახდეს ბირჟის მიერ ინვესტორების და ემიტენტებისათვის დამატებული ღირებულების შექმნის საწინდარი, კონკურენტულ ფასად. ბირჟის **ტარიფები** არ უნდა იყოს იმდენად მაღალი, რომ ისინი გახდნენ შემზღვეველი ფაქტორი კომპანიებისათვის ბირჟის მეშვეობით აქციების განთავსებისას. ბირჟის ხელმძღვანელობა გადახედავს სატარიფო პოლიტიკას ამ პრინციპის გათვალისწინებით (რეკომენდაცია 6.7).

სამუშაო ჯგუფი მხარს უჭერს ეფექტიანობის გაზრდის მიზნით სხვადასხვა საბირჟო პროდუქტების ვაჭრობის ერთ პლატფორმაზე თავმოყრას. ეს პროდუქტები, აქციებთან ერთად, შეიძლება მოიცავდეს სასაქონლო (ელექტროენერჯია), სავალუტო, საპროცენტო ფიუჩერების და სხვა საბირჟო დერივატივების კონტრაქტებს, თუმცა არაპროდუქტიულად მიიჩნევა სხვა არასაბირჟო (OTC) ინსტრუმენტების ადმინისტრაციულად ბირჟაზე შემოტანის მცდელობებს. ყოველთვის უნდა არსებობდეს კონკურენტების მიერ იგივე პროდუქტების უფრო უკეთესი პირობებით შეთავაზების შესაძლებლობაც.

ბირჟაზე ვაჭრობა რომ გახდეს უფრო მოსახერხებელი და ფულადი სახსრების ეფექტიანი გამოყენების ხელშემწყობი, უნდა გაუქმდეს თანხების **წინასწარი დეპონირების პრაქტიკა (რეკომენდაცია 6.8)**. ვაჭრობა მოხდება T+2 პრინციპის დაცვით და ანგარიშსწორებისათვის საჭირო თანხების მობილიზაციას ბროკერები ანგარიშსწორების დღეს მოახდენენ. ბირჟის დეპოზიტარის ცენტრალური ბანკის ანგარიშსწორების სიტემაში ჩართვა საშუალებას მისცემს ბროკერებს მარტივად და სწრაფად დააგირაონ ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობის მობილიზაციის მიზნით ან განახორციელონ რეპო გარიგებები ერთმანეთთან ან კომერციულ ბანკებთან. ამ უკანასკნელებს კი ექნებათ საშუალება ეს ფასიანი ქაღალდები დააგირაონ ცენტრალურ ბანკში. გარდა ამისა, ანგარიშსწორების განახლებული სისტემა ლიკვიდობის უფრო ეფექტიანად გამოყენების საშუალებას შექმნის და ბროკერებს საბოლოო ნეტ ანგარიშსწორებისთვის დადებულ გარიგებების მთლიან მოცულობაზე ნაკლები თანხები შეიძლება დაჭირდეთ.

გამჭვირვალობის უზრუნველსაყოფად, ბირჟაზე განთავსებული ფასიანი ქაღალდებით ბირჟისგარე გარიგებებისათვის იარსებებს მათი სავალდებულო რეგისტრაციის მოთხოვნა. თუმცა ამჟამინდელი რეგისტრაციის ტარიფი კიდევ უფრო უნდა შემცირდეს ან მთლიანად გაუქმდეს (რეკომენდაცია 6.7). ის პირველ რიგში უნდა შეესაბამებოდეს

რეგისტრაციისთვის ბირჟის მიერ გაწეულ დანახარჯებს. მაგალითად არ უნდა იყოს დამოკიდებული ტრანზაქციის მოუცლობაზე, არამედ იყოს ფიქსირებული ფასი. ასევე დანახარჯების შემცირება შეიძლება რეგისტრაციის პროცესის ავტომატიზაციით. ბირჟამ შეიძლება შექმნას ვებ გვერდი ბროკერებისათვის, სადაც ინფორმაციის ატვირთვა ავტომატურად მოხდება, ან მოხდეს ინტერფეისის აწყობა არასაბირჟო ელექტრონულ პლატფორმასთან.

გამჭვირვალობის გაუმჯობესების და ინვესტორთა და ემიტენტთა ინფორმირებულობის გაზრდის მიზნით აუცილებელია **ბირჟის ვებ-გვერდის** განახლება, რათა ის გახდეს უფრო მოსახერხებელი და ინფორმაცია იყოს უფრო ადვილად მოძებნადი. თანაბარი ყურადღება უნდა მიექცეს საიტის ინგლისურ და ქართულ ვერსიებს. ვებ გვერდზე ასევე უნდა იყოს გამოქვეყნებული ბირჟაზე ლისტინგის, ვაჭრობის საკომისიოები და სხვა ტარიფები და მოსაკრებლების შესახებ სრულყოფილი ინფორმაცია (**რეკომენდაცია 6.10**).

გამართული თანამედროვე ვაჭრობის და განსაკუთრებით ანგარიშსწორების ინფრასტრუქტურის არქონა დღემდე არის სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარების ერთ ერთი შემაფერხებელი. ხელით და ქაღალდის დოკუმენტებით წარმართული ბიზნეს პროცესები არის ნელი, მოუხერხებელი, რისკიანი. ასეთ ბაზარზე შემოსვლას ერიდებიან უცხოელი ინვესტორები და დეპოზიტარები. მათთვის გამართული ინფრასტრუქტურა არის მათი და მათი კლიენტების ინვესტიციების დაცულობის ერთ ერთი წინაპირობა.

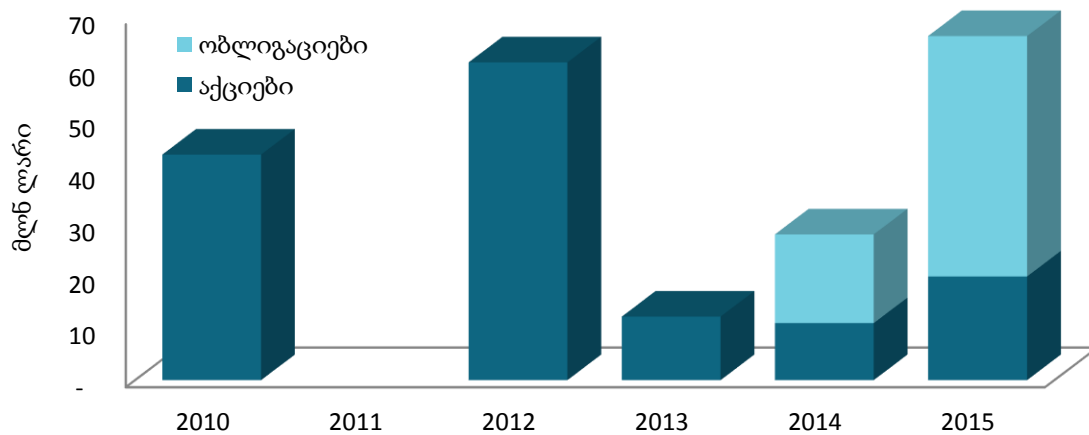
ამ საკითხის მოგვარება მოხდება ერთის მხრივ ბირჟაზე ახალი **თანამედროვე ტექნოლოგიებზე** დაფუძნებული ფართო ფუნქციონალობის მქონე ელექტრონული სისტემის დანერგვით (**რეკომენდაცია 6.2**), და მეორეს მხრივ ბირჟის სავაჭრო პლატფორმის ინტეგრაციით დეპოზიტარის განახლებულ სისტემასთან, რომელიც თავის მხრივ იქნება ეროვნული ბანკის ანგარიშსწორების სისტემის ნაწილი (**რეკომენდაცია 6.1**) და გამოიყენებს ყველა იმ უპირატესობას, რაც ცენტრალურ ბანკს გააჩნია სისტემის ოპერირების და დაცულობის კუთხით. ეს საგრძნობლად გაზრდის ნდობას დეპოზიტარის და მთლიანად კერძო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ.

მოხდება თავად ბირჟის და მისი ცენტრალური დეპოზიტარის **ორგანიზაციული გაძლიერება** და მმართველობის გაუმჯობესებაც, რათა ისინი პასუხობდეს თანამედროვე სტანდარტებს. მათი თანამშრომლები გაივლიან შესაბამის ტრეინინგს და შეისწავლიან სხვა წამყვანი დეპოზიტარების გამოცდილებას (**რეკომენდაცია 6.9**). მათი საქმიანობა დაფუძნებული იქნება მკაფიოდ ჩამოყალიბებულ შიდა პროცედურებზე და დანერგილი იქნება ბიზნესის უწყვეტობის გეგმები. რითაც ბირჟამაც და დეპოზიტარმაც უნდა უზრუნველყონ კლიენტების მაღალი დონის მომსახურება და აიმაღლონ რეპუტაცია როგორც ქვეყნის, ისე საერთაშორისო მასშტაბით. ყოველივე ეს აუცილებელია კერძო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე უცხოური დეპოზიტარების შემოსასვლელად.

ასევე აუცილებელია იქნება ბაზრის მოცულობის ზრდასთან, მონაწილეთა რაოდენობის ზრდასთან ერთად, რაც თავის მხრივ ნიშნავს ბირჟის და დეპოზიტარის მიერ უფრო მეტი რისკების აღებას, მათი **კაპიტალიზაციის გაზრდაც** და სხვა ფინანსური ბალიშების შექმნა, რათა ბაზრის ყველა მონაწილე დაცული იყოს საკრედიტო რისკების კუთხით და შემცირდეს დადებული გარიგებების შეუსრულებლობის რისკები. აღნიშნული კიდევ იფრო დიდ მნიშვნელობას იძენს თანხების წინასწარი დეპონირების პარკტიკის გაუქმების პირობებში.

ამ სტრატეგიის განხორციელება და კორპორატიული ობლიგაციების ბაზრის განვითარება ხელს შეუწყობს საბირჟო სეგმენტის განვითარებასაც. კერძოდ, კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარზე აქტიურობა გაზრდის ბროკერთა შესაძლებლობებსა და რესურსებს, გაიზრდება მონაწილეთა განათლების დონე, გაუმჯობესდება პოტენციურ ემიტენტთა გამჭვირვალობა და კორპორატიული მმართველობა, გაიზრდება ინვესტორთა ბაზა. გასათვალისწინებელია, რომ სააქციო ბაზრის შემთხვევაში, კორპორატიულ ობლიგაციებთან შედარებით, კიდევ უფრო დიდია ინვესტორთა, განსაკუთრებით წვრილი ინვესტორების დაცვის საჭიროება. შესაბამისად სააქციო კაპიტალის ბაზარი, უფრო მეტ გამჭვირვალობას მოითხოვს ემიტენტების მხრიდან.

დიაგრამა 12: აქციების და ობლიგაციების საჯარო შეთავაზებების დინამიკა (2010-2015)



საფონდო ბაზრის ყველა მონაწილე ადეკვატურად უპასუხებს ადგილობრივ და უცხოელ ინვესტორთა ინტერესს და უზრუნველყოფს ემიტენტთა გამჭვირვალობას კორპორატიული მმართველობის სტანდარტებთან მიმართებაში. ამის უზრუნველყოფისთვის:

- ⊕ რეგულატორისა და/ან საფონდო ბაზრის მონაწილეთა მიერ ემიტენტებისათვის შემოღებული იქნება კორპორატიული მართვის კოდექსი, რომელთა შესაბამისობაში ყოფნა ემიტენტისათვის იქნება ინვესტორთათვის გამჭვირვალობის სავიზიტო ბარათი

- Ⓢ საფონდო ბირჟა უზრუნველყოფს ბირჟაზე დაშვებული ყველა ემიტენტისათვის:
 - Ⓢ გამჭვირვალობის მოთხოვნების დაცვას და საბირჟო ინსტრუმენტებით მის სტიმულირებას;
 - Ⓢ გამჭვირვალობის მოთხოვნების დაუცველობაზე გამოსასწორებელი ღონისძიებების გატარებას
- Ⓢ საფონდო ბირჟის საინფორმაციო პორტალისა და თითოეული ემიტენტის ვებ-გვერდის მეშვეობით უზრუნველყოფილი იქნება ბირჟაზე დაშვებული ემიტენტების ფინანსური და კორპორატიული მართვის ინფორმაციის საჯაროობა და მათზე შეუზღუდავი წვდომა.

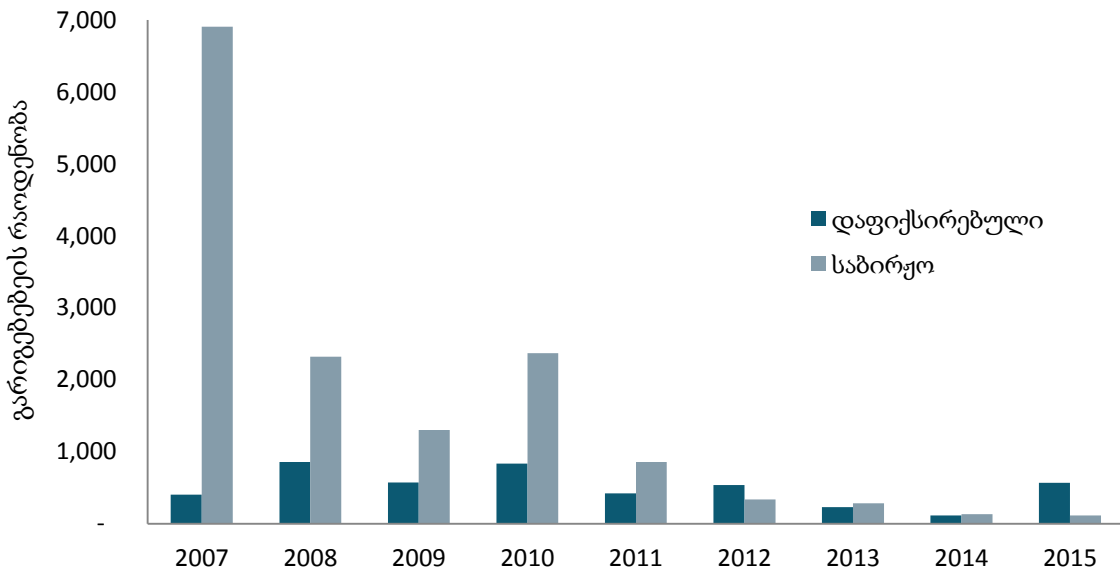
საფონდო ბაზრის სარგებლობის სტიმულირების მიზნით, გაგრძელდება მუშაობა საგადასახადო პოლიტიკის საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის დანერგისათვის (რეკომენდაცია 6.5), თავიდან იქნება აცილებული ორმაგი ინტერპრეტაციები და შეძლებისდაგვარად დაზუსტდება ყველა მარეგულირებელი ნორმა კანონებსა და ნორმატიულ აქტებში. დაინტერესებული მხარეებისათვის დღეს არსებული მაგალითიდან დაზუსტდება ფასიანი ქაღალდებისთვის თავისუფალი ბრუნვის კოეფიციენტის (Free Float) განმარტება, რათა ინვესტორებისთვის ადვილად აღსაქმელი და პრაქტიკაში რეალიზებადი იყოს დაწესებული საგადასახადო შეღავათებით სარგებლობა (რეკომენდაცია 6.4). ასევე გათვალისწინებულია საჯარო ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროსპექტის რეგისტრაციაზე კანონით დადგენილი ემისიის 0.1%-ის ოდენობის მოსაკრებლის შემცირება და გამარტივება (რეკომენდაცია 3.8).

საფონდო ბაზრის მიმზიდველობა უზრუნველყოფილი იქნება თანამედროვე ტექნოლოგიებზე დაფუძნებული და იმავდროულად ინვესტორთათვის მარტივად აღსაქმელი ინფრასტრუქტურით:

- Ⓢ საფონდო ბირჟა თანამედროვე ელექტრონული სავაჭრო პლატფორმით, სავაჭრო წესებით, საგარანტიო მექანიზმებით, გონივრული ფასწამოქმნის სისტემით;
- Ⓢ საფონდო ბირჟის ელექტრონული სავაჭრო პლატფორმა ინტეგრირებული იქნება სხვა ელექტრონულ სავაჭრო სისტემებთან და ბირჟის ცენტრალურ დეპოზიტარის სისტემასთან;
- Ⓢ ბირჟის ცენტრალური დეპოზიტარი, რომლის საოპერაციო სისტემა ინტეგრირებული იქნება ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების სისტემასთან;
- Ⓢ საბროკერო კომპანიების ქსელი, რომლებიც თავიანთი მომსახურების გაწევისათვის სრულფასოვნად ჩართული იქნებიან სავაჭრო და ანგარიშსწორების სისტემებში;
- Ⓢ ბირჟის სავაჭრო საათები შესაბამისი იქნება ბაზრის მოთხოვნებთან

უნდა აღინიშნოს, რომ ბირჟის, როგორც ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობისთვის განკუთვნილი მნიშვნელოვანი პლატფორმის გასაძლიერებლად უკვე დაიწყო გარკვეული ნაბიჯების გადადგმა და რეგულირების კუთხით კვლავ გრძელდება ამ მიმართულებით მუშაობა.

დიაგრამა 13: ბირჟაზე სესიის დროს დადებული და დაფიქსირებული გარიგებების დინამიკა (2007-2015)



რამოდენიმე წლის წინ ახლად დანერგილმა რეგულაციებმა მისცა ბაზრის მონაწილეებს საშუალება მოეპოვებინათ ახალი საფონდო ბირჟის ლიცენზია და ამით შეექმნათ კონკურენტი პლატფორმის არსებობის პრეცედენტი. აღსანიშნავია, რომ მანამდე სწორედ კანონის ძალით იყო გარანტირებული მხოლოდ ერთი საფონდო ბირჟის არსებობის შესაძლებლობა. გასათვალისწინებელია ის ფაქტორიც, რომ წლების განმავლობაში ბაზარზე არსებული მონოპოლისტი საფონდო ბირჟის არაპროდუქტიულმა მენეჯმენტმა და ბირჟაზე სავალდებულო ვაჭრობის მოთხოვნამ ამ მოთხოვნის გაუქმებისთანავე ჩამოაშორა საწარმოები საფონდო ბირჟას და ბევრმა მათგანმა უპირატესობა არასაბირჟო სავაჭრო გარემოს მიანიჭა. ემიტენტების ამგვარი ქცევა სრულიად გასაგები იყო იმ გარემოებით, რომ ინფრასტრუქტურულად სუსტი და გაუმართავი საფონდო ბირჟა ვერაფერს აძლევდა ემიტენტებს იმ ფასის და რესურსის სანაცვლოდ, რასაც ისინი იხდიდნენ ბირჟაზე საკუთარი ფასიანი ქაღალდების განთავსებით. და როგორც კი გამოჩნდა ალტერნატიული პლატფორმა არასაბირჟო გარიგებებისთვის, ემიტენტებმა მაშინვე ამ პლატფორმაზე გადაინაცვლეს.

საბირჟო სეგმენტის განსავითარებლად აუცილებელია საერთაშორისო ინვესტორების და უცხო ქვეყნის საწარმოებისთვის საინტერესო საინვესტიციო გარემოს შექმნაც. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელ ნორმატივებს შორის არის ისეთი ნორმატივიც, რომელიც გარკვეულ უპირატეს უფლებებს ანიჭებს იმ უცხო ქვეყნის კომპანიებს, რომლებიც განვითარებული ქვეყნების საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობენ. ასეთი კომპანიები თავისუფალნი არიან საქართველოში პროსპექტის დამტკიცების ვალდებულებისგან, რაც მათ საშუალებას აძლევს თავიდან აირიდინონ მნიშვნელოვანი ბიუროკრატიული პროცედურები.

გარდა რეგულაციებისა, ნიშანდობლივია თავად საფონდო ბირჟის როლი ამ მიმართულებით. ბირჟამ მსგავსად რეგულატორისა უნდა მიმართოს ყველა ძალისხმევას, რათა მისი პლატფორმა მიმზიდველი გახდეს საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებისთვის და ასეთი ტიპის ემიტენტების მოზიდვით შექმას მიმზიდველი გარემო და სანდო რეპუტაცია გრძელვადიან პერსპექტივაშიც.

ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების პროცესი უკვე არის საკმაოდ მარტივი. ემისიაზე ნებართვის მიღებას ჭირდება მაქსიმუმ 45 დღე, თუმცა პრაქტიკაში ეს გაცილებით უფრო სწრაფად ხდება. რეგულატორისგან განსხვავებული რაიმე დამატებითი შემზღუდავი მოთხოვნები ბირჟას დაწესებული არ აქვს.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების დაწყებიდან დღემდე მარეგულირებელმა გამოიჩინა ორი სხვადასხვა მიდგომა ბაზრის განსავითარებლად, თუმცა საბოლოო ჯამში არცერთმა მიდგომამ არ გამოიღო ის სასურველი შედეგი, რომელიც მკვეთრად და საგრძნობლად დააინტერესებდა ამ მიმართულებით ინვესტორებს.

თავდაპირველად ნებისმიერი საჯარო ფასიანი ქაღალდით ვაჭრობა შესაძლებელი იყო მხოლოდ საფონდო ბირჟაზე, გარდა ამისა შესაძლებელი იყო მხოლოდ ერთი საფონდო ბირჟის არსებობა და შესაბამისად იქმნებოდა გარემო, სადაც ბირჟა არაკონკურენტუნარიან პირობებში იძულებით აკავებდა მასზე საწარმოებს.

კანონმდებლობის შემდეგი ლიბერალიზაციის შემდეგ შესაძლებელი გახდა ფასიანი ქაღალდების ბირჟის გარეთ გატანა და გარეთ განხორციელებული ვაჭრობის შემდეგი ფიქსინგი ბირჟაზე. აღნიშნული ცვლილების შემდეგ საწარმოთა უმრავლესობა გავიდა ბირჟის გარეთ და ძირითად ტრანზაქციებს ბირჟის გარეთ ახორციელებდა. შეიქმნა გარემო როცა შეუძლებელი ხდებოდა კონკრეტული გარიგების და/ან ფასიანი ქაღალდის სამართლიანი ფასის დადგენა, ვინაიდან ბირჟაზე არახელსაყრელი სავაჭრო პირობების გამო საწარმოები ტოვებდნენ პლატფორმას და ინაცვლებდნენ გარეთ, სადაც დადებული გარიგებების ფიქსინგით შეუძლებელი გახდა საბოლოო სურათის განსაზღვრა.

ბირჟის სეგმენტის განვითარების დროს გასათვალისწინებელია მისი თვითრეგულირების პრინციპიც. გავრცელებული საერთაშორისო პრაქტიკის მიხედვით საფონდო ბირჟა და ცენტრალური დეპოზიტარი თვითრეგულირებად ორგანიზაციებს წარმოადგენენ და მათ აქვთ ბაზრის სხვა სუბიექტების ზედამხედველობის უფლებამოსილება. მიუხედავად მოქმედ კანონმდებლობაში არსებული ჩანაწერებისა, რომლებიც ფართო შესაძლებლობებს აძლევს ბირჟას და დეპოზიტარს ამ მიმართულებით, აღნიშნული უფლებები დღეს პრაქტიკულად გამოუყენებელი რჩება ბირჟის მიერ.

4.5 დერივატივების ბაზარი

მნიშვნელობა

ფინანსური ბაზრების განვითარება იმავდროულად ქმნის ახალ, აქამდე არარსებულ რისკებს, რომელთანაც შეხება აქვთ როგორც ინვესტორებს, ასევე პოლიტიკის წარმმართველებს;

ამიტომ მნიშვნელოვანია ამ რისკების სათანადო აღქმა, შეფასება და მართვა, რის საშუალებასაც დერივატიული ინსტრუმენტები იძლევა;

საპროცენტო განაკვეთებს, სავალუტო კურსს, ნედლეულის და საკვების ფასებს, აქციებს, ყველას ახასიათებთ ფასების ცვალებადობა, რისი რისკების მართვისათვის აუცილებელია დერივატივების ბაზრის არსებობა;

რაც უფრო მეტი რესურსია მობილიზებული ფინანსურ ბაზრებზე, მით უფრო დიდია ფასების ცვალებადობის გავლენა მოსახლეობის ქონებასა და ეკონომიკის ზრდაზე;

შესაბამისად განვითარებულ კაპიტალის ბაზრებს უფრო დიდი გავლენა აქვთ მოსახლეობის კეთილდღეობაზე, როგორც პოზიტიური, ისე ნეგატიური პროცესების შემთხვევაში;

მართალია დერივატივების ბაზარი საქართველოში განვითარებელია, უკვე მიმდინარე ეტაპზე შეიმნა მისი გააქტიურების წინაპირობები. რაც მთავარია გაჩნდა მოთხოვნა ბაზრის მონაწილეების მხრიდან. აღნიშნულს ორმა ფაქტორმა შეუწყო ხელი.

პირველი ფაქტორია მცურავი გაცვლითი კურსი. 2014 წლის ბოლოდან მოყოლებული გაზრდილმა ვოლატობამ, იმ პირობებში როდესაც მოსახლეობის და კომპანიების დიდი ნაწილს აქვს დანაზოგები და სესხები უცხოურ ვალუტაში, ყველას დაანახა სავალუტო რისკების შემცირების აუცილებლობა. თუ ეკონომიკური აგენტების უმეტესობისათვის ბუნებრივ ჰეჯირებას წარმოადგენს უცხოური ვალუტიდან ეროვნულ ვალუტაზე

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია

გადასვლა, ზოგიერთი მათგანისთვის, ვისაც საერთაშორისო ოპერაციების განხორციელება უწევს, ფინანსური ინსტრუმენტებით რისკების დაზღვევა არის ერთადერთი სწორი გამოსავალი. შედეგად მათი მხრიდან მკვეთრად გაიზარდა მოთხოვნა სავალუტო დერივატივებზე, რამაც ნაყოფიერი ნიადაგი შექმნა ფინანსური შუამავლების მხრიდან ასეთი ინსტრუმენტების შეთავაზებისათვის.

ასევე ბოლო წლების სიახლეს წარმოადგენს ცვალებადგანაკვეთიანი სესხები და ფასიანი ქაღალდები. ცენტრალური ბანკის მიერ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მართვა, და პოლიტიკის განაკვეთზე სულ უფრო მეტი ეკონომიკური სუბიექტის დამოკიდებულება, ასევე ზრდის საპროცენტო განაკვეთის ცვალებადობის ჰეჯირების მოთხოვნას. ეს კი თავის მხრივ საპროცენტო განაკვეთების დერივატივების განვითარებას შეუწყობს ხელს.

კორპორატიული ბონდების ბაზრის ამოქმედება, შემდგომ ეტაპზე გააჩენს საკრედიტო დერივატივების ინსტრუმენტის საჭიროებასაც. საკრედიტო რისკების დაზღვევა კორპორატიული ბონდების ბაზრის განუყოფელი ნაწილი იქნება.

მართალია დერივატივების ბაზრის განვითარება დამოკიდებულია ძირითადი ინსტრუმენტების (underlying assets) ბაზრის არსებობაზე, თუმცა თავად დერივატივებსაც აქვთ პოზიტიური გავლენა მათთან დაკავშირებულ საბაზო აქტივებზე. დერივატივების ბაზარი ზრდის ლიკვიდობას ძირითად ბაზარზე, უადვილებს წვდომას ინვესტორთა უფრო ფართო სპექტრს. ძირითადი ბაზრის მცირე ზომის პირობებში დერივატივები იძლევა იმავე ინსტრუმენტების მიმართ პოზიციის გახსნის (exposure) საშუალებას. დერივატივები ასევე იძლევა უფრო დახვეწილი საინვესტიციო სტრატეგიების განხორციელების საშუალებას, ვიდრე ეს ძირითადი ინსტრუმენტებით არის შესაძლებელი.

საკანონმდებლო გარემო

ჩატარებულმა წინასწარმა ანალიზმა ცხადყო, რომ ქართული კანონმდებლობის საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობაში მოსაყვანად გარკვეული ცვლილებები საჭირო (რეკომენდაცია 4.1);

შესაძლებელია მიღებულ იქნას სპეციალური კანონი დერივატივების ბაზრის შესახებ, რომელიც ყველა მნიშვნელოვან ნორმას თავს მოუყრის ან/და მომზადდება ცვლილებების პაკეტი, რომელიც სხვადასხვა ნორმატიულ აქტებს შეეხება

ინფრასტრუქტურა

უცხოელი ექსპერტების დახმარებით მოხდება არსებული ინფრასტრუქტურის შესწავლა, რაც აუცილებელია დერივატივებით ვაჭრობის და ანგარიშსწორების/კლირინგისათვის

თუკი, რაიმე კომპონენტები არის დასამატებელი დაიგეგმება შესაბამისი ღონისძიებები (რეკომენდაცია 4.2).

ბაზრის მონაწილეთა და მოსამართლეების განათლება

დერივატივები არის რთული ინსტრუმენტები, მათი საფუძვლიანი ცოდნა ქართულ ბაზარზე ცოტას აქვს

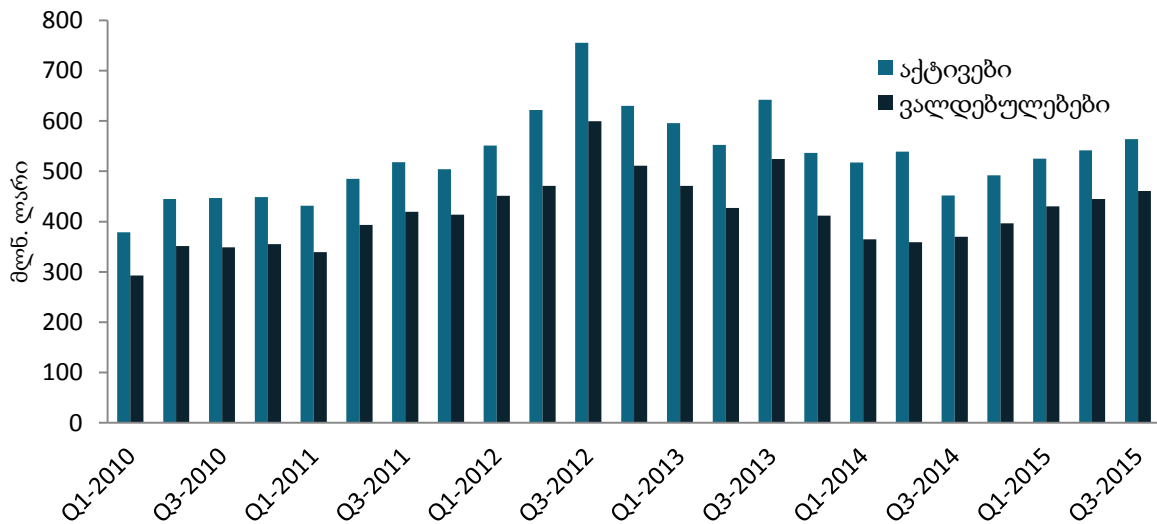
ამიტომ შესაბამისი რესურსი დაიხარჯება ბაზრის მონაწილეების, მათი რეგულატორის, იურიდიული ფირმების, რომლებიც დერივატივების კონტრაქტებზე მუშაობენ და იმ მოსამართლეების ტრეინინგზე, რომელთაც შეიძლება მოუხდეთ დავების გადაწყვეტა (რეკომენდაცია 4.3).

5. სხვა დაკავშირებული რეფორმები

5.1 სადაზღვევო ბაზარი

კაპიტალის ბაზრის განვითარება გააჩენს გრძელვადიან საინვესტიციო ინსტრუმენტებს, რაც, თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს ისეთი სადაზღვევო ინსტრუმენტების გაჩენას რომელთაც გააჩნიათ გრძელვადიანი ვალდებულებები (მაგალითად სიცოცხლის დაზღვევა). ამ პრინციპის მხარდასაჭერად სიცოცხლის დაზღვევა სავალდებულო გახდება იპოთეკური დაკრედიტებისას (რეკომენდაცია 8.2). თავის მხრივ ასეთი პროდუქტები გაზრდის ბაზარზე გრძელვადიანი საინვესტიციო რესურსის მიწოდებას და ხელს შეუწყობს ბაზრის ლიკვიდობის ზრდას. კორპორატიული ობლიგაციების გაჩენის პარარელურად, მომავალში უნდა მოხდეს სადაზღვევო ბაზრის განვითარების კვლევა და შესაბამისი სტრატეგიის დაგეგმვა.

დიაგრამა 14: სადაზღვევო ბაზრის აქტივების და ვალდებულებების დინამიკა (2010-2015)



5.2 საპენსიო რეფორმა

საპენსიო რეფორმის შედეგად ქვეყანაში გაჩნდებიან ინსტიტუციონალური ინვესტორები, რომლებიც გრძელვადიანი ლარის რესურსით უზრუნველყოფენ კაპიტალურ ბაზარს. ბაზარზე გაჩნდება დამატებითი ლიკვიდობა;

საინვესტიციო ინსტრუმენტები ნუსხაში შევა სახელმწიფო ობლიგაციები, კორპორატიული ბონდები, და საბანკო დეპოზიტები. მნიშვნელოვანია კორპორატიული ბონდების სეგმენტის განვითარება რომელიც უფრო მიმზიდველ და სტაბილურ შემოსავლებს შესთავაზებს საპენსიო ფონდებს;

ლიკვიდობის გასაზრდელად საწყის ეტაპზე საპენსიო აქტივების მართვას განახორციელებს არანაკლებ 2 საინვესტიციო ფონდი, ხოლო წლების განმავლობაში აკუმულირებული თანხების ზრდასთან ერთად აქტივების მმართველთა რაოდენობა შეიძლება გაიზარდოს

ლარის დანაზოგების ზრდა ხელს შეუწყობს ეკონომიკის დედოლარიზაციას, შესაბამისად გაიზრდება ეკონომიკის პოტენციალი და შემოსავლები.

5.3 კორპორატიული მართვის გაუმჯობესება

კორპორატიული მართვის გაუმჯობესებისთვის აუცილებელია, მმართველი სტრუქტურების ცოდნის ამაღლება და ფინანსური ანგარიშგების ხარისხის, საიმედოობის და გამჭვირვალობის გაუმჯობესება. ამისათვის:

ფინანსური ანგარიშგების გამჭვირვალობის ზრდის მიზნით, სახელმწიფო ხელს შეუწყობს საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიების სამოქმედო არეალის გაფართოებას საქართველოში და ასევე ხელს შეუწყობს ადგილობრივი სარეიტინგო კომპანიების გაჩენას, ტრეინინგებისა და ინფორმაციის მიწოდების მეშვეობით. სანდო სარეიტინგო კომპანიების მიერ გაცემული სარეიტინგო შეფასებები გამოყენებული იქნება, როგორც სახელმწიფოს, ასევე კერძო სექტორის საინვესტიციო, მარეგულირებელ და ანალიტიკურ საქმიანობაში.

მოხდება **ანგარიშვალდებული საწარმოების** სტატუსის გადახედვა საერთაშორისო გამოცდილების შესაბამისად შესწავლილი იქნება იმ საწარმოების მდგომარეობა, რომლებიც პრივატიზაციის შედეგად გახდნენ საჯარო კომპანიები.

ადგილობრივი სიტუაციის ანალიზის პარალელურად, გადაიხედება ჩვენი მსგავსი ქვეყნების გამოცდილება ამ პრობლემის მოგვარების კუთხით. ადგილობრივი ბაზრის შესწავლის და საერთაშორისო გამოცდილების დანახვის შემდეგ, შეირჩევა გზა, რომელიც ყველაზე მეტად შეესაბამება ჩვენ პრობლემას მისთვის დამახასიათებელი სპეციფიკის გათვალისწინებით. საჭირო იქნება ამ მიმართულებით ტექნიკური დახმარებაც (რეკომენდაცია 6.6).

ტექნიკური დახმარება ორ ძირითადი მიმართულებით უნდა გაიშალოს:

ა) შესწავლილი უნდა იქნას გარემო და ისტორია, რომელმაც დღეს არსებული ანგარიშვალდებული საწარმოები დატოვა ამ სტატუსით, მიუხედავად იმისა, რომ ისინი ფაქტიურად არ წარმოადგენენ ანგარიშვალდებულ კომპანიებს და

ბ) საქართველოს მსგავსი (ძირითადად პოსტ საბჭოთა) ქვეყნების მაგალითის გათვალისწინებით შეირჩეს გეგმა როგორ მოხდება ამ სტატუსის მოხსნა ისე, რომ ერთის მხრივ დაცული იქნას ინვესტორთა ინტერესები და მეორეს მხრივ სტატუსით დარჩნენ მხოლოდ ის საწარმოები, რომლებიც ამართლებენ საჯაროობის პრინციპს.

მომხმარებელთა და ინვესტორთა ინტერესების დაცვის კუთხით გასათვალისწინებელი იქნება შემდეგი გარემოებები:

- ② კომპანიებისთვის სტატუსის მოხსნისას არ დაზარალებდნენ ის აქციონერები, რომლებიც დღეს არიან საჯარო ფასიანი ქაღალდების მფლობელები და სტატუსის მოხსნის შემდეგ მათი ფასიანი ქაღალდი დაკარგავს საჯაროობის თვისებას;
- ② 90-იან წლებში პრივატიზებული საწარმოების ძალიან დიდი ნაწილი დღეს მოკლებულია გადაწყვეტილების მიღების შესაძლებლობას, ვინაიდან სხვადასხვა მიზეზით (მაგ. აქციონერთა გარდაცვალების და მემკვიდრის არარსებობის გამო) ვერ ხერხდება სამეწარმეო კანონმდებლობით გაწერილი პროცედურების სრულფასოვანი განხორციელება;

საჯარო ინტერესის მქონე კომპანიების იდენტიფიცირებისა და მათი ანგარიშგების ზრდის მიზნით ბუღალტრული აღრიცხვის და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის შესახებ კანონის პროექტით, საჯარო ინტერესის საწარმოებს დაევალებათ აწარმოონ სტანდარტებთან შესაბამისი ანგარიშგება. ასეთი ტიპის საწარმოების ანგარიშგები დაინტერესების შემთხვევაში ხელმისაწვდომი იქნება საზოგადოებისთვის .

აუდიტორული საქმიანობის ზედამხედველობა: ბუღალტრული აღრიცხვისა და აუდიტორული საქმიანობის რეგულირება მნიშვნელოვანი კომპონენტია ქვეყნის სამომავლო განვითარებისთვის. კერძოდ, გამჭვირვალობა და მაღალი ხარისხის ფინანსური ანგარიშგება არის ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განვითარების ერთ-ერთი წინაპირობა. ამასთან ფინანსური ინფორმაციის სანდოობის მაღალი ხარისხი ამცირებს ინვესტიციებთან დაკავშირებულ რისკებს და შესაბამისად პოზიტიურად აისახება კაპიტალის ან სესხის ხარჯზე.

დღემდე აუდიტორული საქმიანობა თვითრეგულირებადი იყო. თუმცა ასოცირების ხელშეკრულების ფარგლებში საქართველოს აქვს ვალდებულება აღებული ადგილობრივი კანონმდებლობა მიახლოვოს შესაბამის ევროდირექტივებს. მათ შორის ბუღალტრული აღრიცხვისა და აუდიტორული საქმიანობის შესახებ. აღნიშნული ითვალისწინებს აუდიტორული საქმიანობის რეგულირებასთან დაკავშირებით გათვალისწინებული საერთაშორისო სტანდარტების დანერგვას.

რეფორმის წარმატებულად განხორციელებაში ფუძემდებლური მნიშვნელობისაა ზედამხედველობის ინსტიტუციური მოდელი, რომლის არჩევაც მოხდება ზემოაღნიშნული სფეროს რეგულირების მიზნით. ამ კუთხით, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ზედამხედველობის ეფექტურად განხორციელების ხელშემწყობ ფაქტორს რამდენიმე მნიშვნელოვანი გარემოება ქმნის: დამოუკიდებლობა, სინერგია საბანკო

ზედამხედველობასა და მაკროპრუდენციული პოლიტიკის ჯგუფებთან, სინერგია ადმინისტრაციული დანახარჯების კუთხით და მრავალწლიანი საზედამხედველო გამოცდილება.

5.4 საინვესტიციო ფონდების განვითარება

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია **საინვესტიციო ფონდების**, მათ შორის ფულადი ბაზრის ფონდების განვითარება. ამისათვის უნდა მოხდეს დონორი ორგანიზაციების დახმარებით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის ახალი რედაქციის მომზადება, რომელიც შესაბამისობაში იქნება საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკასა და ევრო დირექტივებთან (რეკომენდაცია 8.6).

ევრო დირექტივებთან ჰარმონიზაციის პროცესი აუცილებლად მოიცავს საინვესტიციო ფონდების თემას. აღსანიშნავია, რომ დღეს მოქმედი კანონი, რომელიც საინვესტიციო ფონდების საქმიანობას არეგულირებს, შედგება მრავალი ურთიერთგამომრიცხავი დებულებისგან, რაც შეუძლებელს და გაუგებარს ხდის ფონდების რეგულირების პრინციპის აღქმას. აღნიშნული დაადასტურა ბაზართან ურთიერთობის პრაქტიკამაც - კანონის შექმნისთანავე გაჩნდა დიდი ინტერესი ფონდების შექმნის, გაიმართა არაერთი კონსულტაცია ბაზრის მონაწილეებთან, თუმცა საბოლოო ჯამში კანონში არსებული ბუნდოვანი ჩანაწერების და ბევრი კითხვის ნიშნის გამო მიზანი მიუღწეველი დარჩა.

ევრო დირექტივები, რომლებიც საინვესტიციო ფონდების რეგულირებას შეეხება განსაზღვრავენ არა მარტო ფონდის სახეებს და მათი შექმნისათვის აუცილებელ წინაპირობებს, არამედ მოიცავენ ფართო რეგულაციებას ფონდის მიერ ინვესტიციების განხორციელების პროცესშიც. ვინაიდან საინვესტიციო ფონდების განვითარება, როგორც წესი მჭიდროდ არის დაკავშირებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებასთან, ვფიქრობთ, აღნიშნული სტრატეგიით გაწერილი გეგმების შესრულება პოზიტიურად აისახება საინვესტიციო ფონდების საქმიანობაზეც, რისი პრაქტიკაც ამ ეტაპამდე საქართველოს არ ქონია.

საინვესტიციო ფონდებს სულ უფრო მეტი მნიშვნელობა ენიჭებათ გლობალურ ფინანსურ სექტორში. საინვესტიციო ფონდები მრავალ ჭრილში განიხილებიან როგორც საინტერესო ფინანსური ინსტიტუტი: ისინი წარმოადგენენ დაფინანსების წყაროს ბიზნესისთვის, ინვესტორებს აძლევენ საშუალებას მოახდინონ საკუთარი აქტივების დივერსიფიკაცია როგორც ადგილობრივ, ისე საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე.

ფონდების განვითარება მნიშვნელოვანია ასევე მაკროეკონომიკური მიმართულებით: განვითარებული საშუაშაველო ბაზარი პოზიტიურად მოქმედებს საფონდო ბირჟაზე ბაზრის ლიკვიდურობის ზრდით და ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზარზე

შეტანით; ფონდების როლი დიდია ფინანსური სექტორის სხვა მიმართულებების განვითარებაში (დაზღვევა, საპენსიო ფონდები ა.შ.)

5.5 სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია

ვალის მართვის სტრატეგიის შემუშავება. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე პროგნოზირებადობის უზრუნველყოფის მიზნით ფინანსთა სამინისტრო შეიმუშავებს და პერიოდულად გაანახლებს სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგიას (რეკომენდაცია 2.3). იგი მოიცავს სახელმწიფო გრძელვადიან გეგმებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შიდა ბაზარზე. აღნიშნული დოკუმენტი იქნება მთავრობის სახელმძღვანელო გეგმა საშუალოვადიან პერიოდში და ბაზრის მონაწილეებთან კომუნიკაციის საშუალება;

ვალის სტრატეგიის დოკუმენტში განსაკუთრებული აქცენტი იქნება გამახვილებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებაზე მისი ლიკვიდურობის ზრდაზე. განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი შექმნის ბენჩმარკს, რაც მნიშვნელოვანია კორპორატიული ბონდების ბაზრის განვითარებისათვის.

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია მსხვილი სახელმწიფო საწარმოები გააქტიურდნენ ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე. ამ მიზნით მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია ვრცელდებოდეს მსხვილი სახელმწიფო საწარმოების სესხებზეც;

დანართი 1

კაპიტალის ბაზრის განვითარების ბენჩმარკები

სტრატეგიაში მოცემული ხედვებისა და ქმედებების შედეგად კაპიტალის ბაზარი, განვითარების ყოველ ეტაპზე, განიცდის გარკვეულ ტრანსფორმაციას. იმისათვის, რომ განხორციელდეს ამ ტრანსფორმაციის ეფექტური მონიტორინგი და შეფასება, შემუშავდა კრიტიკულ ინდიკატორთა რაოდენობრივი პარამეტრების სისტემა, რომელიც ქვემოთ ცხრილშია მოცემული. აღნიშნული რაოდენობრივი მაჩვენებლები წარმოადგენენ კაპიტალის ბაზრის მიმდინარე მდგომარეობასა და კაპიტალის ბაზრის განვითარების სამუშაო ჯგუფის საორიენტაციო გეგმას მოკლე და საშუალო ვადიან პერიოდში.

N	მიზანი	მიმდინარე (2016)	მოკლე ვადა (2018)	საშუალო ვადა (2025)
1	საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაციის ფარდობა მშპ-სთან	0.5%	2%	4%
2	მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფარდობა მშპ-სთან	5.1%	8.0%	10%
3	არარეზიდენტი ინვესტორების წილი მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელში	3%	10%	20%
4	საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებული ემიტენტების (ბონდების და აქციების) რაოდენობა	7	25	50
5	კორპორატიული ბონდების ბაზრის კაპიტალიზაციის ფარდობა მშპ-სთან	0.2%	3%	5%
6	კორპორატიული ბონდების ემიტენტების რაოდენობა	6	15	50
7	ლარში დენომინირებული ბონდების წილი მთლიან კორპორატიული ბონდების პორტფელში	20%	40%	60%
8	კაპიტალის ბაზრის კაპიტალიზაციის პროცენტული წილი მშპ-სთან	7%	10%	20%
9	ემიტენტების რაოდენობა, რომელთაც მინიჭებული აქვთ საკრედიტო რეიტინგი	15	25	50

დანართი 2

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სამოქმედო გეგმა

ფულადი ბაზარი		სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი		კორპორატიული ბონდების ბაზარი		ხადაზღვევო ბაზარი		საპენსიო რეფორმა	
ICMA სამართლებრივი დაცვის მოწოდება	Q1 2016	ცვლილებების განხორციელება ვალის კანონში, რომ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება მკვე ბაზრის განვითარებისთვის იყოს შესაძლებელი	Q1 2016	ბონდების ბაზრის ასოციაციის შექმნა	Q2 2016	სიცოცხლის დაზღვევის სადაზღვევლოდ გახდა იმოქმედო სესხებისას	Q1 2017	კანონის შემუშავება კერძო დაგროვებითი საპენსიო სისტემის შესახებ	Q2 2016
საერთაშორისო GMRA მიღება ბაზარზე დანერგვა	Q1 2017	მიჯნობა განაგრძოს ფასიანი ქაღალდების მოცულობის ზრდას მსა-ს 10%-მდე	მუდმივად	ეროვნული ბანკის მიერ გრაზში მიღება	Q3 2016	ხაფონდო ბაზარი		კანონის დამტკიცება კერძო დაგროვებითი საპენსიო სისტემის შესახებ	Q4 2016
საინვესტიციო ფონდების შესახებ კანონის ახალი რედაქციის მოწოდება	Q4 2016	ვალის მართვის სტრატეგიის გამოქვეყნება	Q1 2016	ბონდების დამატება ეროვნული ბანკის ანგარიშსწორების სისტემაში	Q2 2016	აქციების დამატება ეროვნული ბანკის ანგარიშსწორების სისტემაში	Q2 2017	საპენსიო ფონდის კანონის სტრუქტურის და ფუნქციების შემუშავება	Q3 2016
დერივატივების ბაზარი		უცხოელ ინვესტორებთან როდელ მოღონის მოწყობა	მუდმივად	სარეიტინგო სააგენტოებთან მოლაპარაკება	Q1 2016	სამიროვალდებოვნების ახალი სისტემის დანერგვა	Q2 2017	საპენსიო ფონდის შესახებ კანონის სტრუქტურის და ფუნქციების დამტკიცება	Q4 2016
საგანმშენებლო ცვლილებების პაკეტის მოწოდება	Q1 2016	ფინანსური პირობის წყდონის გაადვილება და არსებული პრაქტიკის გადახედვა	Q2 2016	ადგილობრივი სარეიტინგო სააგენტოს შექმნა	Q1 2017	ფროდირექციებთან 3-არხონიზაციის პროექტის დადგენა	Q3 2016	საპენსიო ფონდის აქტივების მართვის წესების დადგენა პორტფოლის საინვესტიციო პარამეტრების და რისკ მენეჯმენტის სისტემის შემუშავება საპენსიო აქტივების მართვით კომპანიისათვის წესების დადგენა	Q3 2016
არსებული ინფრასტრუქტურის ახალი და ეფექტის გამოვლენა	Q1 2016	პირველადი დილერების ინსტიტუტის შემოღების მზამშეწინილების შესწავლა	Q3 2016	ადგილობრივი სარეიტინგო სააგენტოს შემუშავება	Q2 2016	ფრი ფლუტის საკითხის გადაწყვეტა	Q2 2016	საგანმშენებლო და კანონმდებლარე აქტივების მოღონა შემდეგი მიმართულებით: საპენსიო ფონდის მართვა პორტფოლის საინვესტიციო პარამეტრები და რისკ მენეჯმენტო საპენსიო აქტივების მართვით კომპანიის წესები	Q4 2016
ტრინინგების ჩატარება ბაზრის მონაწილე მისათვის რეგულატორისათვის და მოსამართლეებისათვის	Q4 2016	ინფლაციით ინდექსირებულ ბონდების ემისიის საკითხის მოწოდება	Q1 2016	კორპორატიული ბონდების დამატება Clearstream ლონდში	Q2 2017	საგანმშენებლო პოლიტიკის გადახედვა საუკეთესო სარეიტინგო სააგენტოს გათვალისწინებით	Q2 2016	მარეგულირებელი ორდონის განმარტვრა	Q3 2016
ISDA სამართლებრივი დაცვის მოწოდება	Q1 2017	ბენშარე ბონდების საკითხის შესწავლა	Q2 2016	ემისიის რეგულატორის მოსაყრბლის გადახედვა	Q1 2016	პროდატივების შემდეგ საფროკომპანიების საკითხზე ტექნიკური დამარების მისიის ორგანიზება	Q4 2016	მარეგულირებელი ორდონის ფუნქციების და მის მიერ დამტკიცებითი რეგულაციების შემუშავება	Q4 2016
		ფინანსო საინსტიტუტის და ეროვნული ბანკის ვებ გერდების დახედვა	მუდმივად	ხზვდახზვა		რეგისტრაციის მოსაყრბლის და მოღონად სტრუქტორო პოლიტიკის გადახედვა	Q1 2016		
		Euroclear ლონდის შექმნა	Q2 2017	რეგულაციების და კანონების ინფლაციური ვერსიების განხედვა და გამოქვეყნება	Q2 2016	ბირვის საგაქროსათვის განმარტვრება	Q1 2016		
		საინფორმაციო ანალიტიკური მასალების მოწოდება და გერედება	Q3 2016			წინმარე დეპონირების გაღებება	Q1 2016		