

# ფასიანი ქალაქების ბაზრის ჩამოყალიბების თავისებურებანი საქართველოში

ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების  
საქართველო

ეკონომიკისა და ბიზნესის  
აქტუალური პრობლემები  
გლობალიზაციის  
თანამედროვე პირობებში

საერთაშორისო სამეცნიერო-  
პრაქტიკული კონფერენცია

მაკროეკონომიკა, ფინანსები  
და ინვესტიციები

## ვასილ სუციშვილი

ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი,  
ევროპის სასწავლო უნივერსიტეტის ასოცირებული პროფესორი

### საკვანძო სიტყვები:

ფასიანი ქალაქების ბაზარი, ბირჟა, საფინანსო ბაზარი

90-იანი წლებიდან, როცა საქართველო კვლავ დაადგა საბაზრო ეკონომიკურ ურთიერთობებზე გადასვლის გზას, საჭირო გახდა საბაზრო ინფრასტრუქტურის მნიშვნელოვანი ელემენტის – ფასიანი ქალაქების ბაზრის ფორმირება. დღეს უკვე სადავო აღარაა ის, რომ მეურნეობის საბაზრო მეთოდების აღდგენისა და დამკვიდრების ერთ-ერთ მთავარ საშუალებას წარმოადგენს ფასიანი ქალაქების ბაზრის ჩამოყალიბება და ნორმალური ფუნქციონირება. ფასიანი ქალაქების ბაზარი მისი თანმხლები საფინანსო ინსტიტუტებით ის სიტემაა, სადაც რეალიზირდება საკუთრებითი ურთიერთობები, ფორმირდება ეკონომიკური ზრდის ფინანსური წყაროები, თავს იყრის და ნაწილდება საინვესტიციო რესურსები. ინვესტიციების გადიდებას კი ქვეყნისთვის სასიცოცხლო მნიშვნელობის დარგებში გადამწყვეტი მნიშვნელობა ენიჭება წარმოების გამოსაცოცხლებლად, ეკონომიკური ზრდის უზრუნველსაყოფად. ფასიანი ქალაქების მეშვეობით ხორციელდება ინვესტიციების პროცესი, რადგან ეს უკანასკნელი ისეა მოწყობილი, რომ ინვესტიციები მიემართება სახალხო მეურნეობის ყველაზე ეფექტური სფეროებისკენ. მას იღებენ ყველაზე უფრო სიცოცხლისუნარიანი საბაზრო სტრუქტურები.

1995 წლის დეკემბერში პირველი ლიცენზია მიეცა თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟის საფონდო განყოფილებას.

1995 წლის სექტემბერში „კავკასიის ბირჟამ“ და „თბილისის საფონდო ბირჟამ“ ვაუჩერებით ერთობლივი ვაჭრობა მოაწყვეს. ბირჟაზე ვაჭრობები თავდაპირველად ღია წესით მიმდინარეობდა და მასში ნებისმიერ ადამიანს შეეძლო მონაწილეობის მიღება. შემდეგ ვაჭრობები დაიხურა და მხოლოდ თბილისის საფონდო ბირჟისა და კავკასიის ბირჟის საბროკერო კანტორები მონაწილეობდნენ.

1995 წლის მეორე ნახევრისთვის (ლარის შემოღების პერიოდში) თბილისში სამი ბირჟა მოქმედებდა: „თბილისის საფონდო ბირჟა“, „კავკასიის საფონდო ბირჟა“ (რომლებიც ერთობლივ ვაჭრობებს აწყობდნენ), ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟა და „მთავარი საფონდო ბირჟა“. ვაჭრობები ძირითადად ვაუჩერებით მიმდინარეობდა.

ფასიანი ქალაქების მეორადი ბრუნვის შესახებ სტატისტიკური მონაცემები თითქმის არ არსებობს, ვინაიდან სააქციო საზოგადოებები თავად აწარმოებენ სარეგისტრაციო წიგნებს და ინფორმაციის თავმოყრა არსად არ ხდება. ასევე ძალიან მცირეა ახალი ფასიანი ქალაქების

სამეცნიერო-პრაქტიკული ჟურნალი

ემისიები, თუ არ ჩავთვლით სახელმწიფო სანარ-  
მოთა აქციონირებას. ამავე დროს, თითქმის არ  
ხდება ფიქსირებული შემოსავლიანი ვალდე-  
ბულებების ემისია (სახაზინო ვალდებულებების  
გარდა). უკანასკნელ წლებში, კომპანიების მიერ  
რიგი ობიექტური და სუბიექტური მიზეზების  
გამო, უგულვებელყოფილია სასესხო კაპიტალის  
ბაზარზე შუამავლების გარეშე სახსრების  
მოზიდვის ყოველგვარი ცდა. სანარმოები მი-  
ჯაჭვულნი არიან საბანკო კრედიტზე, რომელიც  
აშკარად არ წარმოადგენს პირდაპირი დაფინ-  
ანსების ალტერნატივას.

ფასიანი ქალაქი ყოველთვის დოკუ-  
მენტალურია, იმისგან დამოუკიდებლად, იგი  
ქალაქის სერტიფიკატის სახით არსებობს,  
თუ ანგარიშებზე ჩანაწერების ფორმით. დოკუ-  
მენტალურია ფასიანი ქალაქებს აძლევს  
საბოლოო „მატერიალურ“ სახეს. მხოლოდ  
დოკუმენტმა შეიძლება დააფიქსიროს მისი  
მიმოქცევის პირობა და გამოყენება, უზრუნ-  
ველყოს მისი, როგორ ერთი და იმავე საქონლის  
ხელიდან ხელში გადასვლის მრავალჯერადობა.

საფონდო ინსტრუმენტები, რომლებსაც  
პრეტენზია აქვთ ფასიანი ქალაქებზე, აღიარე-  
ბულნი და ცნობილნი უნდა იყვნენ სახელმწიფოს  
მიერ, რაც უზრუნველყოფს მათ რეგულარობას  
და საზოგადოების მხრიდან ნდობას.

ფასიანი ქალაქებს აუცილებლად უნდა  
ახასიათებდეს ლიკვიდურობა – სწრაფი გაყიდ-  
ვისა და ფულად ფორმად გადაქცევის უნარი,  
მისი მფლობელისათვის რაიმე მნიშვნელოვანი  
დანაკარგის გარეშე. ფასიანი ქალაქების შე-  
ქენა გარკვეულწილად ყოველთვის დაკავშირე-  
ბულია რისკთან, ვინაიდან საფინანსო სფერო  
სანარმოო სექტორთან შედარებით, გაცილებით  
მგრძობიარეა არახელსაყრელი ფაქტორების  
მოქმედებისადმი.

საფინანსო ბაზარზე გამოშვებული ფასი-  
ანი ქალაქები 2 ჯგუფად იყოფა: საბაზროდ  
და არასაბაზროდ. საბაზროს მიეკუთვნება  
მიმოქცევაში მყოფი ფასიანი ქალაქები.  
მიმოქცევაში იგლისხმება მათი თავისუფალი  
ყიდვა-გაყიდვა და კანონმდებლობით გათვალ-  
ისწინებული მფლობელობის შეცვლასთან  
დაკავშირებული სხვა მოქმედებები.

ფასიანი ქალაქები მნიშვნელოვან როლს  
ასრულებენ საბაზრო სტრუქტურების, კომპან-  
იების, ასოციაციების და სახელმწიფო სანარ-  
მოთა დაფინანსებაში.

არასაბაზრო ფასიანი ქალაქები ძირ-  
ითადად სოციალურად ორიენტირებული  
საბაზრო მეურნეობის განვითარების შედე-  
გად შემოვიდა ხმარებაში და განსაკუთრებული  
სახის ქალაქებს წარმოადგენენ. მათ რიცხვს  
მიეკუთვნება: საშემნახველო ობლიგაციები  
და სერთიფიკატები, საპენსიო ფონდის ობ-  
ლიგაციები და სერთიფიკატები და ა.შ. ეს ფასი-  
ანი ქალაქები განსაზღვრულ ფონდში სხვა  
და სხვა სოციალური საჭიროების დასაკმაყ-  
ოფილებლად დაბანდებული კაპიტალის მფლო-  
ბელობის უფლებას იძლევა. არასაბაზრო ფასიანი  
ქალაქებს ა.შ.შ.-ში და სხვა განვითარებულ  
ქვეყნებში მიეკუთვნება უცხო ქვეყნის ცენტ-  
რალურ ბანკებში განთავსებული ობლიგაციები.  
უკანასკნელ წლებში შეინიშნება არასაბაზრო  
ფასიანი ქალაქების გამოშვების გაფართოება  
და მათი სახეობების გაზრდა.

ფასიანი ქალაქების კვალიფიკაცია  
შეიძლება მოხდეს:

1. შემოსავლის მიხედვით;
2. ემიტენტის ხასიათის მიხედვით;
3. მოქმედების ვადისა და ფუნქციონირების  
ადგილის მიხედვით;

შემოსავლის მიხედვით ფასიანი ქალაქები  
შეიძლება იყოს სასესხო და საინვესტიციო.  
სასესხო ფასიანი ქალაქი გულისხმობს ემიტ-  
ენტის ვალდებულებას გადაიხადოს პროცენტი  
და დაფაროს ძირითადი თანხა შეთანხმებული  
გრაფიკისა და ვადების მიხედვით. საინვესტიციო  
ფასიანი ქალაქი მის მფლობელს აძლევს ემიტ-  
ენტის აქტივების ნაწილის საკუთრების უფლე-  
ბას. ეს სერთიფიკატი წარმოადგენს მონაწილას  
ფირმის კაპიტალის ნაწილზე. სასესხო ფასიანი  
ქალაქს მიეკუთვნება ყველა სახის ობლიგაცია  
და თამასუქი ემიტენტისა და მათი არსებობის  
ხანგრძლივობისაგან დამოუკიდებლად.

საინვესტიციო ფასიანი ქალაქს კი  
მიეკუთვნება ყველა სახის აქცია. სასესხო და  
საინვესტიციო ფასიანი ქალაქები აისახება  
ფირმის ბალანსის სხვა და სხვა მხარეს. ემიტ-  
ენტისათვის სასესხო ფასიანი ქალაქები ესაა  
გრძელვადიანი ან მოკლევადიანი სესხები, ისინი  
შეიტანება „პასივის“ ნაწილში. საინვესტიციო  
ქალაქის ემიტენტისათვის მოცემული ინ-  
ვესტიცია მოთავსდება „საკუთარი კაპიტალის“  
განყოფილებაში.

ფასიანი ქალაქების კლასიფიკაციის  
საფუძველში ჩადებულია კიდევ ერთი პრინციპი

- ვინ უშვებს მათ. ემიტენტი შეიძლება იყვნენ სახელმწიფო ინსტიტუტები, ხელისუფლების მუნიციპალური ორგანოები, კორპორაციები, საფინანსო ინსტიტუტები, ნებისმიერი უფლებამოსილი იურიდიული პირი.

მსოფლიოს განვითარებული ქვეყნების ფულად ბაზარზე მომოქცევადი ფასიანი ქაღალდების ძირითადი ტიპებია: სახაზინო თამასუქები, რეპოები, კომერციული თამასუქები (ბანკის აქციები) და მოკლევადიანი მუნიციპალური ობლიგაციები, ასევე გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდები, რომელთა დაფარვამდე 1 წელზე ნაკლები რჩება. ინვესტორები ფასიანი ქაღალდების შეძენისას ძირითადად შემდეგ ფაქტორებს ითვალისწინებენ: მომგებიანობა, ლიკვიდურობა და ემიტენტის ავტორიტეტი.

ჩვეულებრივი მოქალაქისთვის ძნელია პრაქტიკული სარგებლის მიღება გაჩერებული ან ნაკლებრენტაბელური სანარმოებიდან. ესენი უნდა მოხვდეს იმ ბიზნესმენტა ხელში, რომლებიც აამოქმედებენ მათ და მოგებას მისცემენ საკუთარ თავს და სახელმწიფოსაც. ამავე დროს, სახელმწიფო ქონების აქციების მოსახლეობაზე გადაცემის შემთხვევაში მათი გაყიდვაც ძლიერ გაძნელდება და ხალხის დიდი უმრავლესობა უზარმაზარი დისკონტირებით თუ მოახერხებს, საკუთარი თანხის ისედაც მცირე ნაწილის მიღებას. ამის შესანიშნავი მაგალითი იყო ე.წ. ვაუჩერები, რომელთა საბაზრო ფასი ნომინალურს საშუალოდ 6-ჯერ ჩამოუვარდებოდა. საუკეთესო გამოსავალი იქნებოდა აღნიშნული ვალდებულებების გრძელვადიან ობლიგაციებად გაფორმება (10-დან 15 წლამდე ვადით). ობლიგაციების გამოშვება სოციალურად უფრო სამართლიანია, ვიდრე პირდაპირი ეტაპობრივი დაფარვა, ვინაიდან საშუალებას აძლევს მოსახლეობას იმავდროულად ისარგებლოს საკუთარი სახსრებით, ხოლო განაღდებად მოცდის შემთხვევაში ინფლაციისაგან მაინც დაიცავს მას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირებისათვის უდიდესი მნიშვნელობა აქვს ინვესტორთა ნდობას. ამის უზრუნველსაყოფად საჭიროა თითოეული ემისიის ჯეროვანი კონტროლი და აღრიცხვა, ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის მეთვალყურეობა ყველა ეტაპზე, არაკეთილსინდისიერი პირებისა და ინსტიტუტების ბაზრიდან ჩამოშორება.

ძალიან მნიშვნელოვანია საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციების დახმარება ფასი-

ანი ქაღალდების ბაზრის საქმიანობის პროცესში. საქართველოში მოქმედებს „თაცის“-ის და მსოფლიო ბაზრის პროგრამები, რომლებიც მოიცავს დახმარებას სპეციალისტთა მომზადებაში, კანონშემოქმედებაში, საფონდო ბირჟის და დამოუკიდებელი რეგისტრატორების ნორმალური მუშაობისათვის.

სანარმოთა სტაბილურად მზარდი განვითარება პოტენციურ ინვესტორებს თავისი დაბანდებების უსაფრთხოების რწმენას უმტკიცებს. სანარმოებს გაუჩნდებათ შესაძლებლობა, მოიპოვონ ფულადი რესურსები უშუალოდ მათთაგან, ვისაც ისინი ქარბად აქვთ და ამით გვერდი აუარონ კომერციულ ბანკებს. ეს პროცესი წარმოშობს გარკვეულ მეტოქეობას ბანკების მიერ სახსრების მოზიდვისა და განთავსების განაკვეთებს შორის, ერთი მხრივ და მუნიციპალურ და კერძო კომპანიათა ობლიგაციების სარგებელის განაკვეთებს შორის, მეორე მხრივ. გაჩნდება ნიადაგი სასესხო კაპიტალის ბაზრის სხვადასხვა სეგმენტებს შორის კონკურენციის, რაც უდავოდ გაზრდის კაპიტალის ეფექტურ ბრუნვადას და კარგი წინაპირობა შეიქმნება წარმოების ასაღორძინებლად.

კაპიტალის ამოძრავებამ წარმოშვა ისეთი ორგანოს შექმნის აუცილებლობა, რომლის მეშვეობითაც შესაძლებელია ერთმანეთს შეხვდეს ფულადი რესურსების გაცემისა და მიღების მსურველთა ინტერესები, ვინაიდან კაპიტალი მიისწრაფვის იქით, სადაც ის სწრაფად, იოლად და მომგებიანად რეალიზირდება. ამგვარ მოვლენათა ჯაჭვურმა განვითარებამ გამოიწვია ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის ჩამოყალიბება. დიდი ოდენობით კაპიტალის კონცენტრირებულმა მოძრაობამ წარმოშვა სპეციალიზირებული შუამავალი რგოლები, რომელთა მიზანი და საარსებო წყაროა მყიდველთა და გამყიდველთა ინტერესების დაკავშირება. სწორედ ასეთი შუამავლები გახდნენ ბირჟათა შექმნის ინიციატორები და არა ისე, როგორც ხდება საქართველოში - ჯერ იქმნებოდა ბირჟები და შემდეგ საბროკერო ფირმები; ბირჟები თავიანთი წესდებით მოგების მისაღებად იქმნებოდა და არა ვაჭრობის ხელშეწყობისათვის. ოპერაციათა საკმაოდ დიდი რიცხვი კონცენტრირებულ ადგილზე საშუალებას აძლევს საშუამავლო ფირმებს შეამცირონ ფიქსირებული ხარჯების წილი შემოსავალთან მიმართებით. ეს აიაფებს

მათ მომსახურებას, რაც, თავის მხრივ, დადებითად მოქმედებს ოპერაციათა რაოდენობის შემდგომ ზრდაზე, მყიდველთათვის და გამყიდველთათვის არასასურველი დაბრკოლებების შემცირების გამო.

ქვეყნის ეკონომიკის აღორძინების აუცილებელი წინაპირობაა ჯანმრთელი საბანკო სისტემისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსებობა. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირების დაჩქარების ხელშეწყობა სახელმწიფო პოლიტიკის რანგში უნდა იყოს აყვანილი.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირებისათვის დიდი მნიშვნელობა ექნება გადასახადებისა და მოსაკრებლების გაუქმებას (ან ძლიერ შემცირებას) მათ ემისიასთან და მიმოქცევასთან დაკავშირებით. ეს სახსრები ბიუჯეტის საშემოსავლო ნაწილში უმნიშვნელო როლს ასრულებს, სამაგიეროდ, მათი გაუქმებით მნიშვნელოვნად გაიოლდება აქციებისა და რაც უფრო მნიშვნელოვანია, სავალო ვალდებულებების ემისია. ეს კი ესოდენ საჭიროა ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებისათვის.

საქართველოში მრავლად მოიძებნება მდიდარი იდეების მქონე მენარმეები, რომლებსაც შეუძლიათ საბაზრო ეკონომიკის პირობებში წარმატებით გამოიყენონ არსებული სანარმოო სიმძლავრეები და გაზარდონ წარმოების მოცულობა. ასეთი მენარმეებისთვის გახსნილია

გზა ბირჟისკენ, როგორც დაფინანსების მთავარი წყაროსკენ მიმავალი. ამის პარალელურად, დროულად უნდა დამთავრდეს სახელმწიფო სანარმოთა პრივატიზაცია, რათა მოსახლეობის ფართო ფენებს მიეცეთ საშუალება შეიძინონ მათი აქციები და ამით გარდაიქმნან მესაკუთრეებად. ასეთი სახით წარდგება ბირჟაზე იურიდიული პირი.

ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სრულყოფის დასაჩქარებლად აუცილებელია რამდენიმე ღონისძიების გატარება: ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის ამოქმედება; საფონდო ბირჟებისა და ფასიანი ქაღალდების სახელმწიფო ინსპექციის ყოველმხრივი გაძლიერება; სახაზინო ვალდებულებების ლიკვიდურ აქტივად ცნობა; ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის ჩამოყალიბების ხელშეწყობა; ფასიანი ქაღალდების გადასახადებისგან განთავისუფლება; მონოცენტრული საბირჟო სისტემის ნორმალური ფორმირების ხელშეწყობა; მოთხოვნილი საფინანსო ანგარიშგების დახვეწა და ბუღალტრულ ანგარიშთა გეგმის გაუმჯობესება.

ქართული ეკონომიკის რეალური აღმასვლა და ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზრის განვითარება საქართველოში ერთმანეთის გარეშე წარმოუდგენელია.

## Securities Market Structure's Peculiarities in Georgia

**Vasil Khutsishvili**  
 Doctor of Economics,  
 Associated professor

**Key words:**

SECURITIES MARKET, STOCK EXCHANGE, FINANCIAL MARKET

### Summary

The article refers to the Georgian economy up and organized securities market in Georgia, the current picture of the testimony, in this regard, securities liquidity factors in determining the securities to define the role of market structures and state-owned enterprises in financing, problematic issues, securities market review, analysis of international securities and cash - the credit market in Georgia, further actions to determine the country's market economy in transition period.