

JEL Classification: G15, G18, G38

<https://doi.org/10.35945/gb.2019.08.006>

# კაპიტალის ბაზრის გამომწვევები და განვითარების წინაპირობები საქართველოში

## მიხეილ თოქმაზიშვილი

ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი,

ასოცირებული პროფესორი

თბილისის ივანე ჯავახიშვილის სახელობის სახელმწიფო უნივერსიტეტი;

პროფესორი,

თბილისის ღია უნივერსიტეტი, საქართველო

M-Tokmazishvili@yahoo.com

**საკვანძო სიტყვები:** კაპიტალის ბაზრები, კაპიტალიზაცია, ბაზრის სტრუქტურა, ფინანსური ბაზარი, ეკონომიკის ზრდა.

**ციტირებისთვის:** თოქმაზიშვილი, მ. (2019). კაპიტალის ბაზრის გამოწვევები და განვითარების წინაპირობები საქართველოში, *გლობალიზაცია და ბიზნესი, №8*, გვ. 60-67. <https://doi.org/10.35945/gb.2019.08.006>

### შესავალი

ქვეყნების ეკონომიკური ეფექტიანობა და განვითარება დამოკიდებულია საფინანსო სისტემის გამართული ფუნქციონირებაზე. კაპიტალის ბაზრების განვითარება გრძელვადიანი პოლიტიკის საკითხია და არის რეალურ ეკონომიკაში ფინანსური რისკების გაზიარებისა და ეფექტიანობის გაზრდის პირობა. იგი ხელს უწყობს ეკონომიკისა და კეთილდღეობის გაზრდას.

მსოფლიო ეკონომიკურ ლიტერატურაში განსაზღვრულია კაპიტალის ბაზრების სარგებელი როგორც ინვესტორებისათვის, ასევე ბენეფიციარებისთვის. საყოველთაოდ ცნობილია, რომ კაპიტალის ბაზრები უზრუნველყოფენ საბანკო კაპიტალის ალტერნატიულ დაფინანსებას, რისკების გაზიარებას და კაპიტალის ეფექტიან განაწილებას, როგორც კერძო კორპორაციების, ასევე სახელმწიფო სექტორში (Luc Laeven, 2014: 4-6).

კაპიტალის ბაზარი დანაზოგების ზრდის პირობაა. საქართველო დანაზოგების დაბალი მაჩვენებლით გამოირჩევა, რამდენადაც კომპანიებსა და ფიზიკურ პირებს არ აქვთ დანაზოგების მართვის ალტერნატივები. ისინი საბანკო სექტორზე არიან დამოკიდებულნი. ქვეყნებს, სადაც დაბალია შემოსავლების დონე, მაგრამ არსებობს კაპიტალის ბაზრები, დანაზოგების ნორმაც იზრდება. ამის მაგალითია ჩინეთი. მსოფლიო ბანკის მონაცემებით, 2010-2016 წლებში, ჩინეთში დანაზოგების ნორმა შეადგენდა მთლიანი სამამულო პროდუქტის 48,5 პროცენტს, ხოლო კაპიტალის

ბაზარი კი – მთლიანი სამამულო პროდუქტის 40 პროცენტზე მეტს (მსოფლიო ბანკი). საქართველოში ამავე პერიოდში დანაზოგების წილი მთლიან სამამულო პროდუქტში იყო 19 პროცენტი, ხოლო კაპიტალის ბაზარი კი მთლიან სამამულო პროდუქტში იყო ძალიან უმნიშვნელო.

ცხადია, რომ კაპიტალის ბაზრების განვითარება უზრუნველყოფს კორპორაციების გრძელვადიან დაფინანსებას და ინვესტირებას და საშუალებას იძლევა, საბანკო ბაზრების განვითარებასთან ერთად, გააუმჯობესდეს კაპიტალის განაწილება, განვითარდეს ბანკების, საინვესტიციო ფონდებისა და სხვა საფინანსო და არასაფინანსო ინსტიტუტებს შორის კონკურენცია გრძელვადიანი კაპიტალის ბაზრის განვითარების გზით. ფინანსური სისტემა, რომელიც მოიცავს საფონდო ბაზრებთან ერთად საბანკო ბაზრებს, უფრო სტაბილურია და უკეთესად შეუძლია შთანთქმოს შოკი.

საქართველოში არსებობს კაპიტალის ბაზრის ფორმირების განვითარებადი ბაზრებისათვის დამახასიათებელი პრობლემები. ემიტენტების (სააქციო საზოგადოებების) სიმცირესთან ერთად ფასიანი ქაღალდების ბაზარი არის არამომზიდველი, რაც განპირობებულია კორპორაციათა არატრანსფერენტულობითა და ინფორმაციის სიმწირით. კერძო სექტორის არასაკმარისი გამჭვირვალობა ხელს უშლის კერძო სექტორში ინვესტირების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებას, რის გამოც დანაზოგის მფლობელი უპირატესად საბანკო ან უძრავ ქონებაში კაპიტალიზაციას ახდენს.

ამასთან, უმნიშვნელო წილის მფლობელი აქციონერების უფლებების დაცვა მოითხოვს მნიშვნელოვან გაუმჯობესებას

და სათანადო ინსტიტუციური ბაზის შექმნას. ეს ფაქტორები განსაზღვრავენ დანაშობების კაპიტალის ბაზრისაკენ წარმართვის სურვილს და შესაძლებლობებს

სახელმწიფო სექტორში სახაზინო ვალდებულებების განთავსება პირველად საფონდო ბირჟებზე საშუალებას აძლევს მთავრობებს, დააფინანსონ ფისკალური დეფიციტები, რომელიც უცხოური სესხების ალტერნატიულ წყაროს წარმოადგენს, უზრუნველყოფს მონეტარული პოლიტიკის განხორციელებას და მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის გაუმჯობესებას (Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development, 2004), ქმნის მაკროეკონომიკურ მოლოდინებს და რეაგირებს მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებებზე.

განვითარებად ქვეყნებში აღნიშნული მიმართულებით მხოლოდ ემპირიული მონაცემებია ცნობილი. სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის გავლენა მაკროეკონომიკურ მდგრადობაზე და ოპტიმალური ბაზრის ფორმირების საკითხი, თუ რა ზომით არის შესაძლებელი მისი გაფართოება, (განსაკუთრებით დაგროვებითი საპენსიო დანაშობების დაბანდების მიზნით), მოითხოვს სპეციალურ შესწავლას.

ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრები არის უცხოურ ინვესტიციების მოზიდვის საშუალება. იგი ადგილობრივი კორპორაციებისათვის რისკის გაზიარების გზაა. ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაცია და ინტერნაციონალიზაცია უზრუნველყოფს განვითარებად ბაზრებზე კაპიტალის ბაზრების განვითარებას. იგი ამასთანავე უზრუნველყოფს კაპიტალის ხელმისაწვდომობის გაუმჯობესებას და საბანკო კრედიტებისადმი ინსტიტუციური და ბიუროკრატიული ბარიერებისაგან თავის აცდენას. კაპიტალის ბაზრის ეს რაციონალური როლი და გამოწვევები მნიშვნელოვანი წინაპირობაა საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარებისათვის.

**გამოყენებული ლიტერატურის მიმოხილვა**

ეკონომიკური ლიტერატურაში აღიარებულია, რომ ფინანსურ სისტემას შეუძლიან ფულის აკუმულაცია, რომელიც მნიშვნელოვანია ინდუსტრიის განვითარებისათვის, საბანკო სისტემას შეუძლია, ის საწარმოები გამოავლინოს და განავითაროს, რომლებიც ეფექტიანად განახორციელებენ ინოვაციებს (Ross Levin, 1997: 688-726), ხოლო ჯონა რიბინსონი კი წერდა, რომ ფინანსურ ნაკადებს განსაზღვრავენ საწარმოები. მის მსგავსად, რობერტ ლუკასის თეორიით, ფინანსური ფაქტორების როლი ეკონომიკურ ზრდაში უმნიშვნელოა, რამდენადაც ფინანსურ გადაწყვეტილებებზე მოთხოვნას ეკონომიკური განვითარება ქმნის, ხოლო საფინანსო სისტემა კი ავტომატურად რეაგირებს ამ მოთხოვნებზე. წარმოება წამყვანია, ხოლო საფინანსო სექტორი მის დინებას მიყვება (Hyoungsoo Zang, Young Chu Kim: 2007; Jagadish Prasad Bist, 2018).

დღეს ეკონომისტებში ერთ-ერთი აქტუალური თემაა,

თუ რამდენად ზემოქმედებს ფინანსურ სისტემა ეკონომიკაზე და რა კორელაციური კავშირი აქვთ ფინანსურ ბაზრებსა და ეკონომიკის ზრდას სხვადასხვა ქვეყანაში. ეკონომისტების ერთი ნაწილი ჯერდება იმას, რომ ხანგრძლივადიან პერიოდში მათი კავშირი ცხადია და ვლინდება (Pradhan, R.P., Arvin, M.B., Bahmani, S., Hall, J.H., Norman, N., 2017). ხოლო მეორე ნაწილი კი კონკრეტული ქვეყნების მაგალითზე ასაბუთებს, რომ ეს კავშირი ცალკეული ქვეყნების კვლევაში და განვითარებულ ქვეყნებში სუსტია (Narayan, P. K., Narayan, S. 2013:70-78; Ayadi, R., Arbak, E., Naceur, S. B., De Groen, W. P., 2013; Ductor, L., Grechyna, D., 2015: 393-405; Grassa, R., Gazdar, K.: 2014: 493-514; Mhadhbi, K. 2014: 48-58.). სხვები ზღვრული რეგრესიის მოდელის (Threshold regression model) გამოყენებით ასაბუთებენ, რომ როდესაც ფინანსური სექტორის განვითარება აღწევს ზღვარს, მაშინ მისი შემდგომი განვითარება იწვევს ეკონომიკის დაცემას (Law, S. H., Singh, N., 2014: 36-44; Samargandi, N., Fidrmuc, J., Ghosh, S. 2015: 66-81.; Arcand, J. L., Berkes, E., Panizza, U. 2012; Rousseau, P. L., & Wachtel, P. 2008; Demetriades, P. O., & Rousseau, P. L., 2015). ფინანსურ ბაზრებს უფრო მეტი ეფექტი აქვთ მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში, ვიდრე დაბალგანვითარებულ ქვეყნებში (Deidda, L., Fattouh, B. 2002: 339-345). ამდენად, სხვადასხვა ქვეყანაში და ქვეყნების კვლევაში კვლევების შედეგები განსხვავებულია.

ბოლო ათწლეულებში კაპიტალის ბაზრები ბევრ ქვეყანაში გაფართოვდა, განსაკუთრებით კი განვითარებად ქვეყნებში. ის გარემოება, რომ განვითარებად ქვეყნებში კაპიტალის ბაზრები ვითარდება 3-4 ჯერ უფრო სწრაფად, ვიდრე განვითარებულ ქვეყნებში და გლობალური ბაზრების განვითარების პროგნოზით, მომავალი 10 წლის განმავლობაში იგი 40-70-პროცენტით გაიზრდება (William Wright, Panagiotis Asimakopoulos, Eivind Friis Hamre, 2019), მეტყველებს მის მზარდ და რაციონალურ როლზე ეკონომიკაში.

კაპიტალის ბაზრის განვითარება ყოველთვის განიხილებოდა როგორც რისკიანი საქმიანობა, განსაკუთრებით საქართველოში, რამდენადაც ადგილობრივი ვალუტის ხშირი და ღრმა რყევები ამცირებდა კაპიტალის ბაზრის საიმედობას.

რისკს, არასტაბილურობასა და გაცვლითი კურსის რყევებს ემატება კორპორაციული მართვის კულტურაც და გამჭვირვალობის პრობლემებიც. მსოფლიოში ეს პროცესები ეჭვქვეშ აყენებენ ფინანსური გლობალური კაპიტალური ნაკადების სარგებელს თითქმის ყველა ქვეყანაში (Stiglitz, J. E 2002; Arcand, J. L., Berkes, E., Panizza, U, 2012). ეს საკითხი კიდევ უფრო მწვავედ დადგა საერთაშორისო და სამამულო ლიტერატურაში და კიდევ უფრო მეტად გამწვავდა დებატები 2008-2009 წლების გლობალური ფინანსურ კრიზისის შემდგომ პერიოდში (Milesi-Ferretti, Gian Maria, Cedric Tille, 2011: 289-346; Lane, Philip R., Gian Maria Milesi-Ferretti, 2011). კაპიტალის ბაზრის წინაშე გაჩნდა ახალი გამოწვევები და მოსალოდნელი თანამდევ არასასურველი შედეგები.

ყოველივე ამან კვლავ დააყენა საკითხი კაპიტალის ბაზრების განვითარების რაციონალიზმის შესახებ და იმ ფუნდამენტური ფაქტორების შესახებ, რომლებიც მოქმედებენ ამ ბაზრის განვითარებაზე.

**საქართველოში კაპიტალის ბაზრის ფორმირების წინააღმდეგობრივი გზა**

საქართველოს არ გააჩნია კარგად განვითარებული კაპიტალის ბაზრები. მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში მნიშვნელოვანი რეფორმები განხორციელდა შიდა კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის მიზნით და საერთაშორისო ორგანიზაციების ხელშეწყობით ინერგებოდა საერთაშორისო სტანდარტები, კაპიტალის ბაზრები ფრაგმენტულად ვითარდებოდა. ამ საუკუნის 10-იან წლებამდე საქართველოს არ გააჩნდა კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია.

2000 წელს საქართველოში ჩამოყალიბდა საფონდო ბირჟა და შეიქმნა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, როგორც დამოუკიდებელი სამსახური. ამასთან მიღებული იქნა კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“. საფონდო ბირჟა ნელა, მაგრამ მინც ვითარდებოდა. 2008 წლამდე 300-მდე სააქციო საზოგადოება იყო დაშვებული საფონდო ბირჟაზე და 40-ზე მეტი საბროკერი ფირმა ასრულებდა საინვესტიციო ინსტიტუტების ფუნქციას. ვაჭრობა ღია წესით ხორციელდებოდა, გარიგებები გამჭვირვალე იყო და ადგილი ჰქონდა თავისუფალ ფასწარმოქმნას. 2008 წელს საკანონმდებლო ცვლილებების შემდეგ დაშვებულ იქნა ბირჟის გარეთ ვაჭრობა, ღიაობის და ტრანსფარენტულობის მოთხოვნები ლიბერალური გახდა. წარმოიშვა ე.წ. დახურული ვაჭრობა, რომელიც დაბალი ტრანზაქციული ხარჯებით გამოირჩევა. გაუქმდა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია და საფონდო ბირჟაზე ზედამხედველობა დაევალა ეროვნულ ბანკს, რომელიც იქცა მეგარეგულატორად.

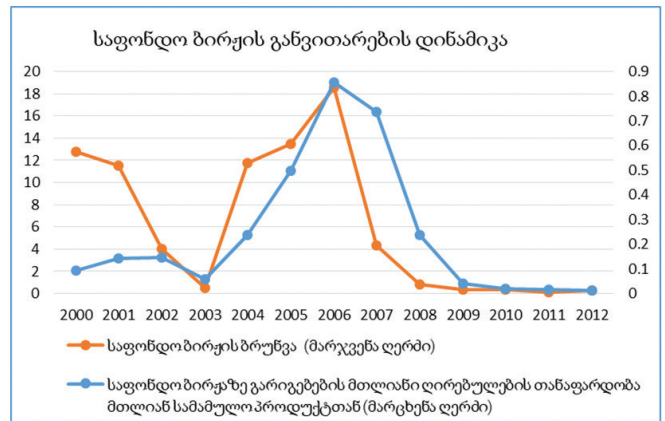
საქართველოში ფულის კონცენტრაციის სფეროში საბანკო სისტემა კიდევ უფრო გაძლიერდა, რამდენადაც იგი ფაქტიურად ფლობს საფონდო ბირჟას კერძო საკუთრებაში და საფონდო ბირჟის აქციათა ნახევარზე მეტი კომერციული ბანკის საკუთრებაშია, რაც აძლევს მას საშუალებას, საბანკო კაპიტალის ალტერნატიული წყარო – საფონდო ბირჟა – არ გახდეს საბანკო კაპიტალის კონკურენტი (Banking and Capital Markets M&A Outlook, 2019)<sup>1</sup>.

2008 წლის საკანონმდებლო ცვლილებების შედეგად

საბროკერო ფირმების რაოდენობა შემცირდა, რამდენადაც მათ გავზარდათ საწესდებო კაპიტალის მოცულობა, რომლის დაკმაყოფილებაც მხოლოდ კომერციულ ბანკებთან არსებულ საბროკერი ფირმებს შეეძლო. 2018 წელს მხოლოდ 11 საბროკერო ფირმა დაფიქსირდა, რომელთა დიდი ნაწილი კომერციული ბანკების ფილიალია.

საფონდო ბირჟების საქმიანობა, ისევე როგორც კორპორაციათა მენეჯმენტი, ვერ განვითარდა. თუ 2000 წელს საფონდო ბირჟის ბრუნვის მაჩვენებელი 12.8 პროცენტს შეადგენდა და მთლიან სამამულო პროდუქტთან მიმართებაში 5.03 პროცენტი იყო, 2012 წელს ბრუნვამ შეადგინა 0,24 პროცენტი და მთლიან სამამულო პროდუქტთან მიმართებაში კი – დაეცა 0.9 პროცენტამდე. შედეგად საქართველოზე ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებს აღმოაჩნდათ სააქციო ბაზრის კაპიტალიზაციის უკეთესი მაჩვენებლები (მაგალითად, კენიაში 2013 წელს საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობამ შეადგინა მთლიანი სამამულო პროდუქტის 3.3 პროცენტი) (მსოფლიო ბანკი).

**გრაფიკი 1**



წყარო: მსოფლიო ბანკის მონაცემები, წელი 2012. <https://databank.worldbank.org/data/source/global-financial-development/Type/TABLE/preview/on?advancedDownloadOptions>

საქართველოში ბაზრის კაპიტალიზაცია მთლიან სამამულო პროდუქტთან 2007 წელს 10 პროცენტს მიაღწია, თუმცა შემდგომ შემცირდა მნიშვნელოვნად და განახევრდა. სხვა ქვეყნებთან შედარებით ეს მაჩვენებელი ძალზე დაბალია. ასევე დაბალია ბირჟის ბრუნვა. მსოფლიოს ბანკის მონაცემებით, 2012 წელს საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგებების ღირებულებამ შეადგინა მთლიანი სამამულო პროდუქტის 0,01 პროცენტი, მაშინ როდესაც ჩინეთში ეს მაჩვენებელი 56.6 პროცენტია, თურქეთში – 35 პროცენტი, ხოლო რუსეთში კი – 19.8 პროცენტი. მართალია, რუსეთის ფედერაციაში ეს მაჩვენებელი ბოლო პერიოდში შემცირდა, მაგრამ იგი მნიშვნელოვნად აღემატება ბალტიისპირეთის ქვეყნების მაჩვენებელსაც.

<sup>1</sup> მსოფლიოში საბანკო და კაპიტალის ბაზრებზე გაერთიანებისა და შერწყმის ტენდენციის გადრეკილვა ვარაუდობენ. (Banking and Capital Markets M&A Outlook, Deloitte, Will it be a stellar year for banking and capital markets mergers and acquisitions? 2019 <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/banking-securities-mergers-acquisitions-outlook.html>)

საფონდო ბაზარმა საქართველოში დაკარგა აქციებზე საბაზრო ფასწარმოქმნის ფუნქცია. შესაბამისად, აქციებით თუ სხვა ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა ყოველგვარ აზრს მოკლებული გახდა. მთელი საფონდო ბაზარი რუხმა, არატრანსპარენტულმა „ველურ-ლიბერალურმა“ ბაზარმა ჩაანაცვლა (Aslanishvili).

საქართველოში იყო ცდა, საქართველო გამხდარიყო რეგიონალური ფინანსური ცენტრი და მომხდარიყო ფინანსური ინსტიტუტების, საფონდო ბირჟებისა და სხვა კომერციული ინსტიტუტების კონცენტრაცია, ფინანსური ლიბერალიზაციის ფონზე გამრდილიყო საერთაშორისო ტრანსაქციების და გარიგების ოდენობა. ამ მიზნით 2008 წლის დასაწყისში შეიქმნა კანონი „საფინანსო სექტორის გლობალური კონკურენტუნარიანობის შესახებ“, რომლის მიზანი იყო საქართველოს გადაქცევა გლობალურ ფინანსურ ცენტრად, ფინანსური სისტემის ინტეგრაცია მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში და სახელმწიფოს კონკურენტუნარიანობის ამაღლება.

ეს ფინანსური სტარტეგია შესაბამემაში უნდა ყოფილიყო საფონდო ბირჟის ლიბერალურ პოლიტიკასთან და შემდგომ საგადასახადო რეფორმებთან, რომელიც დაემყარებოდა საშემოსავლო გადასახადის ეტაპობრივ შემცირებას, დივი-

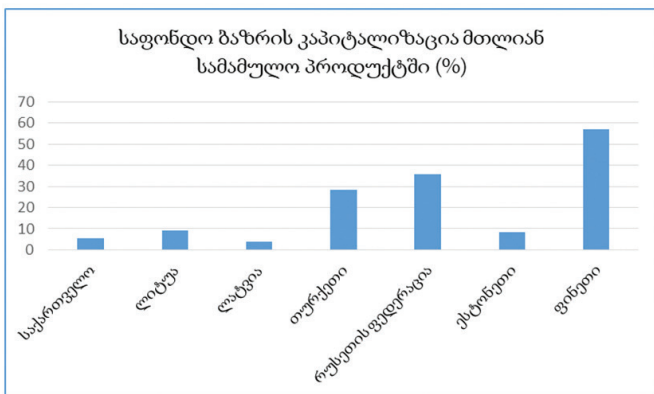
დენდა და პროცენტზე გადასახადის გაუქმებას, მოქნილ საგადასახადო რეჟიმს ფინანსური ინსტიტუტებისათვის და სხვ. თუმცა 2008 წლის შემდგომ განვითარებული მოვლენების გამო კანონი 2009 წელს ძალადაკარგულად გამოცხადდა. საქართველო დამოკიდებული აღმოჩნდა საბანკო კაპიტალსა და პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე, ხოლო პორტფელური ინვესტიციების შემოდინება არასტაბილური იყო.

2016 წელს საქართველოში საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს, ეროვნული ბანკისა და ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროსთან ერთად პირველად საქართველოში შემუშავდა კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია და ზოგადი გეგმა. თუმცა მომდევნო წლებში მის განხორციელებას ეფექტი არ მოჰყოლია და საჯარო შეფასებებიც არ გავითვალისწინებულა. საფონდო ბირჟის განვითარება საკანონდებლო ცვლილებების გარეშე შეუძლებელი გახდა.

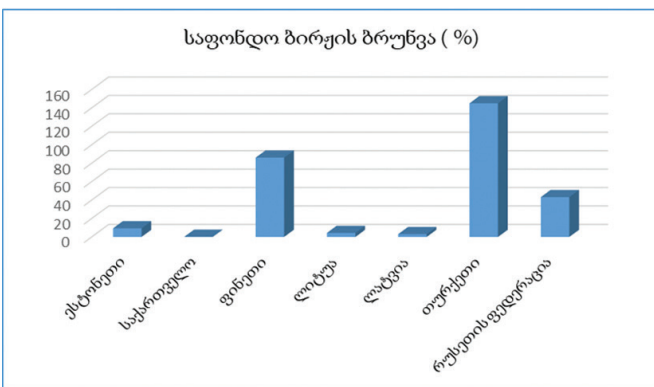
საქართველოს ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრები არის გარიგებებით სეგმენტირებული, სადაც დომინირებს ბანკების აქციები. ამასთან, საფონდო ბირჟების მეშვეობით კაპიტალის შიდა და გარე წყაროების გაფართოების ნაცვლად ქვეყნის საერთაშორისო ვალი იზრდება, რაც იმაზე მეტყველებს, რომ საერთაშორისო ვალი უფრო მიმზიდველი გახდა, ვიდრე ადგილობრივი კაპიტალის ბაზარი, რაც უარყოფითად მოქმედებს საქართველოს მაკროეკონომიკურ წონასწორობაზე და განსაკუთრებით კი - ეროვნული ვალუტის სტაბილურობაზე. დღესდღეობით საქართველოს საგარეო ვალი 5 მლრდ-ს აშშ დოლარს აღემატება, ხოლო საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაცია მას 7 ჯერ უფრო მეტად ჩამორჩება.

გარდა ამისა, კომპანიებს აქციების გაყიდვით ფინანსების მოზიდვის ნაცვლად ურჩევნიათ, ბანკიდან აიღონ სესხი. რადგან საფონდო ბაზარზე შესვლა მოითხოვს გამჭვირვალობის მაღალი სტანდარტების დაცვას. ეს საკითხი კიდევ უფრო აქტუალური გახდა მას შემდეგ, რაც საქართველომ ხელი მოაწერა ევროკავშირთან ასოცირების შეთანხმებას 2014 წელს და აიღო ვალდებულება, მოეხდინა საკანონმდებლო მიახლოება/ჰარმონიზირება ევროკავშირის პრინციპებთან, რომლის ერთ-ერთი მოთხოვნაა ანგარიშვალდებულების მაღალი სტანდარტების უზრუნველყოფა.

გრაფიკი 2



გრაფიკი 3



წყარო: მსოფლიო ბანკის მონაცემები, წელი 2012. <https://databank.worldbank.org/data/source/global-financial-development/Type/TABLE/preview/on?advancedDownloadOptions>

## კაპიტალის ბაზრის წინაპირობები

ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების ფუნქციონირებაზე გავლენას ახდენს გარემო და წინაპირობები, რომლის გათვალისწინების გარეშე კაპიტალის ბაზრის ფორმირება და განვითარება შეუძლებელია. ეკონომიკურ ლიტერატურაში ასეთი ზემოქმედების ფაქტორები განსხვავებულად არის წარმოდგენილი, გამომდინარე ქვეყნების თავისებურებებიდან, თუმცა საყოველთაოდ აღიარებულია ისეთი ფაქტორების როლი, როგორცაა მაკროეკონომიკური პოლიტიკა და სტაბილურობა და ძლიერი ინსტიტუციური და სამართლებრივი

სისტემა. ამ ორ მამოძრავებელ ძალას ემეტება მდგრადი საბანკო სისტემა და ადექვატური მარეგულირებელი და ზედამხედველი ინსტიტუტები (Liliana Rojas-Suarez, 2014), ფინანსური ინფრასტრუქტურა (Luc Laeven, 2014: 7), საპენსიო რეფორმები განვითარებად ქვეყნებში (Dimitri Vittas, 1999) და სხვ.

თავისი მნიშვნელობით, ჩვენ გამოვყოფთ ოთხ საყრდენს:

1. მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას; 2. ინსტიტუციურ და სამართლებრივ სისტემას; 3. ბაზრის ზომას, შემადგენლობას და საპენსიო სისტემას; 4. გამჭვირვალობასა და ფინანსურ ინფრასტრუქტურას.

1. არასტაბილური მაკროეკონომიკა სახელმწიფოს უქმნის სავალ პრობლემებს და ქვეყნას აყენებს არასტაბილური ფინანსური ნაკადების, გაცვლითი კურსის რყევების და ფინანსური კრიზისების რისკების წინაშე. კაპიტალის ბაზრები უფრო განვითარებულია დაბალი და სტაბილური ინფლაციის მქონე ქვეყნებში. სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემო აუცილებელია უცხოური კაპიტალის მოსაზიდად.

2. ძლიერი ინსტიტუტები და კარგად ფუნქციონირებადი სამართლებრივი სისტემა მნიშვნელოვანია ადგილობრივი ბაზრების განვითარებისთვის, რადგან ისინი უზრუნველყოფენ ინვესტორთა უფლებების დაცვას, მათ შორის უმცირესობათა ინტერესების დაცვას და ინვესტორების მოზიდვას. კვლევები ადასტურებენ, რომ ქვეყნებში სადაც დაცულია აქციონერთა საკუთრების უფლებები და საკუთრების უფლებები და კონტრაქტის აღსრულება არ არის ძვირი, აქვთ უფრო განვითარებული ადგილობრივი ბაზრები (John D. Burger, Francis E. Warnock, Veronica Cacdac Warnock, 2012). თუმცა, არსებობს განსხვავებული შეხედულებები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების საჭიროების შესახებ. ადრეული კვლევები ამტკიცებდა, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრები შეიძლება არ რეგულირდებოდეს, მაგრამ უკანასკნელი კვლევების თანახმად, რეგულირება საჭიროა კერძო საკონტრაქტო ჩარჩო სტანდარტიზაციისთვის და თაღლითობების თავიდან ასაცილებლად. დღეს ფართოდ არის აღიარებული, რომ ფასიანი ქაღალდების კანონები კრიტიკულად მნიშვნელოვანია კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის.

3. ბაზრის ზომამზე, სტრუქტურაზე ძლიერი ზეგავლენა აქვს საპენსიო რეფორმებს. ინსტიტუციური, სამართლებრივი და ინფრასტრუქტურული ბარიერების არარსებობის მიუხედავად, ბევრი ქვეყნის ეკონომიკა ვერ ახერხებს ინვესტორთა მიზიდვას იმისათვის, რომ უზრუნველყოს კაპიტალის ბაზრის ოპტიმალური სიდიდე და საკმარისი ლიკვიდურობა. ამ თვალსაზრისით ხდება სავალდებულო საპენსიო სისტემების დანერგვა, რომელიც ინვესტიციის გრძელვადიანი ინსტრუმენტების მოზიდვის საშუალებას წარმოადგენს. იგი ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარების პირობაა. ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაციასთან და ეფექტიანი მარეგულირებელი გარემოს პირობების ფორმირებასთან

ერთად, სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარს, რომელიც დღეს დომინირებულია საქართველოში, უნდა დაემატოს კორპორაციული კერძო ობლიგაციების ბაზარიც.

ანალოგიურად, დერივატიული ბაზრები ვერ განვითარდება განვითარებული ბაზრების გარეშე. იგი, თავის მხრივ, კაპიტალის ბაზრის განვითარებას შეუწყობს ხელს. უფრო მეტიც, ობლიგაციების ბაზრები მოითხოვს კარგად განვითარებული ფულის ბაზრებს, რათა მონეტარულმა პოლიტიკამ უზრუნველყოს საპროცენტო განაკვეთის სტაბილურობა, რომელიც ხელს შეუწყობს ობლიგაციების ბაზრის განვითარებას.

4. ფინანსური ინფრასტრუქტურა და გამჭვირვალობა. განვითარებული ინფრასტრუქტურა ერთ-ერთ აუცილებელი პირობაა კაპიტალის ბაზრისათვის. იგი ხელს უწყობს ვაჭრობასა და ინფორმაციის გაცვლას, ბაზრის მიერ წარმოებული და გამოყენებული ინფორმაციის დამუშავებას, შეფასებას და დადასტურებას, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებლისგან თვითრეგულირების წესით ხორციელდება. სალიცენზიო მოთხოვნები, გარიგებები, გადასახადები, აუდიტორის ხარჯები, ინფორმაციის გაცვლის სისტემები, ადგილობრივი აუდიტორული და სარეიტინგო კომპანიების განვითარების ხელშეწყობა, და სხვ. მნიშვნელოვანია ბაზრის ეფექტიანად ფუნქციონირებისათვის. აღნიშნული საქმიანობები კომპანიებისათვის არ უნდა იყოს დიდ დანახარჯებთან დაკავშირებული.

ასევე მნიშვნელოვანია დავების გადაწყვეტის ალტერნატიული მექანიზმების განვითარებაც, განვითარებული საარბიტრაჟო ინფრასტრუქტურის არსებობაც. კორპორაციათა გამჭვირვალობა და ინფორმაციული უზრუნველყოფა ქმნის ფირმების კაპიტალის ბაზრებზე შეღწევის საშუალებას. ინფორმაციული გამჭვირვალობა ინვესტორს წარმოდგენას უქმნის კორპორაციული მართვის მდგომარეობაზე, მასზე დაფუძნებული შეფასება კი ამცირებს სუბიექტივიზმს გადაწყვეტილებათა მიღებაში. ამასთან, ინფორმაციული გამჭვირვალობის გადიდება, საზოგადოების ცნობიერების ამაღლება, საზოგადოების ინფორმირებულობის გაზრდა საფონდო ბაზრის შესახებ როგორც კომპანიის საინვესტიციო მიმზიდველობის საფუძველი, ხელს უწყობს მისი კონკურენტუნარიანობის ამაღლებას. ევროკავშირთან ასოცირების ხელშეკრულების ფარგლებში საქართველომ უნდა უზრუნველყოს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის მარეგულირებელი კანონმდებლობის ევროკავშირის დირექტივებთან ჰარმონიზირება. დირექტივების ძირითადი მოთხოვნები გარიგებებისა და ფასის გამჭვირვალობის ზრდას, ემიტენტების ფინანსურ ანგარიშგებასა და ინფორმაციის ღიაობას, ინვესტორთა თანაბარ პირობებში ჩაყენებას გულისხმობს.

აღნიშნული წინაპირობები არსებითია საქართველოში ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების განვითარებისათვის. შესაბამისად, მიზანშეწონილია ფინანსური რეფორმების თანმიმდევრობით გატარება. განვითარებული საფონდო ბირჟა კომპანიებში კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ წყაროდ

შეიძლება იქცეს და უზრუნველყოს კორპორაციული მართვის თანამედროვე სტანდარტების დანერგვა.

## დასკვნები

ნაშრომში დახასიათებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების წინაპირობები გათვალისწინებული უნდა იქნეს საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების პოლიტიკის განსაზღვრისას.

საქართველოში კაპიტალის ბაზრების განვითარებლობა განპირობებულია მცირე ბაზრის ზომის, სუსტი ინსტიტუტებისა და არასტაბილური მაკროეკონომიკური პოლიტიკის შედეგად. კაპიტალის ბაზრები არ შეიძლება განვითარდეს სტაბილური მაკროეკონომიკური პოლიტიკისა და სამართლებრივი გარემოს გარეშე, რომელიც იცავს საკუთრების უფლებას. ეს არის ბაზრების ფუნქციონირების ფუნდამენტური პირობა.

ბაზრების განვითარება ეტაპობრივი და ხანგრძლივი პროცესია. სხვადასხვა ბაზრები (სახელმწიფო და კორპორაციული ობლიგაციების, დერივატივების, საპენსიო-საინვეს-

ტიციო კაპიტალის და სხვ.) ერთმანეთს ავსებენ. კაპიტალის ბაზრის რეფორმები მათ ოპტიმალურ შერწყმას მოითხოვს, რომელიც უნდა იყოს ფინანსური ლიბერალიზაციით განმტკიცებული. იგი უნდა ემსახურებოდეს ბაზრის ზომის გაზრდას.

კერძო საპენსიო დანაზოგების სისტემის შექმნა ინვესტორთა ბაზის გაფართოების მნიშვნელოვანი პირობაა. სისტემატურად უნდა ხდებოდეს მისი ეკონომიკაზე გემოქმედების შესწავლა, რათ დაიხვეწოს საპენსიო სქემები.

კორპორაციული მართვის რეფორმები უნდა ემსახურებოდეს მცირე ინვესტორების ინტერესების დაცვას, ინფორმაციის ღიაობის უზრუნველყოფას, ფასიანი ქაღალდების პროდუქტების სტანდარტიზაციას, ეფექტური პირველადი და მეორადი ბაზრების განვითარებას, ფინანსური ინფრასტრუქტურის განვითარებას და სხვ.

გლობალურ ბაზრებთან ინტეგრაცია ეკონომიკური ზრდის პირობაა და იგი ვერ განხორციელდება თუ საქართველოში არ დაინერგება სრულყოფილი განვითარებული კაპიტალის ბაზარი, არ იქნება სტაბილური ეკონომიკური ზრდა მიღწეული და „რბილ კორპორაციულ სამართალთან“ ერთად არ შეიქმნება ადექვატური ინსტიტუციური ინფრასტრუქტურა.

## გამოყენებული ლიტერატურა:

1. Aslanishvili, D. Stock Market in Georgia: Existing Reality and Uncertain Future [Safondo bazari Sakartveloshi: arsebuli realoba da gaurkveveli momavali]. TSU, Science (In Georgian). <https://tsu.ge/science/?leng=ge&lc=journal&jnomeri=6&tid=10>
2. Ayadi, R., Arbak, E., Naceur, S. B., & De Groen, W. P. (2013), Financial development, bank efficiency, and economic growth across the Mediterranean. MEDPRO Technical Report, No. 30/March, <https://www.files.ethz.ch/isn/161854/Growth%20&%20Development.pdf>;
3. Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. Too much finance, International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/12/161, 2012. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>
4. Banking and Capital Markets M&A Outlook, Deloitte, Will it be a stellar year for banking and capital markets mergers and acquisitions? 2019, <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/banking-securities-mergers-acquisitions-outlook.html>
5. Demetriades, P. O., & Rousseau, P. L. (2015), The changing face of financial development. University of Leicester, Working Paper No. 15/20, [https://www.le.ac.uk/economics/research/RePEc/lec/leecon/dp15-20.pdf?uol\\_r=d307e306](https://www.le.ac.uk/economics/research/RePEc/lec/leecon/dp15-20.pdf?uol_r=d307e306)
6. Deidda, L., & Fattouh, B. (2002), Non-linearity between finance and growth. Economics Letters, 74(3), <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165176501005717>
7. Dimitri Vittas, (1999), Pension Reform and Capital Market Development «Feasibility» and «Impact» Preconditions, World Bank Policy Research Working Paper No. 2414, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=632485](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632485).
8. Ductor, L., & Grechyna, D. (2015), Financial development, real sector, and economic growth. International Review of Economics & Finance, 37, <https://pdfs.semanticscholar.org/ffe7/3ea4f441385897aefd3696010a19ee144732.pdf>
9. Grassa, R., & Gazdar, K. (2014), Financial development and economic growth in GCC countries: A comparative study between Islamic and conventional finance. International Journal of Social Economics, 41(6), <https://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/IJSE-12-2012-0232>
10. Hyungsoo Zang, Young Chu Kim, (2007), Does Finnaciao Debelopment precede Griwth? Robinson and Lucas might be right. Applied economics letters, V.14, Issue 1, <https://doi.org/10.1080/13504850500425469>, <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13504850500425469>
11. Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, (2011), External adjustment and the global crisis, IMF Working Paper, WP/11/197, International Monetary Fund, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11197.pdf>
12. Law, S. H., & Singh, N. (2014), Does too much finance harm economic growth? Journal of Banking & Finance, 41, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426613004925?via%3Dihub>, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.020>

13. Liliana Rojas-Suarez, (2014), Strengthening Capital Markets in Emerging Economies: Two Key Issues that the G20 Should Not Miss, Center for Global Development, February 21, <https://www.cgdev.org/blog/strengthening-capital-markets-emerging-economies-two-key-issues-g20-should-not-miss>; <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap75c.pdf>
14. Luc Laeven, (2014), The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges, IMF Working Paper, International Monetary Fund, WP/14/234, 2014, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14234.pdf>
15. Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development, IMF Board Paper, 2004, <https://www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/102604.htm>.
16. Mhadhbi, K. (2014), Financial development and economic growth: A dynamic panel data analysis. *International Journal of Econometrics and Financial Management*, 2(2), <http://pubs.sciepub.com/ijefm/2/2/1/index.html>
17. Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Cedric Tille, (2011), The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis, *Economic Policy*, Vol. 26, [https://www.researchgate.net/publication/227658749\\_The\\_Great\\_Retrenchment\\_International\\_Capital\\_Flows\\_During\\_the\\_Global\\_Financial\\_Crisis](https://www.researchgate.net/publication/227658749_The_Great_Retrenchment_International_Capital_Flows_During_the_Global_Financial_Crisis)
18. Narayan, P. K., & Narayan, S. (2013), The short-run relationship between the financial system and economic growth: New evidence from regional panels. *International Review of Financial Analysis*, 29, <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2013.03.012>, <http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/17029.pdf>
19. Jagadish Prasad Bist, (2018), Financial development and economic growth: Evidence from a panel of 16 African and non-African low-income countries, *Journal Cogent Economics & Finance*, Volume 6, Issue 1, <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2018.1449780?scroll=top&needAccess=true>, <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1449780>
20. John D. Burger, Francis E. Warnock, Veronica Cacdac Warnock, (2010), Emerging Local Currency Bond Markets, NBER Working Paper No. 16249, Issued in August Revised in March 2012, NBER Program(s): International Finance and Macroeconomics, <https://www.nber.org/papers/w16249>
21. Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Bahmani, S., Hall, J. H., & Norman, N. R. (2017), Finance and growth: Evidence from the ARF countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 66, <http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/99041.pdf>; <http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2017.01.011>
22. Ross Levin, (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV, June, [https://www.researchgate.net/publication/4722931\\_Financial\\_Development\\_And\\_Economic\\_Growth\\_Views\\_And\\_Agenda](https://www.researchgate.net/publication/4722931_Financial_Development_And_Economic_Growth_Views_And_Agenda)
23. Rousseau, P. L., & Wachtel, P. (2008), What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? January 21, [http://pages.stern.nyu.edu/~pwachtel/images/RW\\_EI\\_Jan2008.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~pwachtel/images/RW_EI_Jan2008.pdf)
24. Samargandi, N., Fidrmuc, J., & Ghosh, S. (2015), Is the relationship between financial development and economic growth monotonic? Evidence from a sample of middle-income countries. *World Development*, 68, [https://econpapers.repec.org/article/eeewdevel/v\\_3a68\\_3ay\\_3a2015\\_3ai\\_3ac\\_3ap\\_3a66-81.htm](https://econpapers.repec.org/article/eeewdevel/v_3a68_3ay_3a2015_3ai_3ac_3ap_3a66-81.htm)
25. Stiglitz, Joseph E., (2002), *Globalization and Its Discontents*, New York: W.W. Norton, <https://www.studocu.com/en/document/ravenshaw-university/macroeconomics/book-solutions/globalization-and-its-discontents/2022797/view>
26. William Wright, Panagiotis Asimakopoulos, Eivind Friis Hamre, (2019), Report: the New Financial global capital markets growth index, January, <https://newfinancial.org/report-the-new-financial-global-capital-markets-growth-index/>
27. World Bank, <https://databank.worldbank.org/data/source/global-financial-development/Type/TABLE/preview/on#advancedDownloadOptions>

JEL Classification: G15, G18, G38

<https://doi.org/10.35945/gb.2019.08.006>

# CAPITAL MARKET CHALLENGES AND DEVELOPMENT PREREQUISITES IN GEORGIA

**MIKHEIL TOKMAZISHVILI**

**Doctor of Economics, Associate Professor**

Ivane Javakhishvili Tbilisi State University;

Professor,

Tbilisi Open University, Georgia

M-Tokmazishvili@yahoo.com

**KEYWORDS:** CAPITAL MARKETS, CAPITALIZATION, MARKET STRUCTURE, FINANCIAL MARKET, ECONOMIC GROWTH.

**For citation:** Tokmazishvili, M. (2019). Capital Market Challenges and Development Prerequisites in Georgia, *Globalization And Business*, №8, pp. 60-67. <https://doi.org/10.35945/gb.2019.08.006>

## SUMMARY

The article describes the challenges of capital markets, concepts of effects of capital markets` development on the economic growth, the current conditions of the capital market in Georgia, restricting and stimulating factors and preconditions necessary for the expansion of the capital market. Through comparative analysis, the problems and trends of development of capitalization are presented.

The formation of capital market is a long process. It requires the formation of financial instruments, consolidated legal or model norms, market infrastructure and institutions. In the developing countries, and moreover, in the Post-Soviet countries with least-developed economy and transformational law, the capital market is undeveloped considering the capacity of economy and its potential benefits. The banking sector`s ability to finance the economy is restricted, the demand on investment capital is wide, as a result, with the traditional bank financing, establishment and development of the capital market is considered with any alternative.

The paper analyzes the causes that impact on local capital markets functioning and the prerequisites without which the capital market can not be formed and developed in Georgia. The characteristics of impact factors on the capital market through examining of economic literature are presented.

The strong institutions and the well-functioning legal system are important for local market development, as they provide the protection of investors` rights, including the protection of minority interests and attracting investors. The studies show that the country, where the rights of shareholders are protected and the transaction is not expensive, has more developed local markets, however, there is a different view about the necessity for regulating the securities market. The initial studies argued that the securities market may not be regulated, but according to the recent researches, the regulation is essential for private

contractual framework standardization and fraud prevention. Today it is widely recognized that the laws of securities are critical to the development of the capital market;

Finally, the article proposes the structure of market prerequisites that are based on several piles: macroeconomic stability, institutional and legal system, market size, market composition and pension system, transparency and financial infrastructure. Despite the absence of institutional, legal and infrastructural barriers, many economies are unable to attract investors in order to ensure the optimum level of capital market and efficient liquidity. In this regard, the compulsory pension systems are introduced, which is an opportunity to attract the long-term instruments of investment. It is the condition of the development of the local bond market. With the liberalization of financial markets and in the effective regulatory environment, investments in the state bonds that dominate in Georgia today will be added by expansion of the corporate private bonds market. Similarly, the derivative markets cannot be developed without a well-developed market and, in turn, they will contribute to the development of the capital market. Moreover, the bond market requires the well-developed money markets in order to encourage the monetary policy to ensure the stability of the percent rate that will support the development of the bond market.

The developed infrastructure is one of the essential conditions for the functionality of the capital market. It promotes trade and information exchange and provides access to predictable products on the background of a less costly system. The transparency and information provision of corporations is also important, which instantly connects investors with money investors. In the framework of the Association Agreement with the European Union, Georgia shall ensure approach to the legislation regulating trade with securities of the EU guidelines. The main requirements of directives are to increase the transparency of transactions and the price, the financial statements of the issuer and the openness of the information, as well as the equal condition for the investors.