

საქართველოს 2023-2028 წლების  
კაპიტალის ბაზრის განვითარების  
სტრატეგია

## აკრონიმების სია

ADB	აზიის განვითარების ბანკი
CMDS	კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია
CMI	კაპიტალის ბაზრების ინფრასტრუქტურა
EBRD	ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი
ETF	საბირჟო საინვესტიციო ფონდები
FRN	მცურავი განაკვეთის ობლიგაცია
FSAP	ფინანსური სექტორის შეფასების პროგრამა
GDP	მთლიანი შიდა პროდუქტი
IFI	საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაცია
IOSCO	ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაცია
IPO	პირველადი საჯარო შეთავაზება
MOF	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო
NBG	საქართველოს ეროვნული ბანკი
PD	მთავარი დილერი
REIT	უძრავი ქონების საინვესტიციო ფონდები
SOE	სახელმწიფოს საკუთრებაში არსებული საწარმო
USD	აშშ დოლარი
WB	მსოფლიო ბანკი

## სარჩევი

შესავალი .....	4
კაპიტალის ბაზრის განვითარების საჭიროება .....	4
სიტუაციის ანალიზი .....	6
მეთოდოლოგია .....	6
სექტორში ჩატარებული რეფორმების შეჯამება.....	6
მთავარი პრობლემა: ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარების დაბალი დონე .....	9
პრობლემის გამომწვევი ფაქტორები .....	15
უარყოფითი შედეგები .....	21
სტრატეგიის ხედვა, მიზნები და ამოცანები .....	23
ხედვა.....	24
მიზანი 1: კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა .....	24
<i>ამოცანა 1.1: ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება.....</i>	24
<i>ამოცანა 1.2: ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება.....</i>	26
<i>ამოცანა 1.3: სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე .....</i>	27
მიზანი 2: კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის .....	28
<i>ამოცანა 2.1: ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება.....</i>	28
<i>ამოცანა 2.2: პროფესიონალებისა და საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა</i>	30
<i>ამოცანა 2.3: უცხოური ინვესტიციების გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე</i>	31
სტრატეგიის განხორციელება, მონიტორინგი და შეფასება .....	33
განხორციელება.....	33
მონიტორინგი .....	34
შეფასება.....	35
დანართი 1. ლოგიკური ჩარჩო.....	36
დანართი 2: ტერმინთა განმარტებები .....	44

## შესავალი

### კაპიტალის ბაზრის განვითარების საჭიროება

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის (შემდგომში „სტრატეგია“) დანიშნულებაა შექმნას გზამკვლევი კაპიტალის ბაზრის კოორდინირებული და თანამიმდევრული განვითარებისათვის. სტრატეგია მიმოიხილავს კაპიტალის ბაზრის მიმართულებით არსებულ ვითარებას, სფეროში არსებულ გამოწვევებს და მათი დაძლევის გზებს. სტრატეგია განსაზღვრავს საქართველოს კაპიტალის ბაზრის სტრატეგიულ პოზიციას და მომავალ მიმართულებას მომდევნო წლების განმავლობაში.

სტრატეგია განსაზღვრავს ახალი საზედამხედველო, მარეგულირებელი და საკანონმდებლო აქტების თანამიმდევრული შემოღების ჩარჩოს, რაც მნიშვნელოვანია ბაზრის მონაწილეებისათვის გამჭვირვალე და განჭვრეტად გარემოში ოპერირებისათვის. სტრატეგია შესაბამისობაშია საქართველოს განვითარების სტრატეგია - ხედვა 2030-თან და აღნიშნული სტრატეგიის ეკონომიკური განვითარების მიმართულების მე-5 მიზანთან ასევე, 2021-2024 წლების საქართველოს სამთავრობო პროგრამასთან "ევროპული სახელმწიფოს მშენებლობისთვის".

წარმოდგენილი სტრატეგია შესაბამისობაშია ასოცირების შესახებ შეთანხმებით გათვალისწინებულ სამართლებრივ აქტებთან, რომლებთანაც დაახლოება სავალდებულოა საქართველოს მხარისათვის შეთანხმების დანართი XV-A-თი. კერძოდ, სტრატეგია ითვალისწინებს კაპიტალის ბაზრის, როგორც საინვესტიციო ფონდების, კერძო საპენსიო სქემების, ასევე ფასიანი ქაღალდების სხვა მარეგულირებელ დირექტივა/რეგულაციებთან შესაბამისობას. ამის გარდა, საქართველოს ამჟამინდელი კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი ჩარჩო უკვე დიდწილად შესაბამისობაშია არა მხოლოდ ასოცირების შეთანხმებით გათვალისწინებულ ევროკავშირის სამართლებრივ აქტებთან, არამედ სხვა საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების რეკომენდაციებთან. მაგალითისათვის, სტრატეგია ითვალისწინებს კაპიტალის ბაზრის ინფრასტრუქტურის სამართლებრივი რეჟიმის ევროკავშირის ცენტრალური დეპოზიტარის რეგულაციის მნიშვნელოვან ნორმებთან შესაბამისობას დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის ჩარჩოს შემოღებით. დღეს მოქმედი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონით დადგენილი აქტივების მმართველი კომპანიების მარეგულირებელი ნორმები, ასევე იპოთეკით დაცული ობლიგაციების და სექიურითიზაციის სამართლებრივი ჩარჩოები, დიდწილად ეყრდნობა ევროკავშირის მარეგულირებელ აქტებს.

განვითარებული კაპიტალის ბაზრისათვის უაღრესად მნიშვნელოვანია სწორი საზედამხედველო პოლიტიკა. ამ მიმართულებით საქართველოს ეროვნული ბანკი, რომელიც ზედამხედველობს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, და ზოგადად ფინანსურ ბაზარს საქართველოში, 2021 წელს გახდა ფასიანი ქაღალდების კომისიების საერთაშორისო ორგანიზაციის (IOSCO) მუდმივი წევრი. აღნიშნული ზედამხედველის, როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულატორის რეპუტაციას აამაღლებს. ამასთან, IOSCO-ს მუდმივი წევრობა გააფართოებს საერთაშორისო ბაზრებთან ინტეგრაციის შესაძლებლობას, ხოლო ეროვნულ ბანკს საშუალებას მისცემს სხვა ქვეყნების რეგულატორებთან ურთიერთთანამშრომლობისა და შესაბამისი ინფორმაციის მიმოცვლის მეშვეობით, კაპიტალის ბაზრის ეფექტიანი ზედამხედველობა უზრუნველყოს. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ კაპიტალის ბაზრის განვითარების მრავალი სტანდარტი ზუსტად IOSCO-ის მიერ გამოქვეყნებულ პრინციპებს ეფუძნება, რომლებთანაც დაახლოება წარმოდგენილი სტრატეგიის ფარგლებში გაგრძელდება.

სტრატეგიის შემუშავება მოხდა შესაბამისი სახელმწიფო უწყებების (მათ შორის ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, და საქართველოს ეროვნული ბანკი, კერძო სექტორის წარმომადგენლების (მათ შორის საქართველოს საფონდო ბირჟა), აზიის განვითარების ბანკის ექსპერტებისა და კონსულტანტების აქტიური ჩართულობით. ამასთან, საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს მიერ, პარტნიორი სახელმწიფო უწყებების ჩართულობით შემუშავებული საქართველოს 2023-2028 წლების კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიისა და 2023-2024 წლების სამოქმედო გეგმის პროექტების განხილვისა და მოსაზრებების მიღების მიზნით, სამინისტროს ორგანიზებით გაიმართა 2 შეხვედრა (2020 წლის აგვისტოსა და 2022 წლის ოქტომბერში) დაინტერესებულ მხარეებთან და კაპიტალის ბაზრის რეგულირებულ სუბიექტებთან. დამატებით, 2022 წლის 3 ოქტომბერს კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიისა და სამოქმედო გეგმის პროექტები განთავსდა ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს ვებ-გვერდზე (economy.ge). სტრატეგიისა და პროექტის შესახებ ჯამში მიღებულ იქნა 20 რეკომენდაცია, რომელთაგან 12 იქნა გათვალისწინებული, 6 ნაწილობრივ გათვალისწინებული, ხოლო 2 არ იქნა გათვალისწინებული.

სტრატეგიის მიზანი 1. კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა შესაბამისობაშია 2021-2025 წლების საქართველოს მცირე და საშუალო მეწარმეობის განვითარების სტრატეგიასთან, ასევე, სტრატეგიის ამოცანა 1.1 ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება შესაბამისობაშია 2022-2025 წლების მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიასთან.

## სიტუაციის ანალიზი

### მეთოდოლოგია

წინამდებარე სიტუაციის ანალიზი ეფუძნება პრობლემის ხის მეთოდოლოგიას, რომელიც მოიცავს შემდეგ ძირითად ნაბიჯებს:

- სექტორში არსებული ძირითადი პრობლემის გამოვლენა;
- ძირითადი პრობლემის გამომწვევი მიზეზების დადგენა;
- ძირითადი პრობლემის უარყოფითი შედეგების გამოვლენა

სექტორში არსებული ძირითადი პრობლემის გამოვლენის მიზნით შესწავლილ იქნა სექტორში არსებული სიტუაცია და ამ სიტუაციის სასურველ სიტუაციასთან შედარების შედეგად გამოვლენილი აცდენების ანალიზის გზით მოხდა ძირითადი პრობლემის იდენტიფიცირება. სექტორში არსებული სიტუაციის დიაგნოსტიკა ეყრდნობა მსოფლიო ბანკის მიერ შემუშავებულ ფინანსური სექტორის შეფასების პროგრამის (FSAP) ფარგლებში გაკეთებულ კაპიტალის ბაზრის განვითარების შესახებ მიმოხილვის დასკვნებს. FSAP-ის დასკვნები ასევე იქნა გამოყენებული ძირითადი პრობლემის გამომწვევი ფაქტორების და უარყოფითი შედეგების დასადგენად. FSAP დასკვნების გარდა სიტუაციური ანალიზი ასევე ეფუძნება სხვადასხვა დაინტერესებულ მხარეებთან და საერთაშორისო ექსპერტებთან განხორციელებულ კონსულტაციებს.

### სექტორში ჩატარებული რეფორმების შეჯამება

ბოლო რამდენიმე წლის მანძილზე მნიშვნელოვანი პროგრესი იქნა მიღწეული კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიმართულებით. მათ შორის მოხდა ეროვნული ბანკის კაპიტალის ბაზრის საზედამხედველო შესაძლებლობების გაძლიერება, ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგიის განახლება, პირველადი დილერების სისტემის ამოქმედება, ფინანსურ ინსტრუმენტებთან და ტრანზაქციებთან დაკავშირებით საგადასახადო რეფორმის განხორციელება და დაგროვებითი საპენსიო სქემის შემუშავება და მიღება.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების პირველი ანგარიში (შემდგომში „ძველი სტრატეგია“) შემუშავდა 2016 წლის გაზაფხულზე, რომელიც ამავე წლის მაისში მოწონებულ იქნა პრემიერ-

მინისტრის განკარგულებით<sup>1</sup>. ძველი სტრატეგია შემუშავდა სამუშაო ჯგუფის მიერ, რომელშიც ძირითად მონაწილეობას იღებდნენ საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო და საქართველოს ეროვნული ბანკი. ძველ სტრატეგიას არ გააჩნდა კონკრეტული განხორციელების წლები, თუმცა 2 წლიანი სამოქმედო გეგმის ფარგლებში (რომელიც მოიცავდა 2016 და 2017 წლებს მხოლოდ) 2022 წლის ჩათვლით რიგი მნიშვნელოვანი ღონისძიებები განხორციელდა. დერივატივების ბაზრის მიმართულებით შემუშავდა ახალი საკანონმდებლო ჩარჩო, რომლის საფუძველზეც მომზადდა ISDA-ს სამართლებრივი დასკვნა<sup>2</sup>. აღნიშნული დასკვნის საფუძველზე, საქართველოში დადებული დერივატივების ხელშეკრულება მიმზიდველი გახდა უცხოელი ინვესტორებისათვის. ძველი სტრატეგიით განსაზღვრული აქტივობების ფარგლებში, სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარების მიმართულებით გაგრძელდა მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, შემუშავდა ვალის მართვის სტრატეგია, როგორც 2019-2021 აგრეთვე 2022-2025 წლებისთვის და დაინერგა პირველადი დილერების ჩარჩო პროგრამა. აგრეთვე, გრძელვადიანი ადგილობრივი კაპიტალისა და დანაზოგების მობილიზებისათვის შემუშავდა და განხორციელდა სავალდებულო საპენსიო რეფორმა, რის შედეგადაც შეიქმნა საპენსიო სააგენტო. ამ მიმართულებით აგრეთვე აღსანიშნავია საინვესტიციო ფონდების ახალი საკანონმდებლო ჩარჩოს მიღებაც. ამ ყველაფერთან ერთად აგრეთვე აღსანიშნავია, რომ კოვიდ-19 პანდემიის დაწყებამდე, განხორციელებული ღონისძიებების შედეგად გამოიკვეთა ორი მნიშვნელოვანი მაკროეკონომიკური ტრენდი - რეალური ეკონომიკის ზრდიდან გამომდინარე დაფიქსირდა მოთხოვნის ზრდა გრძელვადიან კაპიტალზე და დაგროვებითი საპენსიო სქემისა და საინვესტიციო ფონდების გააქტიურებით გაჩნდა უფრო მეტი გრძელვადიანი ლარი. ეს ორი ტრენდი ბუნებრივად მიდრეკილია დაკავშირებისაკენ რაც ითარგმნება კაპიტალის ეფექტურ დაბანდებაში, თუმცა ამის განხორციელებას ხელს უშლის ღრმა ლიკვიდობის მქონე ფინანსური ინსტრუმენტების არარსებობა. ასევე მიუხედავად ძველი სტრატეგიით გათვალისწინებული წარმატებით განხორციელებული ზომებისა, კორპორატიული ბონდების ბაზრის, სადაზღვევო ბაზრის ჩართულობის და სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიმართულებით დარჩა აქტივობები, რომელთა განხორციელება და გადაწყვეტა ახალი 2023-2028 წლის სტრატეგიით არის გათვალისწინებული.

2016 წლიდან 2022 წლის ჩათვლით მიღებულ იქნა მთელი რიგი საკანონმდებლო აქტები და ცვლილებები და შემუშავდა შესაბამისი მარეგულირებელი ბაზა, რამაც შექმნა საქართველოს კაპიტალის ბაზრის შემდგომი განვითარების წინაპირობა.

---

<sup>1</sup> საქართველოს მთავრობის 2016 წლის 11 მაისის განკარგულება №791 „საქართველოს კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის შესახებ“ საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს ანგარიშის მოწონების თაობაზე

<sup>2</sup> დასკვნა ხელმისაწვდომია აღნიშნულ ბმულზე - <https://www.isda.org/2020/07/03/status-of-netting-legislation/>

ცხრილი 1 - სამართლებრივი აქტები და ცვლილებები, 2016-2022 წწ.

სამართლებრივი აქტი და ცვლილება	თარიღი	დაკავშირებული რეგულაციები და მარეგულირებელი ორგანოები
საქართველოს კანონი ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგებისა და აუდიტის შესახებ	2016	ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგებისა და აუდიტის ზედამხედველობის სამსახური (SARAS) შეიქმნა, როგორც დაკავშირებული მაკონტროლებელი ორგანო.
საქართველოს კანონი დაგროვებითი პენსიის შესახებ	2018	ეროვნულმა ბანკმა გამოაქვეყნა შესაბამისი რეგულაციები სპეციალიზებული სადეპოზიტო და საინვესტიციო პოლიტიკასთან დაკავშირებით
საქართველოს კანონი ფინანსური გირავნობის, ურთიერთგაქვითვისა და დერივატივების შესახებ	2019	
ცვლილება საქართველოს კანონში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ (გამჭვირვალობა და ინსაიდერული ვაჭრობა)	2020	ეროვნულმა ბანკმა გამოაქვეყნა გამჭვირვალობის შესახებ შესაბამისი რეგულაციები
საქართველოს კანონი საინვესტიციო ფონდების შესახებ	2020	ეროვნულმა ბანკმა გამოაქვეყნა შესაბამისი რეგულაციები საინვესტიციო ფონდების რეგისტრაციის, საქმიანობის, აქტივების მართვისა და სპეციალიზებული დეპოზიტარის შესახებ
საქართველოს კანონი რეაბილიტაციისა და კრედიტორთა კოლექტიური დაკმაყოფილების შესახებ	2020	
მწარმეთა შესახებ საქართველოს კანონი	2021	

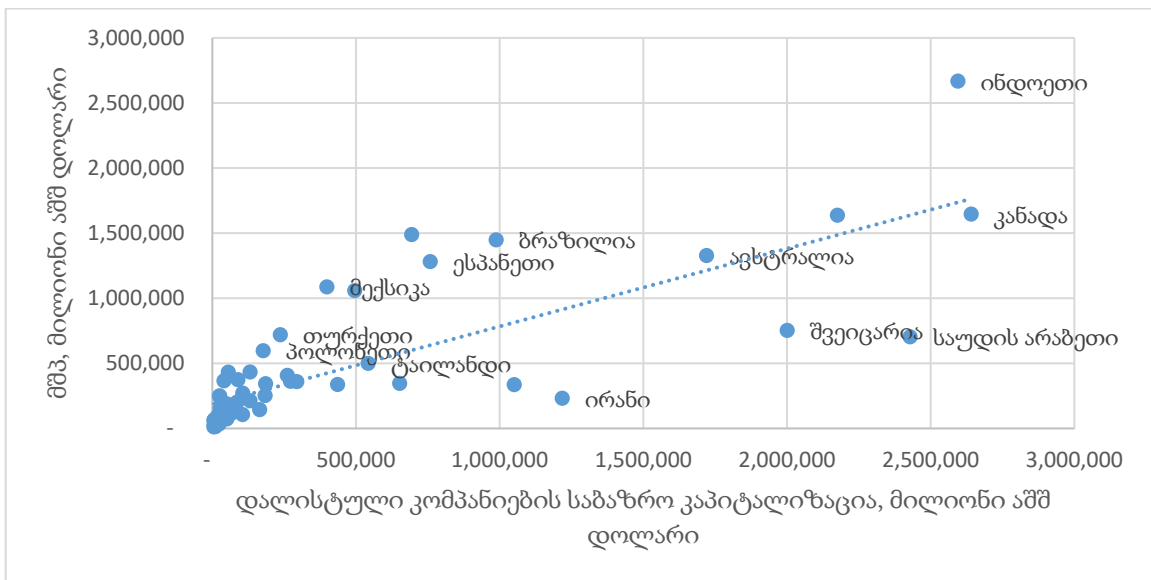
გატარებული ღონისძიებების შედეგად, საფუძველი ჩაეყარა კაპიტალის ბაზრის შემდგომ განვითარებას. კერძოდ, შეიქმნა ინსტიტუციური ინვესტორების სამართლებრივი ბაზა და დაარსდა მნიშვნელოვანი ინსტიტუციური ინვესტორი საპენსიო სააგენტოს სახით. აღნიშნული ხელს შეუწყობს ინვესტორთა ბაზის განვითარებას ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე. ამასთან, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ადგილობრივი ბაზრის განვითარებისთვის მნიშვნელოვანი ღონისძიებები განხორციელდა, რამაც ხელი შეუწყო ამ ბაზრის გაღრმავებას და სახელმწიფოს დაფინანსების თვალსაზრისით მნიშვნელოვანი საყრდენის შექმნას.



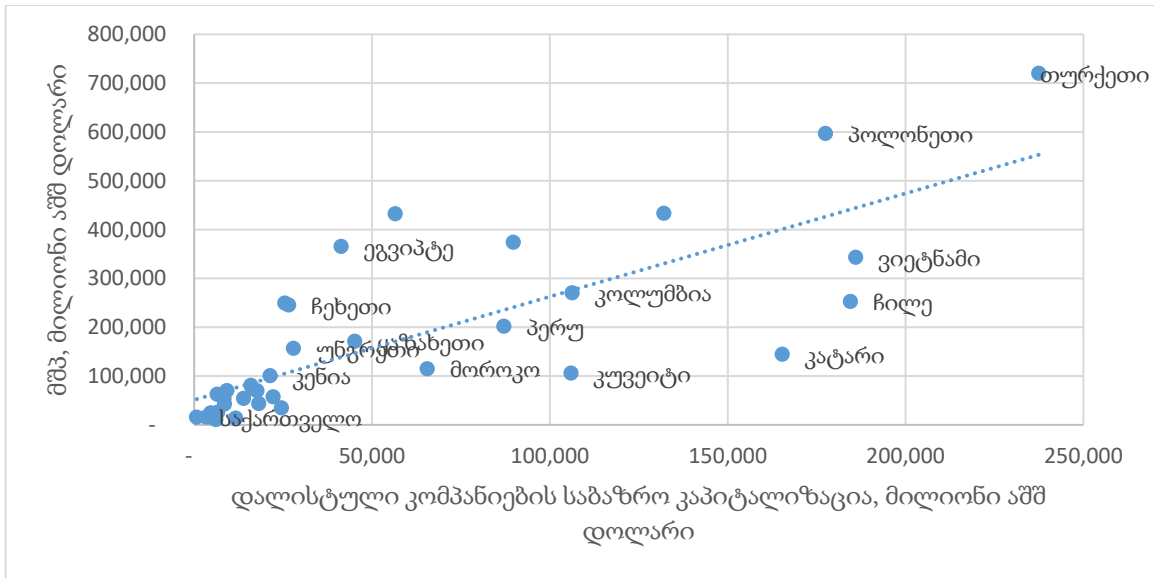
## მთავარი პრობლემა: ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარების დაბალი დონე

საქართველოს კაპიტალის ბაზრის მიმართულებით ძირითად პრობლემას წარმოადგენს განვითარების დაბალი დონე. საქართველოს კაპიტალის ბაზარი განვითარების ადრეულ სტადიაზეა და მისი განვითარების პოტენციალი დიდწილად განისაზღვრება ეკონომიკის ზომით, რომელიც ამჟამად მნიშვნელოვან შეზღუდვას წარმოადგენს ბაზრის განვითარებისთვის. ფინანსურ სექტორში ბანკების დომინანტობის და მაღალი დოლარიზაციის კონტექსტში, საქართველოს კაპიტალის ბაზარი გამოირჩევა პატარა მოცულობით და დაბალი ლიკვიდურობით, რაც პრობლემას წარმოადგენს, რადგან კაპიტალის ბაზრის განვითარება ხელს უწყობს ადგილობრივი დანაზოგების უფრო ეფექტურ მობილიზებას და ქმნის დაფინანსების წყაროების დივერსიფიცირების შესაძლებლობას კორპორატიულ და შინამეურნეობის სექტორებში. შესაბამისად ეკონომიკაში მსესხებლებსა და დამზოგველებს შორის კაპიტალის ალოკაცია არაეფექტური და შებოჭილია, რის ერთ-ერთი გამომწვევი მიზეზი რეგულირებული საბანკო სექტორის შეზღუდული რისკი-მომგებიანობის პროფილი და დანაზოგებისა და სესხების ბაზარზე საბანკო სექტორის კონცენტრაციაა.

კაპიტალის ბაზრის განვითარება ასევე დაკავშირებულია ეკონომიკური ზრდის ტემპთან. სექტორის განვითარების დონის საზომად თუ ავიღებთ საბაზრო კაპიტალიზაციას და ამ განზომილებაში საქართველოს შევადარებთ სხვა ქვეყნებს ეკონომიკური ზრდის ტემპის მიხედვით, დავინახავთ კორელაციას კაპიტალის ბაზრის განვითარების დონესა და ეკონომიკის განვითარების დონეს შორის. აღნიშნული თვალსაჩინოა, როგორც განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნების მაგალითზე (დიაგრამა 1) ასევე, მხოლოდ განვითარებადი ქვეყნების ჯგუფში (დიაგრამა 2). კორელაცია აგრეთვე, შესამჩნევია კაპიტალის ბაზრის შედარებით დაბალი განვითარების დონის ქვეყნებისთვის.

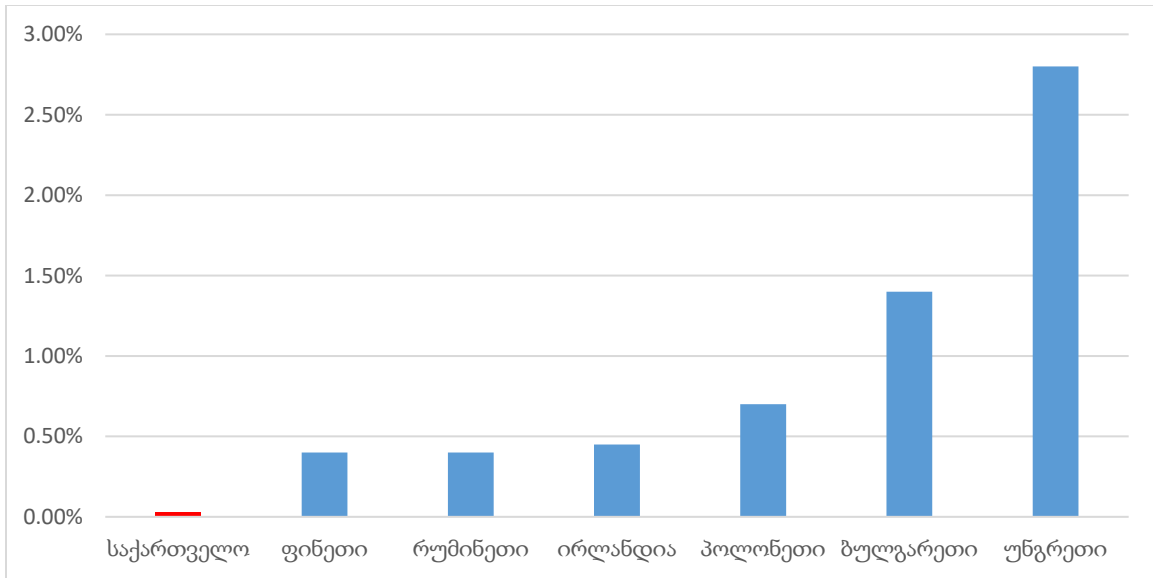


დიაგრამა 1 - სხვადასხვა ქვეყნების საბაზრო კაპიტალიზაცია და მშპ, 2020 წ. (წყარო: მსოფლიო ბანკი)



**დიაგრამა 2** - მცირე საბაზრო კაპიტალიზაციას მქონე ქვეყნების საბაზრო კაპიტალიზაცია და მშპ, 2020 წ. (წყარო: მსოფლიო ბანკი)

კაპიტალის ბაზრის დაბალი განვითარება გულისხმობს იმას, რომ ბაზარზე არსებობს როგორც ფინანსური ინსტრუმენტების ემისიების ნაკლებობა, ისე ინვესტორთა (ან ინვესტიციების) სიმწირე. საქართველოს კაპიტალის ბაზრის უმსხვილეს ნაწილს წარმოადგენს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რომლის მეორადი ბაზარი არის შედარებით არააქტიური. დიაგრამა 3 გვიჩვენებს რომ სახელმწიფო ობლიგაციების მეორადი ბაზრის აქტივობა ანალოგიურ ქვეყნებთან შედარებით დაბალია, რაც პრობლემას წარმოადგენს ზოგადად კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის, რადგან ლიკვიდური მეორადი ბაზარი ხელს უწყობს საორიენტაციო (ე. წ. ბენჩმარკ) შემოსავლიანობის მრუდის ჩამოყალიბებას, რაც თავის მხრივ კაპიტალის ბაზრის სხვა სეგმენტების განვითარების წინაპირობად მიიჩნევა. კარგად ჩამოყალიბებული ბენჩმარკ შემოსავლიანობის მრუდი წარმოადგენს საინვესტიციო ინსტრუმენტების შეფასებისთვის ერთერთ მთავარ ფაქტორს და მნიშვნელოვან როლს თამაშობს ისეთი კერძო სექტორული საინვესტიციო პროდუქტების განვითარებაში, როგორცაა კორპორატიული ობლიგაციები და სტრუქტურირებული ფასიანი ქაღალდები. ამ უკანასკნელს მიეკუთვნება როგორც სეკიურიტიზაციის შედეგად გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები, ასევე იპოთეკით დაცული ობლიგაციები. განვითარებული სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი ასევე ხელს უწყობს, როგორც ბაზრის მონაწილეების მიერ თავიანთი ლიკვიდურობის მართვას, ისე მონეტარული პოლიტიკის განხორციელებას.

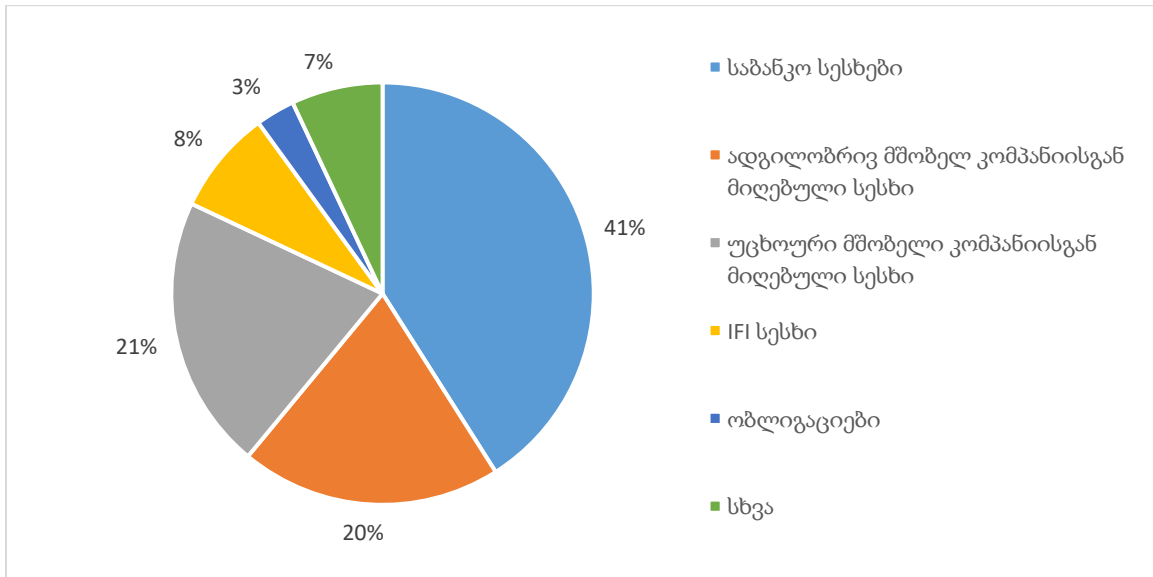


**დიაგრამა 3** - საქართველოსა და ანალოგიური ქვეყნების სახელმწიფო ობლიგაციების მეორად ბაზარზე არსებული საშუალო დღიური ბრუნვის მაჩვენებელი, 2021 წ. (წყარო: Association for Financial Markets in Europe (AFME), საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო)

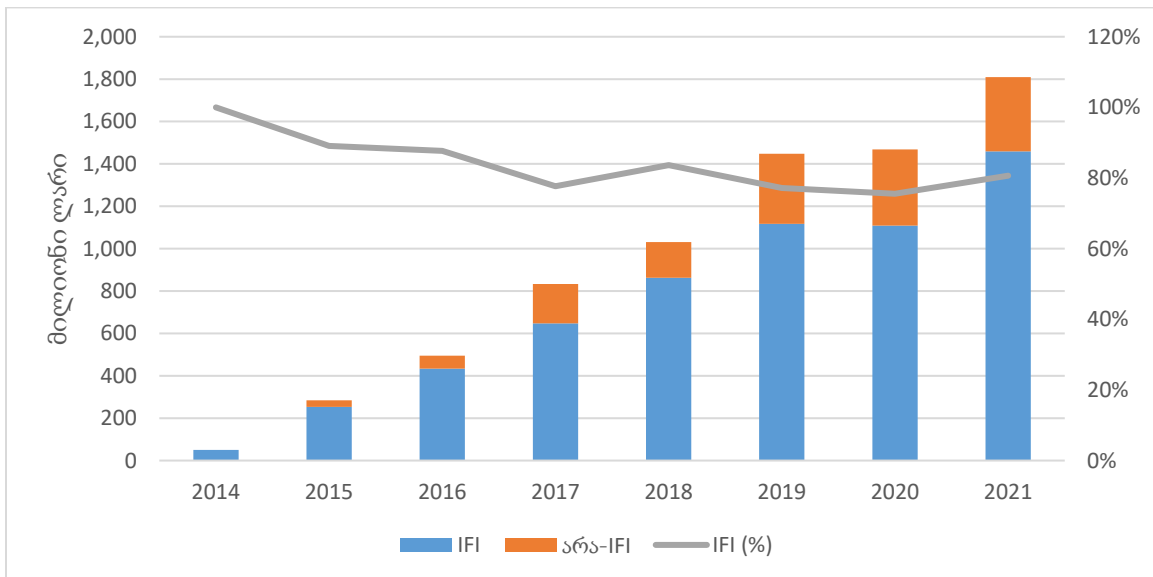
ადგილობრივი არასახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი ძირითადად წარმოდგენილია საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებით (IFI). 2021 წელს ლარში დენომინირებული არასახელმწიფო ობლიგაციების ნაშთი იყო 1,809 მილიარდი ლარი, რომლის 81%-ს წარმოადგენდა IFI-ების მიერ გამოშვებული ობლიგაციები. დიაგრამა 4 გვიჩვენებს, რომ 2019 წლიდან მოყოლებული ეს ტენდენცია მატულობს, რაც ნიშნავს რომ მხოლოდ ადგილობრივი კორპორაციების ჭრილში აღებული ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზარი არ იზრდება. მართლაც, 2021 წლის ბოლოს არა-IFI-ების მიერ გამოშვებული ობლიგაციების ნაშთი იყო 350 მილიონი ლარი, წინა წლის 359 მილიონ ლართან შედარებით. ბაზრის მცირე ზომა პრობლემას წარმოადგენს, რადგან კორპორაციები არ სარგებლობენ დაფინანსების ალტერნატიული წყაროებით, რაც ნიშნავს რომ ეკონომიკის განვითარებისთვის ვერ ხდება ფინანსური რესურსების სრული მობილიზება. ამასთან ერთად, 2021 წლის მდგომარეობით არასახელმწიფო ობლიგაციების 75% ლარში დენომინირებული იყო. თუმცა, თუ არ გავითვალისწინებთ IFI-ების მიერ გამოშვებულ ობლიგაციებს და თუ გავითვალისწინებთ მხოლოდ უმსხვილესი 500 კომპანიის მიერ გამოშვებულ ობლიგაციებს, მაშინ ეს მაჩვენებელი 20%-ამდე ვარდება, რაც ხელს უწყობს დოლარიზაციას და ეწინააღმდეგება მთავრობისა და ეროვნული ბანკის ლარიზაციის პოლიტიკას.

კორპორატიული სექტორის ვალი უმეტესწილად შედგება საბანკო სესხებისგან. 2018 წელს 500 უმსხვილესი კომპანიის მთლიანი ვალის 41%-ს წარმოადგენდა საბანკო სესხი, როგორც დანართი 5 გვიჩვენებს. საბანკო დაფინანსებაზე ზედმეტმა დამოკიდებულებამ შეიძლება გამოიწვიოს ქვეყნის ფინანსური რესურსის არაეფექტიანი მობილიზება. FSAP-ის დასკვნით კორპორაციების მზარდი რიცხვი უკვე უახლოვდება რეგულაციებით განსაზღვრულ დიდი

პოზიციების ლიმიტებს, რაც ნიშნავს რომ მათ მალე დასჭირდებათ დაფინანსების ალტერნატიული წყაროების გამოძიება.



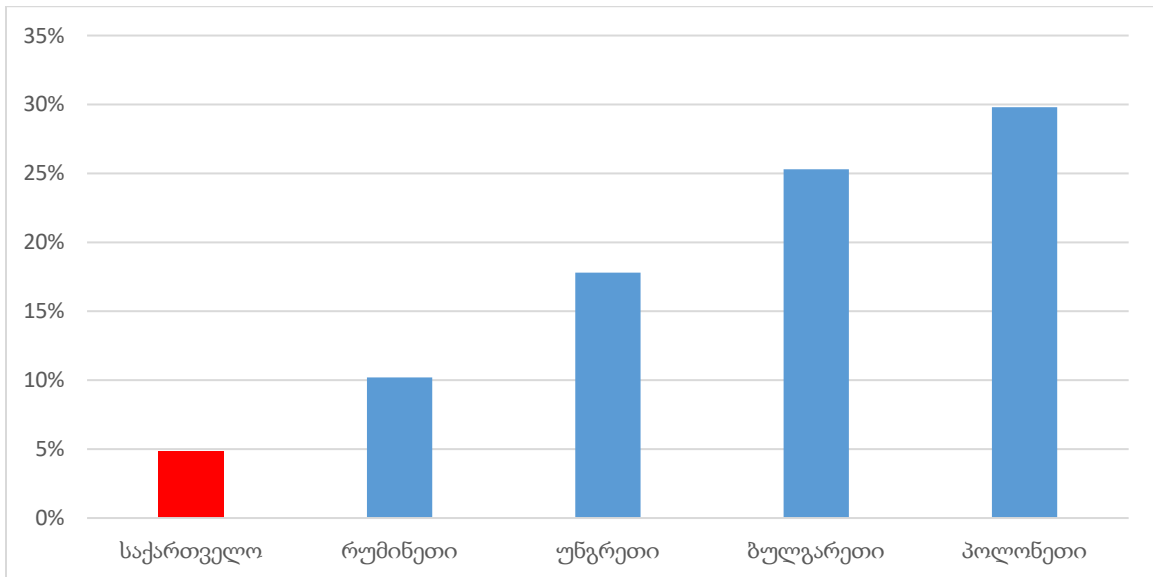
**დიაგრამა 4** - 500 უმსხვილესი არა-ფინანსური კომპანიის მთლიანი ვალის შემადგენლობა, 2018 წ. (წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი)



**დიაგრამა 5** - ადგილობრივ არასახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარზე საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების (IFI) წილი, 2014-2021 წწ. (წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი)

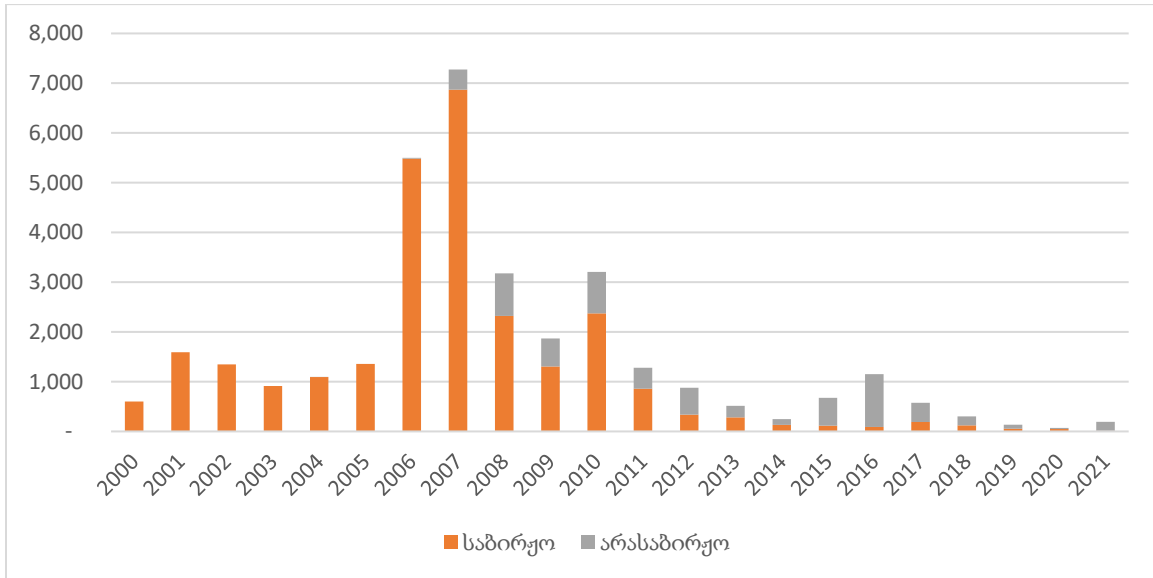
სააქციო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი გამოირჩევა მცირე ზომით და დაბალი ლიკვიდურობით. როგორც დიაგრამა 6 გვიჩვენებს, საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით საქართველო მნიშვნელოვნად ჩამორჩება ანალოგიურ ქვეყნებს. ამჟამად, საქართველოს

საფონდო ბირჟაზე სალისტინგო კატეგორიებში<sup>3</sup> სავაჭროდ დაშვებულია 4 კომპანია და არა-სალისტინგო კატეგორიაში - 4 კომპანია. 2021 წლის ბოლოს საფონდო ბირჟის მთლიან საბაზრო კაპიტალიზაციის 72.3%-ს წარმოადგენდა სს საქართველოს ბანკის აქციები. სავაჭრო ბრუნვის თვალსაზრისით არსებობს გამოკვეთილი უარყოფითი ტენდენცია. სავაჭრო გარიგებების რაოდენობამ პიკს მიაღწია 2007 წელს, ხოლო 2016-2021 წლებში ბირჟაზე განხორციელებული გარიგებების საშუალო წლიური ბრუნვა იყო 211,500 ლარი. არსებული გარემოება მიიჩნევა პრობლემად, რადგან სააქციო კაპიტალის ბაზარი წარმოადგენს დაფინანსების მნიშვნელოვან ალტერნატიულ წყაროს ქართული კორპორაციებისთვის და ამ ეტაპზე, ამ გზით არ ხდება ფინანსური რესურსის ეკონომიკური განვითარებისთვის სრული და ეფექტიანი მობილიზება. 2019 წელს EBRD-ის მიერ განხორციელებული დიაგნოსტიკური ანგარიშის მიხედვით, რომლის მიზანი საფონდო ბირჟის მომგებიანობის ანალიზი იყო, გამოიკვეთა, რომ 2007 წელს ე.წ. კონცენტრაციის წესის გაუქმებამ, რაც გულისხმობდა აქციებისა და ობლიგაციების სავალდებულოდ საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობას, გამოიწვია გარიგებების ბირჟიდან არასაბირჟო გარემოში გადანაცვლება. ამან კი თავის მხრივ შეაფერხა გამჭვირვალე ფასწარმოქმნა სავაჭროდ დაშვებულ აქციებზე. აღნიშნული წესით მოხდა ვაჭრობის ლიბერალიზება და ფრაგმენტაცია და გამოიწვია საფონდო ბირჟის ლიკვიდობის მკვეთრი ვარდნა. წესის გაუქმებით და არასაკმარისი რეგულირების ფარგლებში, თუ ბირჟაზე აქციათა ვაჭრობის საშუალო მოცულობა 2004-2007 წლებში 50 მილიონ ლარს შეადგენდა, მაშინ 2008-2011 წლებში ის 5 მილიონი ლარის ფარგლებში იყო, ხოლო თუ 2004-2007 წლებში საბირჟო გარიგებების საშუალო რაოდენობა 3,500 იყო, 2008-2011 წლებში ის 1,500 გახდა (დიაგრამა 7).



<sup>3</sup> საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული ქალაქები რომლებიც აკმაყოფილებენ საფონდო ბირჟის “საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ფასიანი ქალაქების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ” დებულების მოთხოვნებს. დებულების პირობები ხელმისაწვდომია შემდეგ ბმულზე [https://gse.ge/upload/Listin\\_Rules\\_GEO\\_3ade087b.pdf](https://gse.ge/upload/Listin_Rules_GEO_3ade087b.pdf) (2022 წლის 20 დეკემბრის მდგომარეობით).

**დიაგრამა 6** - საქართველოსა და ანალოგიურ ქვეყნებში სააქციო ფასიანი ქაღალდების საბაზრო კაპიტალიზაცია მშპ-სთან შეფარდებით, 2020 წ. (წყარო: მსოფლიო ბანკი)



**დიაგრამა 7** - აქციებზე განხორციელებული საბირჟო და არასაბირჟო გარიგებების რაოდენობა, 2000-2021 წ. (წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა)

საქართველოს კაპიტალის ბაზარი გამოირჩევა პატარა და ნაკლებად დივერსიფიცირებული ადგილობრივი ინსტიტუციურ ინვესტორთა ბაზით, უცხოური ინვესტორების შეზღუდული აქტივობით და საცალო ინვესტორების უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული პროდუქტებისთვის უპირატესობის მინიჭებით. ადგილობრივი ინსტიტუციურ ინვესტორთა ბაზა, გარდა კომერციული ბანკებისა გულისხმობს დაგროვებით საპენსიო სქემის ფონდს, სადაზღვევო სექტორს და „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის საფუძველზე დაარსებულ საინვესტიციო ფონდებს. მიუხედავად 2016-2018 წლებში მიღწეული მნიშვნელოვანი ზრდისა, სადაზღვევო სექტორი მაინც გამოირჩევა კაპიტალის ბაზარზე დაბალი აქტიურობით. მთლიანობაში, სადაზღვევო სექტორის აქტივების მხოლოდ 2% არის დაბანდებული ფინანსურ აქტივებში. საპენსიო ფონდი ამჟამად აკუმულაციის სტადიაშია, თუმცა მისმა აქტივებმა უკვე გადააჭარბა სადაზღვევო სექტორის მთლიან ფინანსურ აქტივებს. ამასთან, 2022 წლის ოქტომბრის მდგომარეობით „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“ კანონის საფუძველზე უკვე დაარსდა 4 საინვესტიციო ფონდი. ადგილობრივი ინვესტორთა ბაზის აქტიურობის ნაკლებობა მნიშვნელოვან პრობლემას წარმოადგენს, რადგან აკუმულირებული ფინანსური რესურსის ეფექტიანი მობილიზება არ ხდება და შესაბამისად, ეს რესურსი არ გამოიყენება ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობისთვის. ადგილობრივ ინსტიტუციურ ინვესტორებში ყველაზე მეტი აქტიურობა კომერციული ბანკების მხრიდან არის, რაც ზრდის ინვესტორთა კონკრეტული ტიპის კონცენტრაციას, ეს კი, თავის მხრივ, ბაზარზე ავითარებს მხოლოდ შეზღუდულ ინსტრუმენტებს.

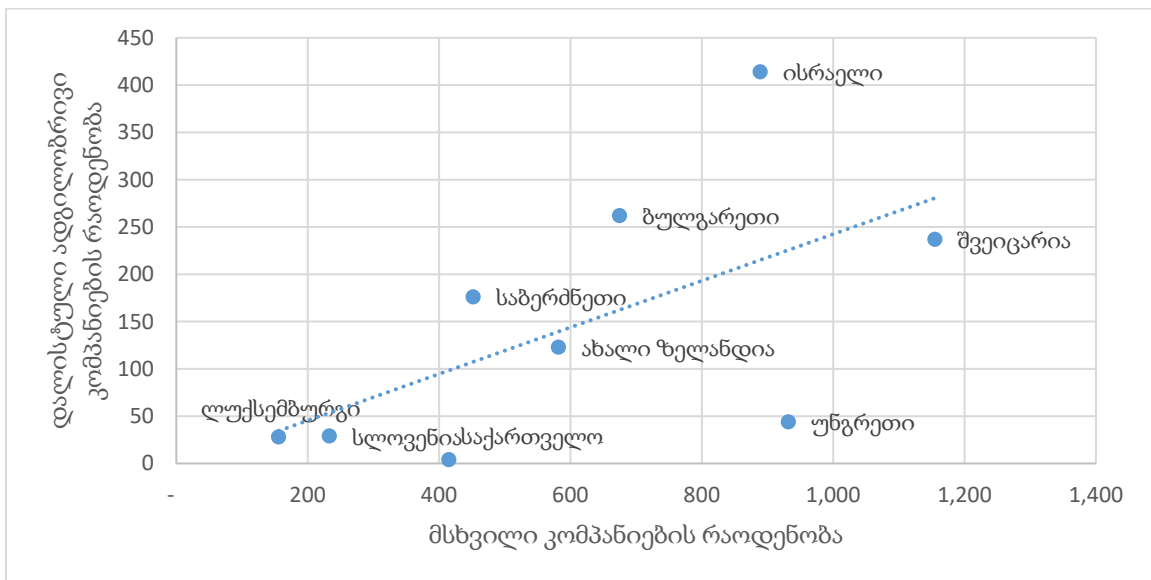
საცალო ინვესტორები მნიშვნელოვან უპირატესობას ანიჭებენ უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ საინვესტიციო პროდუქტებს. საცალო ინვესტორების დანაზოგების მნიშვნელოვანი წილი დაბანდებულია დოლარში დენომინირებულ დეპოზიტურ სერტიფიკატებში. მოცემული გარემოების შედეგად, კერძო დანაზოგების მნიშვნელოვანი წილის მობილიზება არ ხდება ლარში დენომინირებულ ინსტრუმენტებში და შესაბამისად იზღუდება ლარში დაფინანსების შესაძლებლობები კორპორაციებისა და შინამეურნეობებისთვის. ასევე, საცალო ინვესტორების შესახებ მონაცემები მწირია, რაც გამოწვეულია ფასიანი ქაღალდების ფლობის დანაწევრებული ინფრასტრუქტურით და საჭიროებს საერთაშორისო სტანდარტებთან მეტად დაახლოებას.

## პრობლემის გამომწვევი ფაქტორები

ეკონომიკის ამჟამინდელი ზომა, კორპორატიული სექტორის ფინანსურ მაჩვენებლებთან ერთად ზღუდავს ფასიანი ქაღალდების, როგორც ობლიგაციების, ისე აქციების ემისიებს

ეკონომიკის ზომა და კორპორატიული სექტორის ფინანსური მაჩვენებლები, მათ შორის პოტენციური ემიტენტების რაოდენობა, წარმოადგენს კაპიტალის ბაზრის განვითარების პოტენციალის განმსაზღვრელ ფაქტორს და განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია მსხვილი ინვესტორებისთვის, რადგან მათ გააჩნიათ საინვესტიციო ინსტრუმენტების მინიმალური მოცულობისა და ლიკვიდურობის მოთხოვნილება. 2022 წლის სექტემბრის მდგომარეობით ქართულ კომპანიათა 99,7% მცირე ან საშუალო ბიზნესს წარმოადგენდა. ამჟამად დროს, მსხვილი კომპანიების რაოდენობა წარმოადგენდა 504 კომპანიას. აღსანიშნავია, რომ, ანალოგიური ქვეყნების ჭრილში, კორპორატიული სექტორის სიდიდესა (მსხვილი კომპანიების რაოდენობა) და დალისტულ ადგილობრივი კომპანიების რაოდენობას შორის არსებობს აშკარა დადებითი კორელაცია, როგორც დიაგრამა 8 გვიჩვენებს. შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდების მიწოდებისთვის არსებითად მნიშვნელოვანია პოტენციური ემიტენტების საკმარისი რაოდენობა, რაც ეკონომიკის სიდიდეზეა დამოკიდებული. აღსანიშნავია, რომ ემიტენტების რაოდენობის ზრდა მცირე ეკონომიკის პირობებში ლიკვიდური მეორადი ბაზრის არსებობამ შესაძლოა გამოიწვიოს და კომპანიებს უბიძგოს კაპიტალის მოზიდვა ფასიანი ქაღალდების გამოშვების გზით (სასესხო თუ წილობრივი). თუმცა მეორადი ბაზრის განვითარების დაბალი დონე წილობრივ ფასიან ქაღალდებთან მიმართებით თავადაც მცირე ბაზრის ზომით არის გარკვეულწილად გამოწვეული, ხოლო სასესხო ფასიან ქაღალდებთან მიმართებით კომერციული ბანკების კონცენტრაციით. ეს უკანასკნელი ობლიგაციის მყიდველსაც წარმოადგენს და ეროვნულ ბანკში ნაყიდი ობლიგაციის დაგირავებით საკუთარი ლიკვიდობის მართვას ახორციელებს. გარდა ამისა, ბაზრის მცირე ზომიდან გამომდინარე და

ვინაიდან ემიტენტს შეუძლია საერთაშორისო საფონდო ბირჟებზე უფრო დიდი მოცულობის კაპიტალის მოზიდვა და თანაც უფრო ლიკვიდურ ბაზრებზე, ბირჟაც პირველადი საჯარო შეთავაზების კუთხით არ არის დატვირთული და არც ადგილობრივად ბევრი ემიტენტია. ეკონომიკის სიდიდესთან ერთად შემაფერხებელ ფაქტორად მიიჩნევა ეკონომიკის იმპორტზე დამოკიდებულება, რადგან შედარებით განვითარებულ საექსპორტო სექტორის შემთხვევაში უფრო მეტი მსხვილი კომპანია იარსებებდა, რაც გაზრდიდა ფასიანი ქაღალდების პოტენციური ემიტენტების რაოდენობას და შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდების, როგორც ობლიგაციების, ისე აქციების მიწოდებას.



**დიაგრამა 8** - დალისტული ადგილობრივი კომპანიების რაოდენობასა და მსხვილი კომპანიების საერთო რაოდენობას შორის დადებითი კორელაცია, 2019 წ (წყარო: მსოფლიო ბანკი, ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაცია)

ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის ნაკლებობა აფერხებს ფასიანი ქაღალდების, როგორც ობლიგაციების, ისე აქციების ემისიების განვითარებას

დღესდღეობით, ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე სახელმწიფო საწარმოს მიერ არცერთი ფასიანი ქაღალდი არაა გამოშვებული. ამას განაპირობებს სახელმწიფო საწარმოების კორპორატიული მმართველობის არასათანადო დონე საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკასთან მიმართებით. ამას ემატება ის ისტორიული გარემოება, როდესაც სახელმწიფო საწარმოების დიდი ნაწილის პრივატიზირება მოხდა საფონდო ბირჟის დაარსებამდე. ამჟამინდელი სახელმწიფო საკუთრებაშია 346 საწარმო, რომლებიდანაც 2020 წელს 22-ს გააჩნდა 20 მილიონ ლარზე მეტი ბრუნვა. შესაბამისად, სახელმწიფო საწარმოების ფასიანი



ქალაქების ემისიების გზით კაპიტალის ბაზარზე ჩართულობის აშკარა პოტენციალი არსებობს, რომლის რეალიზაცია არ ხდება.

სტაბილური ბენჩმარკ შემოსავლიანობის მრუდის არ არსებობა დაბრკოლებას წარმოადგენს ინსტიტუციურ და საცალო ინვესტორთა ბაზის განვითარებისთვის

2021 წლის ბოლოს მთლიანი სახელმწიფო ვალი მშპ-ს 52%-ს შეადგენდა, ხოლო 2020 წლის ბოლოს ეს მაჩვენებელი იყო 63%. საშინაო ვალის წილი მთლიან სახელმწიფო ვალში 2021 წლის ბოლოს იყო 19%, ხოლო 2020 წელს - 20%. საგარეო ვალის დომინანტური წილი სახელმწიფო ვალის შემადგენლობაში აფერხებს სახელმწიფო ობლიგაციების ადგილობრივი ბაზრის განვითარებას და ბენჩმარკ შემოსავლიანობის მრუდის ჩამოყალიბებას, რადგან საგარეო ვალის დომინანტური წილი პირდაპირ ზღუდავს საშინაო ვალის მთლიან მოცულობას და შესაბამისად, ადგილობრივ ბაზარზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და მეორად ბაზარზე ლიკვიდურობა იზღუდება.

ლიკვიდური მეორადი ბაზრის განვითარების გზით სტაბილური შემოსავლიანობის მრუდის ჩამოყალიბების ხელშესაწყობად საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ 2018 წელს დაიწყო სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარზე ე.წ. ბენჩმარკ ბონდების რეგულარული ემისია. აღნიშნული ინსტრუმენტი, რომლის ვადიანობა არის 2, 5 ან 10 წელი, წარმოადგენს გამსხვილებული ემისიებს წინასწარ ცნობილი პერიოდულობით და თანაბარი მოცულობებით. ბენჩმარკ ბონდების ემისიების მიზანს წარმოადგენს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კონცენტრაცია მცირე რაოდენობის ინსტრუმენტში და შესაბამისად ამ ინსტრუმენტებში მეორადი ვაჭრობებისა და ლიკვიდურობის ზრდა. 2022 წლის სექტემბრის მდგომარეობით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მთლიანი მოცულობა შეადგენდა 5,790 მილიონ ლარს, რომლის 88,7% კონცენტრირებული იყო 11 ბენჩმარკ ბონდში, ხოლო 22 არა ბენჩმარკ ობლიგაცია შეადგენდა მთლიანი მოცულობის 11,3-ს%. მიუხედავად ბენჩმარკ ბონდების დომინანტური წილისა, FSAP-ის დასკვნით ამ ინსტრუმენტების შეზღუდული მოცულობის გაზრდა რჩება პრაქტიკულ გამოწვევად. ამასთან, FSAP-ის დასკვნით სახელმწიფოს მიერ 2021 წელს ევროობლიგაციის ემისიამ მნიშვნელოვნად შეზღუდა ბენჩმარკ ობლიგაციების ემისიების მოცულობა, რადგან მისი დიდი მოცულობიდან გამომდინარე საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარზე გამოვლინდა განდევნის ეფექტი სხვა (განსაკუთრებით ლარში დენომინირებულ) სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან მიმართებით.

ცხრილი 2 - საქართველოს მთლიანი სახელმწიფო ვალი, 2022 წ. სექტემბერი (წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო)

	ათასი ლარი	%
<b>მთლიანი სახელმწიფო ვალი</b>	<b>28,195,093</b>	<b>100.0%</b>
<b>სახელმწიფო საშინაო ვალი</b>	<b>6,716,475</b>	<b>23.8%</b>
სახაზინო ფასიანი ქაღალდები	6,393,232	22.7%
სხვა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები	280,846	1.0%
საბიუჯეტო ორგანიზაციების სესხის სახით არსებული ვალი	42,397	0.2%
<b>სახელმწიფო საგარეო ვალი</b>	<b>20,282,956</b>	<b>71.9%</b>
მრავალმხრივი კრედიტორები	14,862,300	52.7%
ორმხრივი კრედიტორები	3,999,740	14.2%
ევროობლიგაცია	1,417,600	5.0%
გარანტირებული კრედიტორები	3,316	0.0%
<b>საქართველოს ეროვნული ბანკის საგარეო ვალი</b>	<b>1,195,662</b>	<b>4.2%</b>

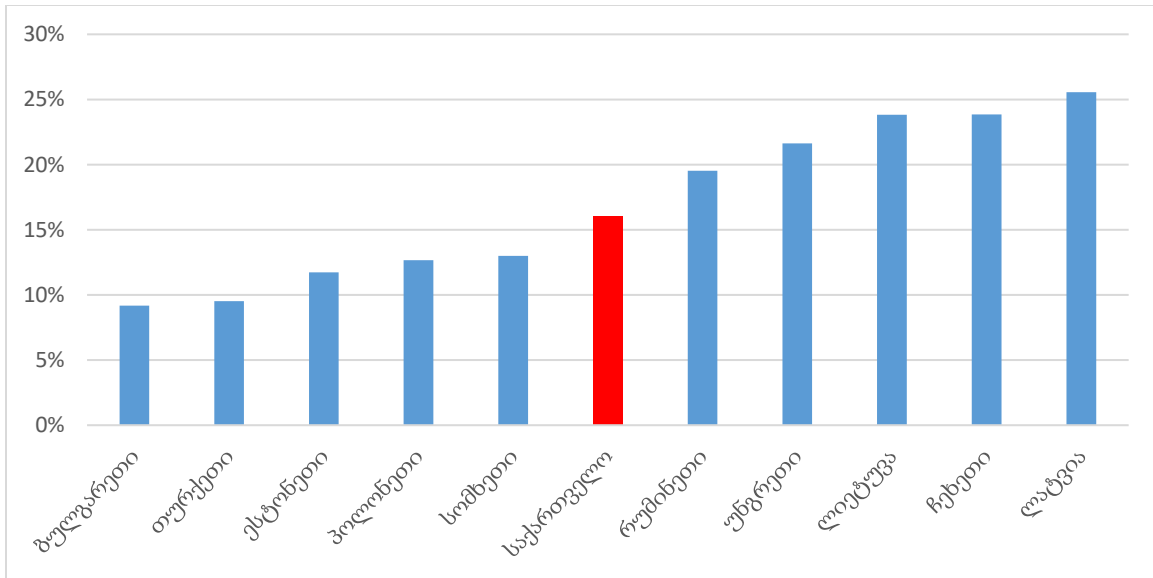
ცხრილი 3 - ბენჩმარკ და არა-ბენჩმარკ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა და მოცულობა, 2022 წ. სექტემბერი (წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო)

ობლიგაციის სახეობა	რაოდენობა	მოცულობა (ლარი)
ბენჩმარკ	11	5,134,968,000
არა-ბენჩმარკ	22	655,520,000
<b>სულ</b>	<b>33</b>	<b>5,790,488,000</b>

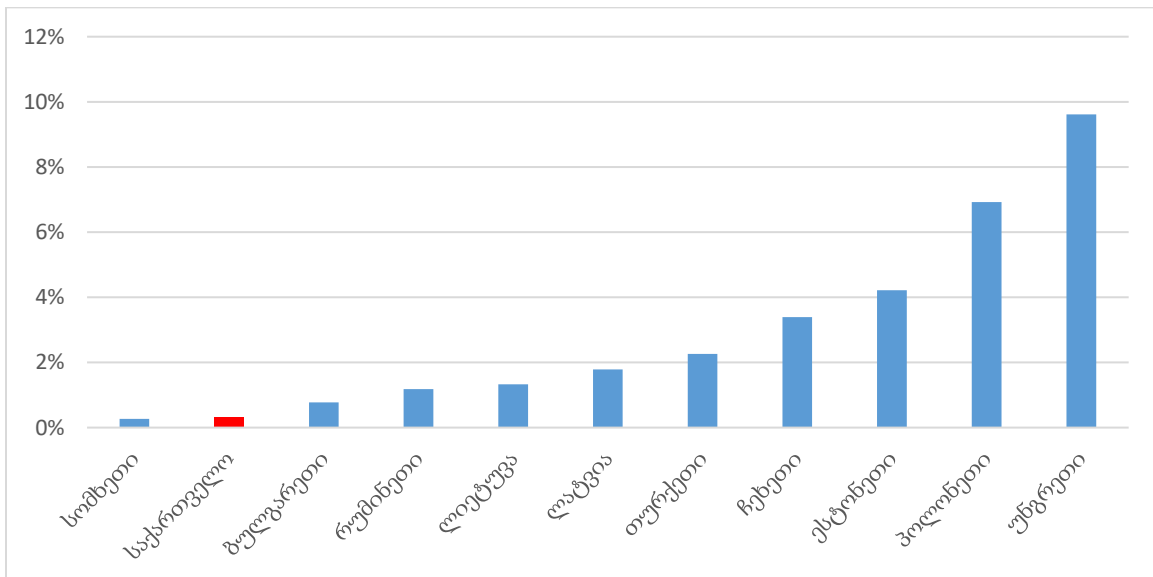
სტაბილური ბენჩმარკ შემოსავლიანობის მრუდი სხვადასხვა ვადიანობის ლარში დენომინირებულ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობას და შესაბამისად, ფასს აფიქსირებს. თავის მხრივ, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის მრუდი წარმოადგენს არასახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შეფასების ძალზედ მნიშვნელოვან პარამეტრს, რადგან ის წარმოადგენს ლარში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობას საბაზისო რისკთან მიმართებით, რომელსაც ემატება ამ ფასიან ქაღალდის სპეციფიკურ რისკთან დაკავშირებული ნამატი. შესაბამისად, შემოსავლიანობის მრუდის არსებობა წარმოადგენს არასახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ფასწარმოქმნის აუცილებელ წინაპირობას, ხოლო მისი არარსებობის პირობებში ინვესტორებს არ გააჩნიათ ფასიანი ქაღალდების შეფასების შედარებითი ბაზისი. ასეთ პირობებში, ინვესტორთა ბაზის განვითარება შეფერხებულია, რადგან პოტენციურ ინვესტორებს, როგორც ინსტიტუციურ, ისე საცალო ინვესტორებს, არ გააჩნიათ საკმარისი ნდობა მათ მიერ გაკეთებულ შეფასებებში და შესაბამისად, მათი მზადყოფნა ფინანსური რესურსის კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებში მობილიზებისთვის დაბალია.

ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე უცხოური ინვესტორების ნაკლებობა ზღუდავს ინვესტორთა ბაზრის განვითარებას

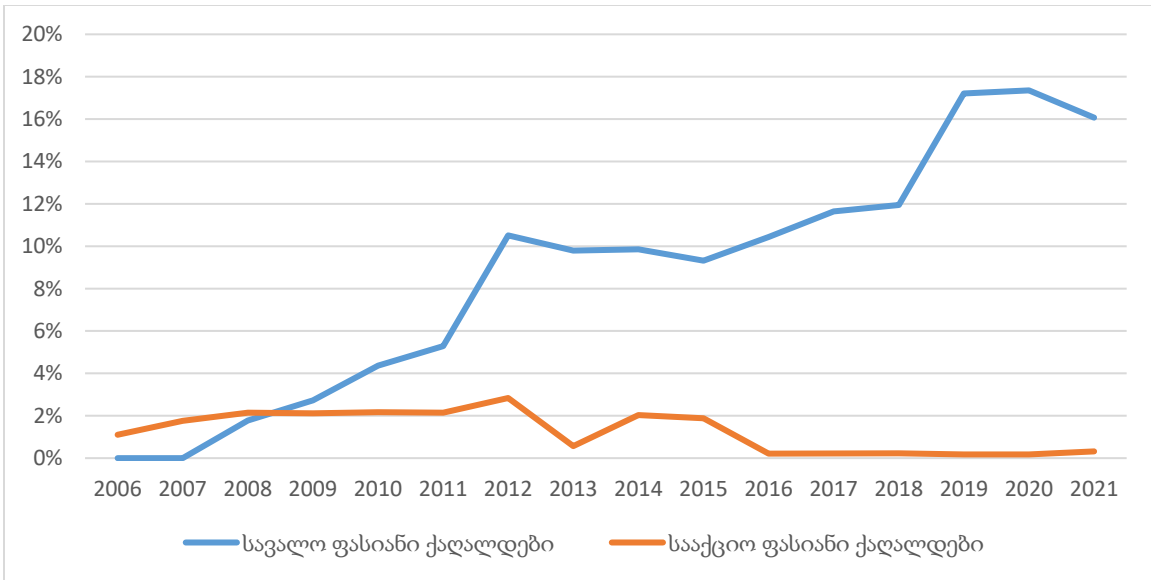
სააქციო კაპიტალის ბაზარზე უცხოური ინვესტორების მონაწილეობა დაბალია ანალოგიურ ქვეყნებთან შედარებით, როგორც დიაგრამა 10 გვიჩვენებს. მაშინ როდესაც უცხოელების მიერ სავალო ფასიანი ქაღალდების ფლობაში 2008 წლიდან მოყოლებული გამოკვეთილია ზრდის ტენდენცია, უცხოელების მიერ სააქციო ფასიანი ქაღალდების ფლობა 2015 წელთან შედარებით 83%-ით არის შემცირებული, როგორც დიაგრამა 11 გვიჩვენებს. არსებული მდგომარეობა არასახარბიელოა კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა ბაზის განვითარებისთვის, რადგან საერთაშორისო პორტფელური ინვესტიციების უზარმაზარი ნაკადები (2021 წელს გლობალური აქტივების მმართველების ჯამური აქტივების ღირებულებამ 112 ტრილიონ დოლარს მიაღწია, ხოლო ამ სახსრების ნაკადები 4.4 ტრილიონ დოლარს წარმოადგენდა) გვერდს უვლის საქართველოს კაპიტალის ბაზარს, და, შესაბამისად, მობილიზებული რესურსის თვალსაზრისით, ინვესტორთა ბაზა მის სრულ პოტენციალს ჩამორჩება.



**დიაგრამა 9** - სავალო ფასიანი ქაღალდების უცხოური ინვესტორების მერ ფლობა მშპ-სთან შეფარდებით საქართველოსა და ანალოგიურ ქვეყნებში, 2021 წ. (წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი)



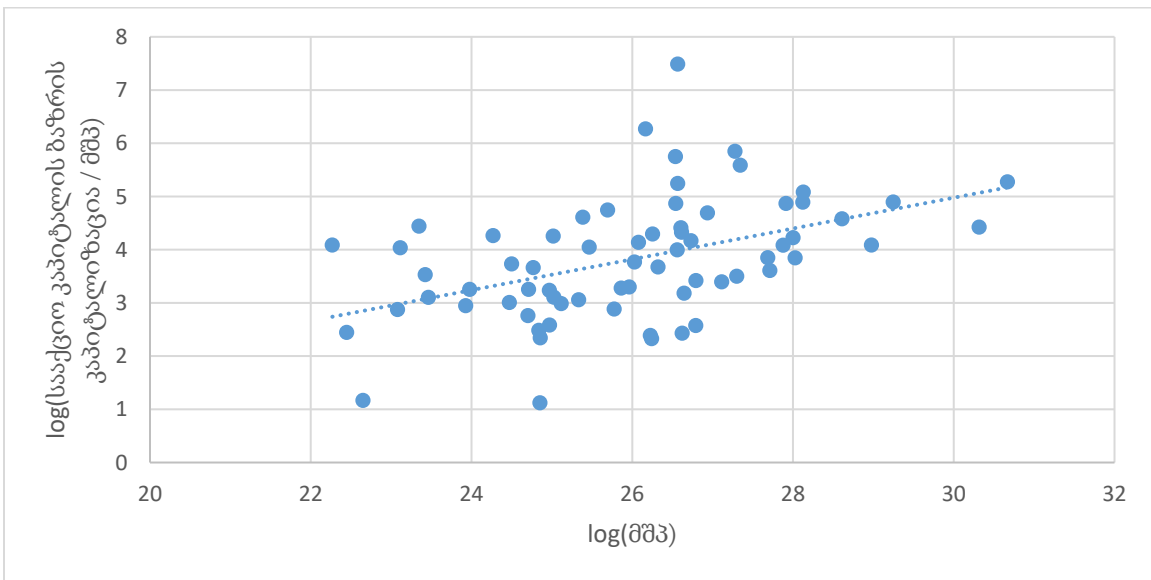
**დიაგრამა 10** - სააქციო ფასიანი ქაღალდების უცხოური ინვესტორების მერ ფლობა მშპ-სთან შეფარდებით საქართველოსა და ანალოგიურ ქვეყნებში, 2021 წ. (წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი)



**დიაგრამა 11** - სავალო და სააქციო ფასიანი ქაღალდების უცხოური ინვესტორების მიერ ფლობის დინამიკა 2006 – 2021 წწ. (წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი)

### უარყოფითი შედეგები

კაპიტალის ბაზრის განვითარების დაბალ დონეს, მოჰყვება მნიშვნელოვანი უარყოფითი შედეგები. Arestis, Demetriades, and Luintel (2001), Calderon and Liu (2002), და Carlin and Mayer (2003) ამტკიცებენ კავშირს კაპიტალის ბაზრის განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. დიაგრამა 12 ასახავს აღნიშნულ დადებით კავშირს.



**დიაგრამა 12** - დადებითი კორელაცია ეკონომიკურ ზრდასა და შორის (წყარო: მსოფლიო ბანკი)

შესაბამისად, თუ კაპიტალის ბაზარი დარჩება განვითარების დაბალ დონეზე, ეკონომიკური ზრდის დონეც ვერ მიაღწევს სრულ პოტენციალს. ეს გამოწვეულია იმ გარემოებით, რომ შეზღუდულია ეკონომიკაში არსებული ფინანსური რესურსის ეფექტიანი მობილიზების დონე, რაც იწვევს ინვესტიციის შეზღუდვას და ეკონომიკური ზრდის შენელებას.

განვითარებული კაპიტალის ბაზარი ასევე წარმოადგენს კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ გზას მეწარმეებისათვის, რომლის არ არსებობის შემთხვევაში, კერძო სექტორის დაფინანსების თვალსაზრისით იქმნება არაკონკურენტული გარემო, რაც თავის მხრივ დაკავშირებულია სექტორში ინოვაციის ჩახშობასთან და ფინანსური პროდუქტების მომხმარებლისთვის არაეფექტიან ფასწარმოქმნასთან.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების დაბალ დონეს უარყოფითი შედეგი ასევე გააჩნია სახელმწიფოს მდგრადი დაფინანსების თვალსაზრისით. კერძოდ, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ადგილობრივი ბაზრის შედარებით მცირე როლი სახელმწიფოს დაფინანსების თვალსაზრისით ხდის სახელმწიფოს იძულებულს, სასურველზე მეტად დაეყრდნოს უცხოურ ფინანსურ ბაზრებს თავისი საჭიროებების დასაფინანსებლად, რომლის შედეგადაც იღებს არასასურველ სავალუტო რისკს.

## სტრატეგიის ხედვა, მიზნები და ამოცანები

სიტუაციის ანალიზის შედეგად გამოიკვეთა, რომ კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიმართულებით ძირითად პრობლემას ფინანსური ინსტრუმენტებისა და ინვესტორთა ბაზის განვითარების თვალსაზრისით კაპიტალის ბაზრის განვითარების დაბალი დონე წარმოადგენს. საუკეთესო პრაქტიკების ანალიზის შედეგად, პრობლემასთან მიმართებით გამოიკვეთა პოლიტიკის 3 ალტერნატივა - (i) ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარება; (ii) ადგილობრივი კომპანიების და ინვესტორებისთვის საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე მოხერხებული და კარგად მართული წვდომის ხელშეწყობა; და (iii) რეგიონალური ინტეგრაცია. ალტერნატივების თავისებურებების გათვალისწინებით და საქართველოს ლარიზაციის პოლიტიკისა და ეკონომიკის მდგრადი განვითარების პრინციპებიდან გამომდინარე, ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარება მიიჩნევა საუკეთესო ალტერნატივად.

არჩეული ალტერნატივის შესაბამისად, რეალისტური მიდგომისა და პრაქტიკულობის კრიტერიუმების გათვალისწინებით, პრიორიტეტი მიენიჭა ორ მიზანს - (i) კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდას და (ii) კაპიტალის სტიმულირებასა და მობილიზებას ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის, შესაბამისი ამოცანებით, რომელთა განხორციელებაც მნიშვნელოვან გავლენას მოახდენს სფეროს განვითარებაზე.

აქვე გასათვალისწინებელია, რომ კაპიტალის ბაზრის განვითარების მთავარ დილემას წარმოადგენს მოთხოვნისა და მიწოდების განუვითარებლობის ურთიერთმიმართება. კერძოდ, სირთულე მდგომარეობს აქტივობების თანამიმდევრულობის განსაზღვრაში და ისეთ მოცემულობაში, სადაც არსებობს ურთიერთდამოკიდებულება კაპიტალის ბაზრის განვითარების აუცილებელ წინაპირობებს შორის. მაშინ როდესაც ბაზარზე ახალი ფასიანი ქაღალდების მიწოდების განვითარება (გაზრდილი ემისიების სახით) საჭიროებს ამ ფასიანი ქაღალდებზე შესაბამის მოთხოვნას (ინვესტორთა ბაზას), ამავე მოთხოვნის შესაქმნელად (ინვესტორთა ბაზის მობილიზებისათვის) საჭიროა ფასიანი ქაღალდების ფართო არჩევანი რომელიც ამ მოთხოვნას დააკმაყოფილებს. მართლაც, ბენჩმარკ შემოსავლიანობის მრუდი საჭიროა ინვესტორთა ნდობის სტიმულირებისათვის და შესაბამისად, ინვესტორთა ბაზის განვითარებისთვის, თუმცა, ამავე ბენჩმარკ შემოსავლიანობის მრუდის ჩამოყალიბებას სჭირდება ინვესტორთა ბაზის მობილიზება. შესაბამისად, წინამდებარე სტრატეგია ითვალისწინებს, რომ მიზნებს შორის არსებობს ურთიერთდამოკიდებულება და საჭიროა მათთან დაკავშირებული აქტივობების სწორი თანამიმდევრულობით განხორციელება.

შერჩეული მიზნებისა და ამოცანების შეთანხმება განხორციელდა უწყებათაშორისი კოორდინაციის ფარგლებში, რომელშიც ჩართულები არიან როგორც კაპიტალის ბაზრის

განვითარების სტრატეგიის განხორციელებაზე პასუხისმგებელი უწყებები, ასევე სხვა დაინტერესებული მხარეები.

## ხედვა

2028 წლისთვის საქართველოს კაპიტალის ბაზარი გადაიქცევა რეგიონში მოწინავე კაპიტალის ბაზრად. სახელმწიფო და არასახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი რეგიონის ქვეყნებს შორის იქნება მოცულობითა და ლიკვიდურობით გამორჩეული. საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი საყრდენი გახდება საქართველოს კაპიტალის ბაზარი.

## მიზანი 1: კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა

კაპიტალის ბაზარზე ფინანსური ინსტრუმენტების განვითარება გულისხმობს მოცემულ ეკონომიკურ პირობებში ახალი ფასიანი ქაღალდების ემისიების ხელშეწყობას, რათა ეკონომიკურმა სუბიექტებმა შეძლონ კაპიტალის ეფექტიანად მოზიდვა და ინვესტირებმა შეძლონ თავიანთი ფინანსური დანაზოგების ინვესტირება შესაბამის რისკზე მოთხოვნილებების გათვალისწინებით. საბოლოო ჯამში, ეს ხელს შეუწყობს ეკონომიკის ფინანსური რესურსის უკეთ მობილიზებას ქვეყნის მდგრადი განვითარებისთვის.

### *ამოცანა 1.1 ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება*

ამოცანა გულისხმობს, როგორც სახელმწიფო, ისე არასახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარებას. სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარების შედეგად მივიღებთ ლარში დენომინირებული სახელმწიფო ობლიგაციების პირველადი ბაზრის გაზრდილ მოცულობას და მეტად ლიკვიდურ მეორად ბაზარს. ეს, თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს არასახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარებას სტაბილური ბენჩმარკ შემოსავლიანობის მრუდის ჩამოყალიბების გზით. ამასთან ერთად, ლარში დენომინირებული სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარება სახელმწიფოს შეუქმნის საშინაო დაფინანსების სტაბილურ წყაროს და შესაძლებელს გახდის საგარეო ვალის წილის შემცირებას მთლიან სახელმწიფო ვალთან მიმართებით. ამ მიმართულებით შენარჩუნდება ბენჩმარკ ბონდების გამოშვების პოლიტიკა, რაც გულისხმობს დიდი მოცულობის გრძელვადიანი ობლიგაციების ემისიას. აღნიშნულის განხორციელებით შესაძლებელი იქნება საერთაშორისო სახელმწიფო სასესხო ინდექსებში მოხვედრა, რაც თავის მხრივ ხელს შეუწყობს არარეზიდენტი ინვესტიორების წილის ზრდას სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარზე. ყურადსაღებია ამ მიმართულებით თანმიმდევრულად ობლიგაციების საშუალო ვადიანობის ზრდაზე მიმართული ღონისძიებების გატარება და საჭიროებისა და მოთხოვნის შემთხვევაში



ინსტრუმენტების გაზრდა. აღნიშნული უფრო მეტ საყრდენს შეუქმნის არასახელმწიფო ობლიგაციების და აგრეთვე აქციების ბაზრის განვითარებას. ეს უკანასკნელი ღონისძიებები გატარდება იმგვარად, რომ არ მოახდინოს საწყის ეტაპზე სახელმწიფო ემისიების ფრაგმენტაცია, ამიტომ სტრატეგიით გათვალისწინებულ წლებსა და მომდევნო სამოქმედო გეგმებში მნიშვნელოვანია თანმიმდევრული მიდგომის შენარჩუნება. სახელმწიფო ობლიგაციების მეორადი ბაზრის განვითარების მიმართლებით გაგრძელება პირველადი დილერების პროგრამა და გათვალისწინებულ იქნება უკუგამოსყიდვის პროცედურის სრულყოფა მოთხოვნადი ემისიების მიმართ კალიბრაციით. ასევე ვაჭრობის წინარე და შემდგომი შედეგების გამჭვირვალობის უზრუნველსაყოფად მოხდება ფასების საჯაროდ გამჟღავნება, რაც ცალსახად უზრუნველყოფს ფასწარმოქმნას.

არასახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარება კომპანიებს შეუქმნის ეკონომიკური აქტივობის დაფინანსების დამატებით წყაროს. ამ მიმართულებით მნიშვნელოვანია გაფართოვდეს ინსტრუმენტთა ნუსხა, რომელიც ხელმისაწვდომია კომპანიებისათვის. სეკიურიტისაგან გზით ფასიანი ქაღალდის გამოშვება, აგრეთვე იპოთეკით დაცული ობლიგაციების გამოშვება ხელს შეუწყობს არალიკვიდური აქტივების ფინანსურ ინსტრუმენტად ქცევით კომპანიებს დამატებითი კაპიტალი მოიზიდონ და მიმართონ ისეთ ეკონომიკურად მნიშვნელოვან აქტივობებს როგორცაა რეგიონალური ზრდა, ახალი ბიზნეს სტრატეგიების იმპლემენტირება და სხვა. კომპანიების მიერ შესაბამისი სასესხო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით, ისინი შეძლებენ გამოინთავისუფლონ უზრუნველყოფაში ჩადებული ქონება, რასაც ისინი დღეს საბანკო სესხის მისაღებად ხმარობენ და ამრიგად ზრდაზე მიმართონ დამატებითი სახსრები. სტრატეგიის ფარგლებში აგრეთვე ტექნიკურად გადაიხედება ემისიის პროცესის ჩარჩო, რათა უფრო მოქნილი და ავტომატური იყოს კომპანიებისათვის ტრანზაქციის განხორციელება, აღნიშნულით კი შესაძლებელი იქნება ხარჯების ოპტიმიზების განხორციელებაც. გარდა ამისა განხორციელდება მიზანშეწონილობის შეფასება მუნიციპალური ობლიგაციების ინსტრუმენტის დანერგვასთან დაკავშირებით, რამდენადაც აღნიშნული დღეს არც არის ბაზარზე წარმოდგენილი და ობლიგაციების ბაზრისათვის და თვითმმართველობის დაფინანსებისათვის იგი წარმოადგენს ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტს.

ობლიგაციების ინსტრუმენტის მიმართებით საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდის უზრუნველსაყოფად შემუშავდება კონცეფცია, რომელიც ამ მიზნის განხორციელების გზამკვლევის როლს შეასრულებს. აღსანიშნავია, რომ არასახელმწიფო ობლიგაციების განვითარება ასევე მოიცავს ისეთი ობლიგაციების განვითარებას, რომელიც დაკავშირებულია გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი (ESG) ამოცანების გადაჭრასთან. ამგვარი ობლიგაციების ემიტენტი ვალდებულია იღებს რომ მოზიდულ სახსრებს მიმართავს გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი პრობლემების გადასაწყვეტად. შესაბამისად, მოცემული ამოცანა გულისხმობს მათ შორის, ისეთ საკითხებთან მიმართებით ფინანსური რესურსის მობილიზების ხელშეწყობას, როგორცაა გენდერული თანასწორობა,

შეზღუდული შესაძლებლობის მქონე პირებისა და ეთნიკური უმცირესობების წარმომადგენელთა მხარდაჭერა.

### *ამოცანა 1.2: ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება*

ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება გულისხმობს, როგორც აქციების პირველად ბაზარზე ემისიების ხელშეწყობას და მეორად ბაზარზე ლიკვიდურობის ზრდას, ისე წილობრივი ინვესტიციების სხვა მიმართულებების განვითარებას, როგორცაა კერძო და ვენჩერული კაპიტალის სექტორები. შედეგად მივიღებთ, როგორც კომპანიებისთვის ეკონომიკური აქტივობის დაფინანსების დამატებით ალტერნატივას, ისე ინვესტორებისთვის კომპანიების ეკონომიკურ ზრდისგან სარგებლობის უშუალო შესაძლებლობას.

აქციების პირველადი ბაზრის განვითარების თვალსაზრისით, პირველად საჯარო შეთავაზებას მნიშვნელოვანი როლი გააჩნია. ის წარმოადგენს კაპიტალის მოზიდვის ერთერთ საუკეთესო გზას კომპანიებისთვის, და ასევე, მნიშვნელოვან როლს თამაშობს კერძო და ვენჩერული კაპიტალის სექტორებში, როგორც საინვესტიციო პოზიციიდან გასვლის მომგებიანი საშუალება. შესაბამისად, სტრატეგიაში ყურადღება ექცევა პირველადი საჯარო შემოთავაზებების განვითარებას და მათი სიხშირის ზრდის ხელშეწყობას. როგორც სიტუაციურ ანალიზში გამოიკვეთა, ემისიების ზრდა მნიშვნელოვან როლს თამაშობს კაპიტალის ბაზრის განვითარებაში. ის აგრეთვე საფონდო ბირჟისათვის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი შემოსავლის წყაროსაც წარმოადგენს და ამ მიმართლებით შემუშავდება და დაინერგება პროგრამა რომელიც მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებს კონსულტაციის შედეგად საემისიოდ მოამზადებს და ემისიის პროცესში მხარს დაუჭერს. მსგავსი პროგრამა EBRD-ის მხარდაჭერით საპილოტედ 2022 წელს წარმატებით განხორციელდა. აღნიშნული ტენდენციის შესანარჩუნებლად მსგავსი პროგრამა გაგრძელდება რაც შედეგად მოგვცემს პირველადი საჯარო შეთავაზებისათვის მომზადებულ კომპანიებს - შეიქმნება ე.წ. dealflow საფონდო ბირჟისათვის. გარდა აღნიშნულისა ჩატარდება საინფორმაციო ხასიათის ღონისძიებები რათა ამაღლდეს ცნობადობა ზოგადად ამ პროდუქტებთან და კონკრეტულ ემისიებთან მიმართებით. ასევე გადაიხედება და შემუშავდება ე.წ. dual-listing-ის ჩარჩო, რაც გულისხმობს ორმაგ ლისტინგს, ისეთი კომპანიების, რომლებიც უკვე სხვა ქვეყნის ბირჟებზეა განთავსებული, აღნიშნულმა უნდა გაზარდოს აგრეთვე დალისტული კომპანიების რაოდენობა საქართველოში.

იმისათვის, რომ მცირე და საშუალო კომპანიები მომზადდნენ ლისტინგისათვის, აგრეთვე მნიშვნელოვანია ამ კომპანიებისათვის დამატებითი კერძო კაპიტალის მიწოდება. ამ მიმართულებით ჩამოყალიბდება პროგრამა, რომელიც კერძო კაპიტალის ფონდების და ვენჩერული ფონდების ჩამოყალიბებას წაახალისებს. ამგვარი საინვესტიციო ფონდების გაჩენით ბაზარზე, შეიქმნება სპეციალური კაპიტალი, რომლის მიწოდება მიმართული იქნება ზუსტად ასეთი სემენტის კომპანიებზე. არაერთი საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის მაგალითია, როდესაც სახელმწიფოს მხარდაჭერით შექმნილი კერძო კაპიტალის ფონდებმა

გარდამტეხი როლი ითამაშეს კაპიტალის ბაზრის განვითარებაში და ზუსტად ასეთი მექანიზმების დანერგვაზე მოხდება საქართველოში მუშაობა. გარდა ამისა შეფასებულ იქნება საბირჟო საინვესტიციო ფონდების ე.წ. Exchange-Traded-Funds (ETF)-ებისათვის საჭირო ჩარჩო და უძრავი ქონების საინვესტიციო ფონდებისათვის ე.წ. Real Estate Investment Trust (REIT)-ებისათვის საჭირო მექანიზმების შემოღება. აღნიშნული ფონდები, როგორც საცალო ასე ინსტიტუციური ინვესტორებისათვის დიდ ინტერესს წარმოადგენს, რადგან დივერსიფიცირებული პორტფელი გააჩნიათ. ამ ყველაფერთან ერთად ცალსახად შეფასდესაფონდო ბირჟის ირგვლივ რეგულაციები ევროკავშირის MiFID II-თან, ინტერესთა კონფლიქტის ჭრილიდან და ზოგადად თვითრეგულირებადობის პრინციპებთან მიმართებით. აქციების მეორადი ბაზრის განვითარება ასევე მნიშვნელოვანია ზოგადად სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის. ის წარმოადგენს აქციათა მფლობელთათვის საინვესტიციო პოზიციიდან გასვლის ან მისი გაზრდის, და შესაბამისად, საინვესტიციო პოზიციების საინვესტიციო მიზნებზე მორგების საშუალებას. ლიკვიდური მეორადი ბაზარი საჭიროა იმისთვის, რომ ბაზრის მონაწილეებს შეეძლოთ სავაჭრო გარიგებების დაუყოვნებლივ დადება ბაზარზე უპირატეს ფასად. შესაბამისად, პირველადი ბაზრის განვითარებასთან ერთად, სტრატეგია ითვალისწინებს სააქციო კაპიტალის მეორადი ბაზრის განვითარებასაც. ამ მიმართულებით მნიშვნელოვანია ინფრასტრუქტურული ღონისძიებების გატარება, კერძოდ შემოღებულ იქნება დემატერიალიზებული ფასიანი ქაღალდების ფლობის ჩარჩო და განვითარების შემდგომ ეტაპზე რისკის მართვის მექანიზმები. ლიკვიდური ბაზრის პირობებში მნიშვნელობას იძენს აგრეთვე ღია პოზიციების სწორი რისკის მართვა, ამისათვის უკვე არსებულ დერივატივების სამართლებრივ ჩარჩოზე დაშენდება დამატებითი ცენტრალიზებული და დაკრედიტებული ვაჭრობის წესები, რაც მხარეებს საშუალებას მისცემს ღია პოზიციების ჰიჯირებას. ამ უკანასკნელის სწორი იმპლემენტირებისათვის აგრეთვე ჩატარდება მიზანშეწონილობის კვლევა რისკის მართვის ინფრასტრუქტურის სწორი მოწყობისათვის.

ზედამხედველობის მიმართულებით გაგრძელდება რეგულაციების საჯარო გამოქვეყნების პრაქტიკა და დაინერგება საჯარო კონსულტაციების/კომენტარების ფორმატი აღნიშნულ რეგულაციებთან, რაც მეტად გამჭვირვალე და ინკლუზიურს გახდის საზედამხედველო პროცესს.

### *ამოცანა 1.3: სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე*

სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე გულისხმობს მათი მხრიდან მზადყოფნას გახდნენ ფასიანი ქაღალდების ემიტენტები, როგორც ობლიგაციების, ისე აქციების პირველად ბაზარზე. შედეგად გაიზრდება პოტენციური ემიტენტების რაოდენობა. ამისათვის გაუმჯობესდება სახელმწიფო საწარმოებში კორპორატიული მმართველობა, აგრეთვე სახელმწიფოს მხრიდან განისაზღვრება

საწარმოების მმართველობითი და მფლობელობითი სტრატეგიული მიზნები. აღნიშნულის შედეგად შესაძლებელი იქნება იმ სახელწმიფო საწარმოების იდენტიფიცირება, რომლებიც მზად არიან და ჭირდებათ კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტების მეშვეობით სახსრების მოზიდვა. ეს უკანასკნელი კი როგორც აღინიშნა, პირდაპირ გავლენას იქონებს ინსტრუმენტების რაოდენობის ზრდაზე. მას შემდეგ რაც დასრულდება სახელმწიფო საწარმოების კორპორატიზაციის პროცესი, განხილული იქნება კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენტის შემუშავება, რომელიც ასევე საცალო ინვესტორებისათვის იქნება შეთავაზებული. კერძოდ საინვესტიციო ფონდის სახით პორტფელის შექმნა, რომელიც რამოდენიმე საწარმოს აქციებს მოაქცევს ერთიან პორტფელში და ამგვარად იქნება შეთავაზებული საფონდო ბირჟაზე.

## მიზანი 2: კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის

ინვესტორთა ბაზის განვითარება გულისხმობს კაპიტალის ბაზარზე სხვადასხვა სახეობის ახალ ინვესტორთა წარმოქმნას და კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა ჩართულობის გაზრდას. შედეგად მივიღებთ კაპიტალის ბაზრის ფინანსურ ინსტრუმენტებზე მოთხოვნის გაზრდას, რაც მნიშვნელოვანია ზოგადად ბაზრის განვითარებისთვის და ხელს შეუწყობს ამ ინსტრუმენტების მიწოდების ზრდას. შესაბამისად, კაპიტალის ბაზრის სხვადასხვა სეგმენტებზე გაიზრდება მოცულობა და ლიკვიდურობა. ზოგად ეკონომიკურ ჭრილში, ინვესტორთა ბაზის განვითარება ხელს შეუწყობს ქვეყნის ფინანსური რესურსის მობილიზებას ეკონომიკის მდგრადი განვითარებისთვის.

ამ მხრივ, სტრატეგია ითვალისწინებს ინვესტორთა ბაზის განვითარებასთან მიმართებით დაბრკოლებების შემცირებას და ხელშემწყობი პირობების შექმნას.

### *ამოცანა 2.1: ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება*

ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება მოიცავს ისეთი მსხვილი ინვესტორების, როგორებიც არიან საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები და კერძო და ვენჩერული კაპიტალის ფონდები, წარმოქმნასა და გაფართოებას და მათ მიერ კაპიტალის ბაზარში ჩართულობის გაზრდას. შედეგად მივიღებთ დაგროვებული ფინანსური რესურსების მობილიზებას და მასშტაბის დადებით ეფექტს.

ამ მხრივ, სტრატეგია ითვალისწინებს ინვესტორთა ბაზის განვითარებისთვის ხელშემწყობი მაკროეკონომიკური გარემოს შექმნას და პოტენციური ინვესტორებისა და აქტივების მმართველი კომპანიების უკეთ ინფორმირებას სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტის (მაგ. დერივატივების) შესახებ. ინსტიტუციურ ინვესტორთა ბაზის განვითარების ამოცანის

გადაჭრა ასევე დამოკიდებულია ფინანსური ინსტრუმენტების მიწოდების განვითარებაზე, რაც ამ სტრატეგიის პირველ მიზანს წარმოადგენს. საყურადღებოა, რომ თუ პირველ მიზანში ვენჩერული და კერძო კაპიტალის ფონდების პროგრამები ემსახურება ემიტენტების ზრდას და ასევე REIT და ETF ინსტრუმენტები ბირჟაზე ვაჭრობის მიმართვას, მეორე მიზნის ფარგლებში ამ ინსტრუმენტების შექმნასა და ჩამოყალიბების მხარდაჭერაზეა საუბარი. კერძოდ, ვენჩერული და კერძო კაპიტალის ფონდების დაფუძნებისათვის დაინერგება მასტიმულირებელი მექანიზმები, რაც გულისხმობს ფონდებისათვის ექსპერტიზის, გარკვეული საწყისი კაპიტალის მიწოდებას და სხვა. ასევე საერთაშორისო პრაქტიკა აჩვენებს, რომ კაპიტალის ბაზარზე მნიშვნელოვან ინსტიტუციურ ინვესტორებს წარმოადგენენ ე.წ. ენდოუმენტ (endowment) ფონდები, ფონდები, რომლებიც ძირითადად შემოწირულობების ხარჯზე ახორციელებენ აქტივების მართვას. ასეთი ტიპის ფონდები ძირითადად უნივერსიტეტებსა და სამედიცინო დაწესებულებებს და სხვა სოციალური მნიშვნელობის ორგანიზაციებს გააჩნიათ. ამ მიმართულებით განხორციელდება მიზანშეწონილობის კვლევა თუ რამდენად არის საქართველოს ბაზარი მზად ამგვარი ფონდებისათვის სამართლებრივი ჩარჩოსა თუ საგადასახადო სტიმულირების მექანიზმების შემოღებისათვის.

როგორც ერთერთ უმსხვილეს ადგილობრივ ინსტიტუციურ ინვესტორს - საპენსიო სააგენტოს გააჩნია მნიშვნელოვანი როლი ზოგად ინსტიტუციურ ინვესტორთა ბაზის განვითარებაში. ამ მხრივ, სტრატეგია ითვალისწინებს საპენსიო სააგენტოს ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე არსებული მნიშვნელოვანი სტატუსის შენარჩუნებას და მისი საინვესტიციო მანდატის გაფართოებას. ამასთან ერთად, სტრატეგია ითვალისწინებს ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემების განვითარების ხელშესაწყობად შესაბამისი სამართლებრივი და მარეგულირებელი საფუძვლის შექმნას. ნებაყოფლობითი კერძო საპენსიო სქემების იმპლემენტირება შესაძლებელი იქნება აქტივების მმართველი კომპანიებისა და სადაზღვეო კომპანიების მიერ. ეს უკანასკნელი აგრეთვე წვლილს შეიტანს საფინანსო სექტორის დივერსიფიცირებაში სადაზღვეო კომპანიების ჯამური აქტივების ზრდის სახით. გარდა ნებაყოფლობითი კერძო პენსიისა, ასევე გადამუშავდება სიცოცხლის დაზღვევის ინსტრუმენტები, რისთვის საჭირო იქნება აქტუარული პროფესიის ხელშეწყობა და სწორი საგადასახადო პოლიტიკის შემოღება. სადაზღვეო სექტორის წილის ზრდის გარდა ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის დივერსიფიცირება პირდაპირ დაკავშირებულია საფინანსო სექტორის დივერსიფიცირებასთან, ამრიგად არაერთი კონკურენციაზე მიმართლი ღონისძიება იქნება გატარებული. ასეთია ფინტეკ კომპანიებისათვის სენდბოქსის რეჟიმის შემოღება, რომელიც ამ კომპანიებს საშუალებას მისცემს განავითარონ თავიანთი პროდუქტები შესაბამისად შემსუბუქებული რეგულირების ფარგლებში, სრულ იმპლემენტირებამდე. გარდა ამისა ჩატარდება კაპიტალის ბაზრის კონკურენციის შეფასების კვლევა, რომელიც დაადგენს ინტერესთა კონფლიქტის რგოლებს და კონკრეტული გარემოს შემაფერხებელ ფაქტორებს. კვლევის შედეგად კი დაინერგება შიდა ინსტრუმენტი, რომლის გამოყენებითაც საკანონმდებლო და მარეგულირებელი ღონისძიებები დაექვემდებარება

კონკურენტუნარიანობის ხელშეწყობის ტექსტს. FSAP-ის ერთ-ერთი რეკომენდაციის შესაბამისად აგრეთვე გადაიხედება მეორად ბაზარზე ღია ბაზრის ოპერაციების მექანიზმი.

ინსტიტუციური ინვესტორების განვითარებასთან ერთად, ასევე მნიშვნელობას იძენს რისკის მართვის ინსტრუმენტები. როგორც პირველ მიზანში აღინიშნა, ამ ინსტრუმენტების დანერგვის შემდგომ ჩატარდება საინფორმაციო ხასიათის ღონისძიებები ბაზრის მონაწილეებთან ამ ინსტრუმენტების გამოყენების ირგვლივ. აღნიშნული ინსტიტუციურ ინვესტორებს მეტ შესაძლებლობას მისცემს დივერსიფიცირებულად განახორციელონ თავიანთი ინვესტიციები და უფრო თამამად აკონტროლონ რისკიანი ღია პოზიციები.

### *ამოცანა 2.2: პროფესიონალებისა და საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა*

კაპიტალის ბაზართან მიმართებით პროფესიონალი გულისხმობს მომსახურების მიწოდებელს, რომელსაც გააჩნია შესაბამისი კვალიფიკაცია. პროფესიონალი შეიძლება იყოს ბროკერი, საინვესტიციო მრჩეველი, ფინანსური დაგეგმარების სპეციალისტი და სხვა. შესაბამისად, კაპიტალის ბაზარზე პროფესიონალების ჩართულობის გაზრდა გულისხმობს, როგორც პროფესიონალების რაოდენობისა და კვალიფიკაციის ზრდას, ისე პროფესიონალების მიერ მომსახურებების მიწოდების გაზრდას. აღნიშნული დაკავშირებულია საცალო ინვესტორების კაპიტალის ბაზარზე ჩართულობასთან, რადგან საცალო ინვესტორები წარმოადგენენ პროფესიონალების მიერ მიწოდებული მომსახურებების მნიშვნელოვან ბენეფიციარებს. კაპიტალის ბაზარზე პროფესიონალებისა და საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდის შედეგად განვითარდება ბაზარზე მიწოდებული მომსახურებები, ინსტრუმენტების ირგვლივ ცოდნა და მობილიზდება მნიშვნელოვანი ფინანსური რესურსი.

საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა ასევე ითვალისწინებს მათი მხრიდან ლარში დენომინირებული ფინანსური ინსტრუმენტებისადმი ნდობის გაზრდას და ფინანსური წიგნიერების ამაღლებას, რაც თავის მხრივ გულისხმობს პოტენციური საცალო ინვესტორების ცნობიერების ამაღლებას კაპიტალის ბაზარში ჩართულობიდან მიღებული სარგებლის და მისი დადებითი მხარეების შესახებ. აღსანიშნია, რომ საცალო ინვესტორების ჩართულობასთან დაკავშირებული სტრატეგიული მიმართულებები გრძელვადიან და ეტაპობრივ მიდგომას ითვალისწინებს.

ამ მიმართულებით გატარდება ისეთი ტიპის ღონისძიებები, როგორცაა ცნობადობის გაზრდაზე მიმართული კამპანიები, საუნივერსიტეტო კურიკულუმისათვის გათვალისწინებული პროგრამები და დაიხვეწება ინფორმაციული ონლაინ პორტალები. აღნიშნული შესაძლებლობას მისცემს საცალო ინვესტორებს გააჩნდეთ მეტი ინფორმაცია და თავიანთი დანაზოგები საბანკო დეპოზიტების გარდა მიმართონ კაპიტალის ბაზრის სხვა საჯარო ინსტრუმენტებში. ფინანსური მრჩეველების მხრივ, ისინი წარმოადგენენ საბროკერო კომპანიების ალტერნატივას. თუ საცალო ინვესტორისათვის მასზე მორგებული ფინანსური რჩევის მიცემა დღეს საბროკერო კომპანიებისათვის დიდი შემოსავლის მომტანი ბიზნეს

მიმართულება არ არის, ინდივიდუალური ფინანსური მრჩეველისათვის ეს ნიშური ბაზარია და პირდაპირ ემსახურება საცალო ინვესტორებისათვის და ზოგადად ქვეყანაში ფინანსური ცნობიერების ამაღლებას. ინდივიდუალური ფინანსური მრჩეველი საცალო ინვესტორს როგორც წესი უგეგმავს პირად ფინანსებს და ინვესტიციებს ინდივიდუალურად მისი საჭიროებებიდან გამომდინარე. აღნიშნული მომსახურება ასევე მოიცავს საპენსიო უზრუნველყოფისათვის შესაბამისი რჩევების მიცემას და სადზღვეო პროდუქტების საჭიროებებს (მაგ. სიცოცხლის დაზღვევის ყიდვას), ეს კი ამოცანა 2.1-ში დასაზღვეო პროდუქტების დისტრიბუციასაც შეუწყობს ხელს. მრჩეველი გარკვეულ შემთხვევაში დისკრეციულად შეიძლება მართავდეს კლიენტის ფინანსებს ან უბრალოდ რჩევით შემოიფარგლებოდეს. ამ საქმიანობის განვითარებისათვის ჩამოყალიბდება ფიდუციური ჩარჩო მრჩეველებისათვის და მათი გაერთიანების თვითრეგულირების პრინციპები. მას შემდგომ რაც შეიქმნება საცალო ინვესტორების შესაბამისი კრიტიკული რაოდენობის ბაზა და ფინანსურ მრჩეველთა ასოციაცია, მიზანშეწონილი იქნება დაინერგოს საცალო ინვესტორებისათვის ფასიანი ქაღალდების დაზღვევის ინსტრუმენტი, რაც გულისხმობს დეპოზიტების დაზღვევის მსგავს ინსტრუმენტს და რომელიც გარკვეული თანხის ფარგლებში საცალო ინვესტორებს დაუზღვევს მათ საბროკერო ანგარიშებზე რიცხულ ფასიან ქაღალდებს. აღნიშნული ინსტრუმენტი აპრობირებულია სხვა განვითარებულ ბაზრებზე და ხელს უწყობს საცალო ინვესტორების ნდობის გაზრდას კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებისა და ბაზრის შუამავლების მიმართ.

საცალო ინვესტორთა სეგმენტში გამოსაყოფია დაგროვილი კაპიტალის მქონე პირები, რომლებსაც ხშირად ჭირდებათ დაგროვილი კაპიტალის მართვა ე.წ. wealth management-ი. ამ მიმართულებით მოხდება ტრასტების აღიარებასთან დაკავშირებული ჰააგის კონვენციასთან მიერთება, ხოლო შემდგომ ეტაპებზე უკვე სატრასტო ინსტრუმენტის ეროვნულ კანონმდებლობაში იმპლემენტირება.

### *ამოცანა 2.3: უცხოური ინვესტიციების გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე*

უცხოური ინვესტიციების გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე გულისხმობს უცხოური ინვესტორების ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების (როგორც სახელმწიფო, ისე არასახელმწიფო) მიმართ ინტერესის გაზრდას და ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე მეტ ჩართულობას. ეს ხელს შეუწყობს ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე ვაჭრობის გაზრდილ მოცულობას, ლიკვიდურობასა და ეკონომიკის განვითარებისთვის დამატებითი ფინანსური რესურსის შემოდინებას.

უცხოური ინვესტიციების გაზრდა ასევე გულისხმობს ამისთვის ხელშემწყობი მაკროეკონომიკური გარემოს შექმნას. კერძოდ, უცხოურ ინვესტორებს უნდა შეეძლოთ მათი ლარში აღებული რისკის ჰეჯირება. შესაბამისად, სტრატეგია ითვალისწინებს ჰეჯირების ინსტრუმენტების გაუმჯობესებას ისე, რომ უცხოურ ინვესტორებს შეეძლოთ ლართან დაკავშირებული რისკების ეფექტიან ფასებში ჰეჯირება.

უცხოური ინვესტიციების გაზრდის მიმართულებით გასატარებელ ღონისძიებებს შორის მნიშვნელოვანია კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტების ირგვლივ საგადასახადო სახელმძღვანელოს შექმნა, რომელიც უცხოელ ინვესტორებთან მიმართებით აღნიშნული ინსტრუმენტებიდან გამომდინარე შესაძლო საგადასახადო ტვირთს ნათლად და ხელმისაწვდომად განმარტავს. ამის გარდა სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან მიმართებით განხორციელდება საერთაშორისო ინფორმაციული ღონისძიებები ე.წ. roadshow-ები.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიმართულებით და უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის კუთხით ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი იქნება MSCI და მსგავს ინდექსებში საქართველოს პოზიციონირება. MSCI და JP Morgan-ის ინდექსებში წილობრივი და სასესხო ფასიანი ქაღალდების მოხვედრის შედეგად, გაიზრდება ინტერესი საქართველოს მიმართ არამარტო პორტფელური ინვესტიციების კუთხით, არამედ პირდაპირი ინვესტიციების შემოდინებითაც, რამდენადაც საქართველოში გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები უკვე საერთაშორისო ინდექსების პორტფელის ნაწილს შეადგენენ. შესაბამისად სტრატეგიის ფარგლებში გატარებული ყველა ღონისძიება მოემსახურება ამ ორი ტიპის ინდექსში საქართველოს მოხვედრას.



## სტრატეგიის განხორციელება, მონიტორინგი და შეფასება

### განხორციელება

საქართველოს 2023-2028 წლების კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის განხორციელებას კოორდინაციას გაუწევს უწყებათაშორისი კომისია და სამუშაო ჯგუფი.

მაკოორდინირებელი საბჭო შეიკრიბება წელიწადში ერთხელ. საბჭოსა და სამუშაო ჯგუფის სამდივნოს ფუნქციებს შეითავსებს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს კაპიტალის ბაზრის განვითარებისა და საპენსიო რეფორმის დეპარტამენტი.

სამუშაო ჯგუფის სამდივნო უზრუნველყოფს განხორციელების პროცესში ყველა შესაბამისი პასუხისმგებელი სახელმწიფო უწყების ჩართულობას. ამასთან, უზრუნველყოფილი იქნება კერძო სექტორისა და სამოქალაქო საზოგადოების მხრიდან დაინტერესებული მხარეების ჩართულობაც, საკოორდინაციო მექანიზმის ფარგლებში ჩატარებულ შეხვედრებზე მოწვევის გზით. სამდივნო სამუშაო ჯგუფის ჩართულობას უზრუნველყოფს ონლაინ პორტალის მეშვეობით, რომელზეც განთავსებული იქნება სტრატეგიიდან გამომდინარე ყველა აქტივობასთან დაკავშირებული საჭირო ინფორმაცია. დამატებით, როგორც დაინტერესებულ მხარეებთან, ასევე ფართო საზოგადოებასთან კომუნიკაციისთვის გამოყენებული იქნება ციფრული, სატელევიზიო, რადიო და სხვა საკომუნიკაციო საშუალებები. ამასთან, სტრატეგია და შესაბამისი სამოქმედო გეგმები გამოქვეყნდება ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს ოფიციალურ ვებ-გვერდზე - [economy.ge](http://economy.ge).

სტრატეგია განხორციელდება „პოლიტიკის დოკუმენტების შემუშავების, მონიტორინგისა, და შეფასების წესის დამტკიცების შესახებ“ საქართველოს მთავრობის 2019 წლის 20 დეკემბრის N629 დადგენილების და მისი დანართების ძირითადი პრინციპებისა და მითითებების შესაბამისად.

სტრატეგიის განხორციელების ინსტრუმენტია სამოქმედო გეგმა, რომელიც შემუშავდება 3 წლიანი პერიოდულობით. სტრატეგიისა და სამოქმედო გეგმის განხორციელებაზე პასუხისმგებელი უწყებები არიან:

- საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო
- საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო
- საქართველოს ეროვნული ბანკი

სტრატეგია განხორციელდება სახელმწიფო ბიუჯეტის დაფინანსებით, ასევე საერთაშორისო დონორი ორგანიზაციების მხარდაჭერით. სტრატეგიის სამოქმედო გეგმის განხორციელების საპროგნოზო ბიუჯეტი შეადგენს 22,013,680 ლარს. კაპიტალის ბაზრის მიმართულებით, ძირითადად ჩართული დონორი ორგანიზაციებია - აზიის განვითარების ბანკი, ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი, მსოფლიო ბანკი და შეერთებული შტატების საერთაშორისო განვითარების სააგენტო. დონორების მხრიდან კაპიტალის ბაზრის განვითარების რეფორმა მაღალ ინტერესს წარმოადგენს, შესაბამისად მათი მხრიდან მხარდაჭერაზე, როგორც ფინანსური ისევე ტექნიკური დახმარების კუთხით მაღალია და ამ მხრივ სამოქმედო გეგმის დეფიციტის შევსება დიდწილად დამოკიდებული იქნება მათთან ახლო კოორდინაციაზე.

სტრატეგიასა და სამოქმედო გეგმაში შესაძლებელია ცვლილებების შეტანა მოქმედი კანონმდებლობის შესაბამისად.

სტრატეგიის განმახორციელებელი უწყების რეორგანიზაციის, ლიკვიდაციის ან/და სხვა უწყებასთან შერწყმის შემთხვევაში, სტრატეგიის შესაბამისი ამოცანების შესრულებას უზრუნველყოფს მისი უფლებამონაცვლე უწყება.

## მონიტორინგი

საქართველოს 2023-2028 წლის კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიაში წარმოდგენილი ამოცანების შედეგების მიღწევის, აქტივობების შესრულების პროგრესის დადგენისა და ხარვეზების გამოვლენის მიზნით, განხორციელდება სამოქმედო გეგმების მონიტორინგი, რომელსაც უზრუნველყოფს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს კაპიტალის ბაზრის განვითარებისა და საპენსიო რეფორმის დეპარტამენტი. მონიტორინგის პროცესში ჩართულები იქნებიან როგორც სტრატეგიის განხორციელებაზე პასუხისმგებელი უწყებები, ასევე დაინტერესებული მხარეები, რომლებიც მოახდენენ შემუშავებული ანგარიშების ვალიდაციას. დაინტერესებულ მხარეებთან ანგარიშის პროექტების გაზიარება და მათგან უკუკავშირის მიღება მოხდება ელექტრონული საკომუნიკაციო არხებით. პროგრეს ანგარიშები შემუშავდება 6 თვეში ერთხელ, რისთვისაც სამდივნო გამოიყენებს პასუხისმგებელი უწყებების მიერ შევსებულ სტატუსანგარიშებს. ამასთან, სამდივნო უზრუნველყოფს გეგმის განხორციელების დაწყებიდან ყოველი მომდევნო წლის გასვლის შემდეგ 60 კალენდარული დღის ვადაში წლიური ანგარიშის მომზადებასა და გამოქვეყნებას ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს ოფიციალურ ვებ-გვერდზე.

გამოქვეყნებამდე, მონიტორინგის წლიური ანგარიში განსახილველად წარედგინება უწყებათაშორის კომისიას, რომლის მიერ ანგარიშის მოწონების შემდეგ, ანგარიში გაეგზავნება საქართველოს მთავრობის ადმინისტრაციას.

## შეფასება

პოლიტიკის შედეგების, მიღწევებისა და გავლენის დასადგენად განხორციელდება საქართველოს 2023-2028 წლების კაპიტალის ბაზრის განვითარების შუალედური და საბოლოო შეფასება. შუალედური შეფასება განხორციელდება 2025 წელს, ხოლო საბოლოო შეფასება პოლიტიკის ციკლის დასრულების შემდეგ, 2029 წლის პირველ ნახევარში.

სტრატეგიის შეფასება შეიძლება ჩატარდეს შიდა, შერეული, ან გარე რესურსებით. შიდა რესურსს წარმოადგენს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს კაპიტალის ბაზრისა და საპენსიო რეფორმის დეპარტამენტი, რომელიც უზრუნველყოფს შეფასების დიზაინის განსაზღვრასა და განხორციელებას. შეფასება ასევე შეიძლება განხორციელდეს გარე რესურსის გამოყენებით, კერძოდ ადგილობრივი ან საერთაშორისო დამოუკიდებელი ექსპერტების ჩართულობით.

სტრატეგიისა და სამოქმედო გეგმის დასრულებიდან არაუმეტეს 6 თვის ვადაში, მომზადდება სტრატეგიის შეფასების ანგარიში და წარედგინება მაკრორდინირებელ საბჭოს, რის შემდეგაც ანგარიში წარედგინება მთავრობის ადმინისტრაციას და გამოქვეყნდება ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს ოფიციალურ ვებ-გვერდზე [www.economy.gov.ge](http://www.economy.gov.ge).

## დანართი 1. ლოგიკური ჩარჩო

კაპიტალის ბაზრის განვითარების 2023-2028 წლების სტრატეგიის ხედვა:

2028 წლისთვის საქართველოს კაპიტალის ბაზარი გადაიქცევა რეგიონში მოწინავე კაპიტალის ბაზრად. სახელმწიფო და არასახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი რეგიონის ქვეყნებს შორის იქნება მოცულობითა და ლიკვიდურობით გამორჩეული. საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი საყრდენი გახდება საქართველოს კაპიტალის ბაზარი.

მიზანი 1	კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა				მდგრადი განვითარების მიზნებთან (SDGs) კავშირი: მიზანი 7,8,9,10,16,17			
გავლენის ინდიკატორი 1.1	საშინაო სახელმწიფო ვალის წილი მთლიან სახელმწიფო ვალში		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სტატისტიკური მონაცემები, საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემები		
		წელი	2021	შუალედური	2025		საბოლოო	2028
		მაჩვენებელი	19.0%	29%	35%			
გავლენის ინდიკატორი 1.2	ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:		
		წელი	2021	შუალედური	2025		საბოლოო	2028

	ჯამური ნაშთი მშპ-სთან მიმართებით. (მათ შორის საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გამოშვებული ობლიგაციები)	მაჩვენებელი	2.90%	5.00%	10.50%	ბლუმბერგის ტერმინალი, საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემები
გავლენის ინდიკატორი 1.3	დაღისტული აქციების საბაზრო კაპიტალიზაცია მშპ-სთან მიმართებით		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:
		წელი	2021	2026	2028	
		მაჩვენებელი	4.40%	6.50%	9.00%	საქართველოს საფონდო ბირჟის მონაცემები, საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემები
ამოცანა 1.1	ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის განვითარება					
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 1.1.1	ლარში დენომინირებული კორპორატიული ობლიგაციების ნაშთი (საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების გარდა და გარემოსდაცვითი, სოციალური და		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო
		წელი	2021	2025	2028	
		მაჩვენებელი	350,000,000	500,000,000	750,000,000	საქართველოს ეროვნული ბანკის და საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტის მონაცემები

	მმართველობითი ობლიგაციების და გენდერული ობლიგაციების ჩათვლით)					
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 1.1.2	სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილი ვადიანობა		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:
		წელი	2021	შუალედური 2025	საბოლოო 2028	
		მაჩვენებელი	3	3.5	4	საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები, საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები
რისკი:	დაგეგმილი თანაფარდობის დარღვევა/გაუარესება, რაც შეიძლება გამოწვეულ იქნას გარე ფაქტორებით. კორპორატიული სავალო ფასიანი ქაღალდების მიმართულებით სამართლებრივი ჩარჩოს მიღების შეფერხება					
ამოცანა 1.2	ადგილობრივი სააქციო კაპიტალის ბაზრის განვითარება					
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 1.2.1	აქციების ბრუნვის მაჩვენებელი		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:
		წელი	2021	შუალედური 2025	საბოლოო 2028	
		მაჩვენებელი	0.0043%	1.3%	2.2%	საქართველოს საფონდო ბირჟის მონაცემები
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 1.2.2	საფონდო ბირჟაზე დალისტური კომპანიების რაოდენობა		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:
		წელი	2021	შუალედური 2025	საბოლოო 2028	
		მაჩვენებელი	9	15	19	საქართველოს საფონდო ბირჟის მონაცემები
			საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:

ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 1.2.3	პირველადი საჯარო შეთავაზებების ჯამური ღირებულება ლარში (ბოლო ორი წლის განმავლობაში)			<b>შუალედური</b>	<b>საბოლოო</b>	საქართველოს საფონდო ბირჟის მონაცემები
		<b>წელი</b>	<b>2021</b>	<b>2025</b>	<b>2028</b>	
		<b>მაჩვენებელი</b>	0	25,000,000	35,000,000	
<b>რისკი:</b>	კორპორატიზაციის, საინვესტიციო ფონდების ბაზრის, სტიმულირების მექანიზმების შემოღებასთან დაკავშირებული შესაბამისი საკანონმდებლო ცვლილებების განხორციელების შეფერხება					
<b>ამოცანა 1.3</b>	<b>სახელმწიფო საწარმოების ჩართულობის გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე</b>					
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 1.3.1	სახელმწიფო საწარმოების ფასიანი ქაღალდების ლისტინგის რაოდენობა (ბოლო 2 წლის)		<b>საბაზისო</b>	<b>სამიზნე</b>		<b>დადასტურების წყარო:</b>  საქართველოს საფონდო ბირჟის მონაცემები, საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს მონაცემები, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები
		<b>წელი</b>	<b>2021</b>	<b>შუალედური</b>	<b>საბოლოო</b>	
		<b>მაჩვენებელი</b>	0	3	5	
ამოცანის შედეგის	დალისტული სახელმწიფო საწარმოების		<b>საბაზისო</b>	<b>სამიზნე</b>		<b>დადასტურების წყარო:</b>
		<b>წელი</b>	<b>2021</b>	<b>შუალედური</b>	<b>საბოლოო</b>	

<b>ინდიკატორი 1.3.2</b>	ფასიანი ქაღალდების ღირებულება ლარში (ბოლო 2 წელი)	მაჩვენებელი	0	20,000,000	45,000,000	საქართველოს საფონდო ბირჟის მონაცემები, საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს მონაცემები, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები		
<b>რისკი:</b>	სახელმწიფო საწარმოების რეფორმის შეფერხება/ განუხორციელებლობა; რეფორმის შედეგად სახელმწიფო საწარმოების მხრიდან დაფინანსების ტრადიუცილი გზების გამოყენების არჩევა							
<b>მიზანი 2</b>	კაპიტალის სტიმულირება და მობილიზება ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდებისათვის					მდგრადი განვითარების მიზნებთან (SDGs) კავშირი: მიზანი 1, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 13, 16, 17		
<b>გავლენის ინდიკატორი 2.1</b>	არასაბანკო საფინანსო სექტორის წილი საფინანსო სექტორის მთლიან აქტივებში		საბაზისო	სამიზნე		<b>დადასტურების წყარო:</b> საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები		
		წელი	2021	შუალედური	2025		საბოლოო	2028
		მაჩვენებელი	7%		12%			18%
<b>გავლენის ინდიკატორი 2.2</b>	სახელმწიფო და კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების		საბაზისო	სამიზნე		<b>დადასტურების წყარო:</b> ბლუმბერგის ტერმინალი,		
		წელი	2021	შუალედური	2025		საბოლოო	2028
		მაჩვენებელი	10		25			40



	საშუალო გარიგებების რაოდენობა მეორად ბაზარზე					საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები
გავლენის ინდიკატორი 2.3	უცხოური პორტფელის ინვესტიციების წილი მშპ-სთან მიმართებით		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:
		წელი	2021	შუალედური 2025	საბოლოო 2028	
		მაჩვენებელი	4%	8%	10%	საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები, კერძოდ საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია (BPM-6)
ამოცანა 2.1	ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის განვითარება					
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 2.1.1	საპენსიო ფონდების აქტივების ღირებულება		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:
		წელი	2021	შუალედური 2025	საბოლოო 2028	
		მაჩვენებელი	2,010,000,000	6,550,000,000,000	12,100,000,000,000	საპენსიო სააგენტოს ვებ-გვერდი, საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურის ვებ-გვერდი
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 2.1.2	საინვესტიციო ფონდების / აქტივების მმართველი კომპანიების		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:
		წელი	2021	შუალედური 2025	საბოლოო 2028	
		მაჩვენებელი	0.00	150,000,000.00	220,000,000.00	საქართველოს ეროვნული ბანკისათვის

	აქტივების ღირებულება					მიწოდებული ანგარიშები	
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 2.1.3	სადაზღვევო კომპანიების აქტივების ღირებულება		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:	
		წელი	2021	შუალედური	2025		საბოლოო
		მაჩვენებელი	985,400,000.00	1,500,000,000.00	2,300,000,000.00	საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურის მონაცემები	
რისკი:	სადაზღვევო სექტორის აქტივების დაბალი წილი; საპენსიო სააგენტოს აქტივების ნელი ზრდა; მაკრო პარამეტრებით გამოწვეული შეფერხებები						
ამოცანა 2.2	პროფესიონალებისა და საცალო ინვესტორების ჩართულობის გაზრდა						
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 2.2.1	საცალო საბროკერო ანგარიშების რაოდენობა		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:	
		წელი	2021	შუალედური	2025		საბოლოო
		მაჩვენებელი	4,500	15,000	22,000	საბროკერი კომპანიების შესაბამისი მონაცემები	
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 2.2.2	ბაზრის აკრედიტებულ მონაწილეთა რაოდენობა		საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:	
		წელი	2021	შუალედური	2025		საბოლოო
		მაჩვენებელი	52	130	200	მომავალი ასოციაციის ანგარიში, CFA Institute-ის რეესტრი	
რისკი:	შესაბამისი საკანონმდებლო ცვლილებების განხორციელების შეფერხება; მაკრო პარამეტრებით გამოწვეული შეფერხებები;						
ამოცანა 2.3	უცხოური ინვესტიციების გაზრდა ადგილობრივ კაპიტალის ბაზარზე						
			საბაზისო	სამიზნე		დადასტურების წყარო:	

ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 2.3.1	არარეზიდენტი ინვესტორების წილი სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში			<b>შუალედური</b>	<b>საბოლოო</b>	საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები
		<b>წელი</b>	<b>2021</b>	<b>2025</b>	<b>2028</b>	
		<b>მაჩვენებელი</b>	9.60%	25.00%	30.00%	
ამოცანის შედეგის ინდიკატორი 2.3.2	არარეზიდენტი ინვესტორების წილი დალისტულ ადგილობრივ აქციებში		<b>საბაზისო</b>	<b>სამიზნე</b>		<b>დადასტურების წყარო:</b>
				<b>შუალედური</b>	<b>საბოლოო</b>	
		<b>წელი</b>	<b>2021</b>	<b>2025</b>	<b>2028</b>	საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები
		<b>მაჩვენებელი</b>	5%	10.00%	15.00%	
<b>რისკი:</b>	ინდექსების მეთოდოლოგიის მნიშვნელოვანი ცვლილება, მაკრო პარამეტრები					

## დანართი 2: ტერმინთა განმარტებები

**ფინანსური ბაზარი** - ბაზარი, სადაც ვაჭრობენ ფინანსური ინსტრუმენტებით, მათ შორის ფასიანი ქაღალდებით და წარმოებული ფასიანი ქაღალდებით (დერივატივებით)

**კაპიტალის ბაზარი** - ფინანსური ბაზარი, სადაც შედარებით გრძელვადიანი ობლიგაციებით და აქციებით ვაჭრობენ

**წარმოებული ფასიანი ქაღალდი (დერივატივი)** - ფასიანი ქაღალდი, რომლისადაც საფუძვლად უდევს სხვა ფასიანი ქაღალდი, ფასიანი ქაღალდთა ჯგუფი, ან ინდექსი და რომლის ღირებულება დამოკიდებულია სხვა ფასიანი ქაღალდზე, ფასიანი ქაღალდთა ჯგუფზე, ან ინდექსზე

**ბენჩმარკი** - საინვესტიციო პორტფელის მომგებიანობის შესადარებელი სტანდარტი. ბენჩმარკად ხშირად გამოიყენება საინვესტიციო ინსტრუმენტების ინდექსი.

**ინდექსი** - ფასიანი ქაღალდების ჰიპოთეტური პორტფელი, რომელიც წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რომელიმე სეგმენტს

**შემოსავლიანობა** - ინვესტიციის მიერ წარმოქმნილი შემოსავლის პროცენტული მაჩვენებელი გარკვეული დროის პერიოდისთვის

**შემოსავლიანობის მრუდი** - სხვადასხვა ვადიანობების ობლიგაციების შემოსავლიანობების გრაფიკი

**ლიკვიდურობა/ლიკვიდობა** - (i) მაჩვენებელი, რომელიც გვიჩვენებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გარიგების დადების შესაძლებლობას, ისე რომ დადებულმა გარიგებამ არ მოახდინოს ფასიანი ქაღალდის ფასზე გავლენა, ან (ii) მაჩვენებელი, რომელიც გვიჩვენებს ბანკების განკარგულებაში არსებული იმ ფულადი სახსრების რაოდენობას, რომლის გამოყენებაც ბანკს შეუძლია მოკლევადიანი ფინანსური ვალდებულების დასაფარად

**ვაჭრობის მოცულობა** - ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე დადებული გარიგებების მთლიანი ღირებულება

**ინსტიტუციური ინვესტორი** - პირი, რომელიც არ არის ბანკი და ვაჭრობს ფასიანი ქაღალდების მაღალი რაოდენობით და ბროკერი მას ანიჭებს უპირატესობას მომსახურების თვალსაზრისით

**საცალო ინვესტორი** - ფიზიკური პირი ან არაპროფესიონალი ინვესტორი, რომელიც ვაჭრობს ფასიანი ქაღალდებით საბროკერო კომპანიის მეშვეობით ან ფლობს საინვესტიციო/საპენსიო ფონდში ერთეულს

**სავაჭრო ადგილი (ბირჟა)** - ფიზიკური ან/და ვირტუალური დაწესებულება, სადაც ხორციელდება ფინანსური ინსტრუმენტების ყიდვა-გაყიდვა და ანგარიშსწორება

**ლისტინგი** - ფასიანი ქაღალდის პირველად ბაზარზე ემისია და მისი სავაჭრო ადგილზე სავაჭროდ დაშვება საქართველოს საფონდო ბირჟის წესების შესაბამისად

**პირველადი ბაზარი** - ფინანსური ბაზარი, სადაც ხდება ფასიანი ქაღალდის ემისია და ლისტინგი

**მეორადი ბაზარი** - ფინანსური ბაზარი, სადაც ხდება უკვე გამოშვებული ან/და დალისტული ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა

**ჰეჯირება** - ფინანსური ინსტრუმენტის ღია პოზიციის დაბალანსება და მისი ფასის მერყეობასთან დაკავშირებული რისკის შემცირება სხვა ინსტრუმენტში პოზიციის გახსნის გზით

**პორტფელის ინვესტიციები** - საინვესტიციო პორტფელისთვის (სხვადასხვა ინვესტიციათა ერთობლიობისათვის) განხორციელებული ინვესტიცია

**უცხოური პორტფელის ინვესტიციები** - ქვეყნის საგადამხდელო ბალანსის შემადგენელი ნაწილი, რომელიც მოიცავს როგორც სხვა ქვეყნის მოქალაქეების მფლობელობაში არსებულ ფასიანი ქაღალდების და სხვა ფინანსური აქტივების ღირებულებას ისე, ქვეყნის მოქალაქეების მფლობელობაში არსებული უცხოური ფასიანი ქაღალდების და სხვა ფინანსური აქტივების ღირებულებას

**ღია ბაზრის ოპერაციები** - მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთ ინსტრუმენტი, რომლის საშუალებითაც არაპირდაპირი გზით ხდება მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებზე ზეგავლენა მოკლევადიანი ლიკვიდობის მიწოდება-მოღებით. აღნიშნული ოპერაციებისთვის გამოიყენება რეფინანსირების სესხები, ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტი, ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატები, მთავრობის სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები

**სენდბოქსი** - შედარებით მსუბუქი მარეგულირებელი რეჟიმი, რომელიც საშუალებას აძლევს კომპანიებს გამოიყენონ ახალი ტექნოლოგიები, ბიზნეს მოდელები და მომსახურებები რეგულირებულ სექტორში.