



ახალგაზრდა ფინანსიტა და ბიზნესმენტა
ასოციაცია - აფბა

საქართველოს კაპიტალის ბაზრის დიაგნოსტიკური
კვლევის ანაღიზი

თბილისი 2016

საქართველოს კაპიტალის ბაზრის დიაგნოსტიკური კვლევის ანალიზი

ცოტა ხნის წინ, სამთავრობო სტრუქტურების - ეროვნული ბანკის, ფინანსთა სამინისტროს და ეკონომიკის სამინისტროს წარმომადგენლების მიერ შექმნილი სამუშაო ჯგუფის მიერ შემუშავებული „საქართველოს კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია“ გამოქვეყნდა, რომელიშიც, როგორც ჩანს კაპიტალის ბაზრის სპეციალისტების რეკომენდაციები არ არის გათვალისწინებული და მასზე მუშაობის პროცესში არ ყოფილა არანაირი საჯარო განხილვა.

„სტრატეგიის“ განხილვამდე, მნიშვნელოვანია გაუთვითცნობიერებელ მკითხველს შევახსენოთ, თუ რა არის კაპიტალის ბაზარი და რატომ არის მისი არსებობა ქვეყნის ეკონომიკისთვის მომგებიანი. კერძოდ, კაპიტალის ბაზარი, ეს არის საბანკო მექანიზმის ალტერნატივა და როგორც თავად აღნიშნულ დოკუმენტში განმარტებული, „იგი საბანკო დაკრედიტების პარალელურად განიხილება ფინანსური რესურსების მოზიდვის ეფექტიან საშუალებად, არის მოსახლეობისთვის დანაზოგების განთავსების დამატებითი ინსტრუმენტი, ხოლო კომპანიებისთვის ინვესტიციების მოზიდვის მნიშვნელოვანი საშუალება“.

ამ ანბანური ჭეშმარიტებიდან გამომდინარე, ბუნებრივი მოლოდინი იქნებოდა, რომ დოკუმენტის შემუშავებაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალებს - და არა მისი კონკურენტი საბანკო სფეროს წარმომადგენლებს - მიეღოთ მონაწილეობა, გათვალისწინებული ყოფილიყო კაპიტალის ბაზრის საერთაშორისო და ადგილობრივი ექსპერტების პრინციპული მოსაზრებები - და არა მონოპოლისტი საბანკო ჯგუფების სურვილები. სამწუხაროდ, ყველაფერი ზუსტად პირიქით მოხდა და, ბუნებრივია, შედეგად მივიღეთ დოკუმენტი, რომელიც მოიცავს უამრავ კონცეპტუალურ და ფაქტობრივ შეცდომებს, არასწორ ან შეცდომაში შემყვან დებულებებს, რაც, საბოლოო ჯამში, ემსახურება ქვეყანაში მონოპოლისტი საბანკო ჯგუფის უალტერნატივობის შემდგომ განმტკიცებას.

არასწორი და შეცდომაში შემყვანი დებულებები

დოკუმენტის შესავალში ნათქვამია, რომ თითქოს „სტრატეგია“ საფუძვლად იყენებს აზიის განვითარების ბანკის (ADB) მხარდაჭერით მომზადებული კაპიტალის ბაზრის დიაგნოსტიკური კვლევის დრაფტს, რომელიც მოამზადა კაპიტალის ბაზრის ექსპერტმა ბობ სინგლეტერმა, ასევე USID-ის მხარდაჭერით მოწყობილი საჯარო განხილვებისას გამოთქმულ შენიშვნებს და საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ მოწოდებულ კომენტარებს. რეალურად კი, დოკუმენტის ავტორები წარმატებით იყენებენ შეცდომაში შეყვანის ე.წ. „ბენდუქიძის მეთოდს“, კერძოდ: გაითვალისწინე ექსპერტის ბევრი ნაკლებად მნიშვნელოვანი რეკომენდაცია და არ გაითვალისწინო ყველაზე მნიშვნელოვანი - შემდეგ გამოაცხადე, რომ

რეკომენდაციების უმრავლესობა გათვალისწინებულია და მადლობა მოუხადე ექსპერტს. სწორედ ამის ნათელი ილუსტრაციაა ამ ორი დოკუმენტის შედარებითი ანალიზის ზოგიერთი ქვემოთ მოყვანილი ასპექტი:

ტერმინოლოგია და განხილვის საგანი

კერძოდ, ADB-ს და USID-ის მხარდაჭერით საერთაშორისო ექსპერტების (ბობ სინგლეტერის) მიერ მომზადებული კვლევის 90%-ზე მეტი, ისევე, როგორც კაპიტალის ბაზრისადმი მიძღვნილი საერთაშორისო ორგანიზაციების სხვა კვლევები და პროექტები, ეხება კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების ბაზარს. ანუ მექანიზმს, რომლის შედეგადაც ფულის მოძრაობა ხდება საცალო და ინსტიტუციური ინვესტორებისგან პირდაპირ კომპანიებში. ხოლო „სტრატეგია“ არის ეროვნული ბანკის და კომერციული ბანკების პოზიციიდან დანახული (ანუ „ბანკ-ცენტრული“) დოკუმენტი, რომლის მთავარი ელემენტებია: ფულადი ბაზარი, სამთავრობო ფასიანი ქაღალდები, დერივატივების ბაზარი და კორპორაციული ობლიგაციები (ძირითადად გამოყენებული რეპო-ოპერაციებისთვის). ანუ ამ პარადიგმაში ფული კვლავ მიდის ჯერ ინვესტორებისგან ბანკებში და შემდეგ ბიუჯეტში ან კომპანიებში. დოკუმენტის მხოლოდ მცირე ნაწილი ეთმობა საფონდო ბაზარს და მას თავიდანვე გერის როლი აქვს მიჩენილი, ეს განსაკუთრებით კარგად ჩანს ე.წ. „ბენჩმარკებიდანაც“, სადაც საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაციის წილი მშპ-ში მხოლოდ 0.5%-დან 2%-მდე იზრდება 10 წლის განმავლობაში, ეს მაშინ, როცა 2007-ში 14% იყო. ხოლო დღეს ლონდონში გატანილი მხოლოდ 3 კომპანიის კაპიტალიზაციის ფარდობა მშპ-სთან 17%-ს შეადგენს!

კანონმდებლობა 2007-2008 წლებამდე და მას შემდეგ

კვლევაში წერია, რომ „1998 წლის საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ არის დაფუძნებული აშშ მოდელზე. ეს, ალბათ მართლაც ასე იყო კანონის თავდაპირველ ვერსიისთვის, მაგრამ ამ კანონში 19-ჯერ შეტანილი შესწორებებისა და აშშ-ში მას შემდეგ განხორციელებული ცვლილებების შემდეგ - ეს ასე აღარ არის.“

„საქართველოს კაპიტალის ბაზრის დღევანდელი მდგომარეობის ყველა მიზეზად არ შეიძლება ჩაითვალოს 2008 წლის ომი და გლობალური ფინანსური კრიზისი. მესამე მოვლენა, რომელიც სწორედ წინ უსწრებდა ზემოხსენებულ ორს, იყო 2007 წლის რადიკალური ცვლილებები „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონში, განხორციელებული ე.წ. „ლიბერალიზაციის“ ეგიდით. ამრიგად, საქართველოს ბაზრის დღევანდელი სავალალო მდგომარეობა, დიდწილად სწორედ ამ „თვითდაზიანების“ შედეგია. „სტრატეგიის“ ავტორთა აზრით კი, „2007 წლამდე

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობა ხორციელდებოდა იმ ნორმატივებით, რომელიც 90-იანი წლების დასაწყისში შეიქმნა სხვადასხვა საერთაშორისო ორგანიზაციის დახმარებით და რომელიც ძირითადად აერთიანებდა შერთებულ შტატებში 90-იანი წლების დასაწყისში გავრცელებულ მიდგომას კაპიტალის ბაზრების მიმართ.“ არადა კანონმდებლობა 1998-2000 წლებში შეიქმნა წამყვანი ამერიკელი სპეციალისტების მეორ, მსოფლიოს წამყვანი ბაზრის გამოცდილების გათვალისწინებით.

ფინანსური ბაზრის სეგმენტების ე.წ. „თანმიმდევრული, ეტაპობრივი, განვითარების“ საეჭვო თეორია

კვლევაში ამგვარი საეჭვო კონცეფცია მოხსენიებული არ არის, ვინაიდან ის რეალურად არ შეესაბამება ბაზრების შესაბამისი სეგმენტების ისტორიულ განვითარებას. კერძოდ, საფონდო ბაზარი ისტორიულად ერთერთი ყველაზე ადრე წარმოქმნილი ბაზარია ევროპაში, რომლის განვითარება არანაირად არ „ელოდებოდა“ სავალუტო და ფულადი ბაზრების და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. „სტრატეგიის“ ავტორთა აზრით კი ფინანსური ბაზარი უნდა ვითარდებოდეს შემდეგი თანმიმდევრობით:

1. სავალუტო და ფულადი ბაზარი;
2. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი
3. კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი;
4. საფონდო ბაზარი (აქციების ბაზარი)
5. „აქტივების“ ბაზარი;
6. დერივატივების ბაზარი

ამით „ამართლებენ“ „სტრატეგიის“ ავტორები თავისი ძალისხმევის კონცენტრაციას სწორედ პირველ სამ სეგმენტზე - რაც თავისი არსით, სწორედ საბანკო ინსტრუმენტებია და კვალავ „ბანკ-ცენტრული“ ფინანსური სისტემის შენარჩუნებას ემსახურება.

ბოზ სინგლეტერის უმნიშვნელოვანესი რეკომენდაციების გაუთვალისწინებლობა

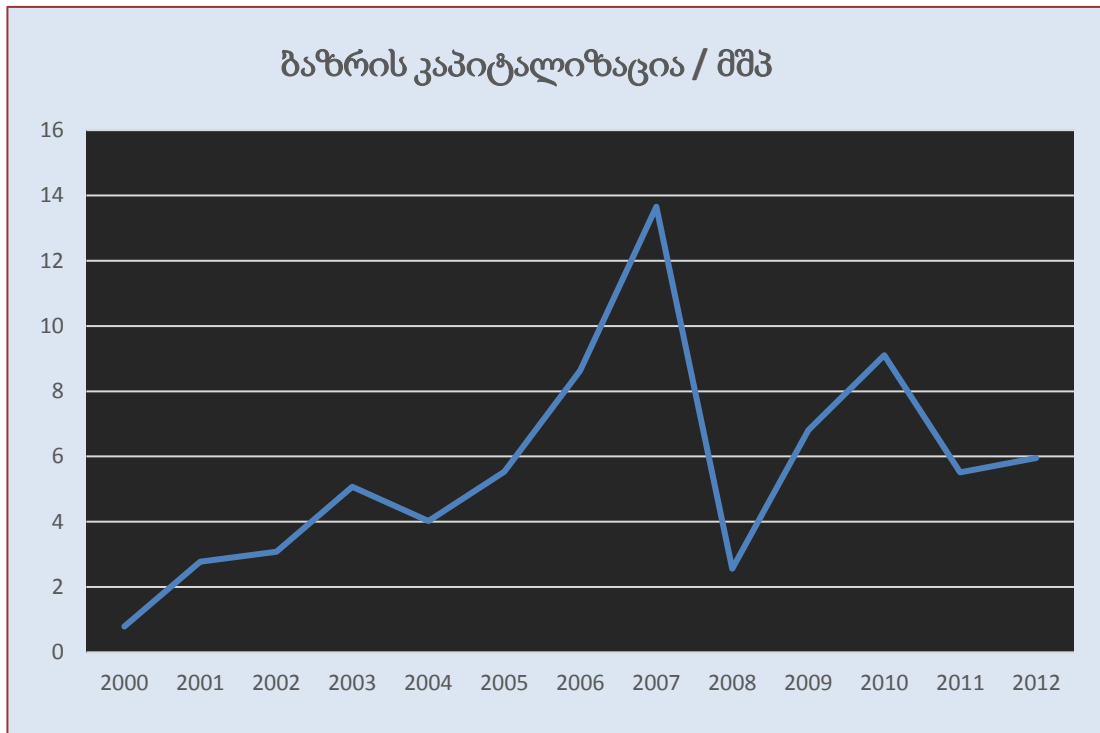
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულატორის საკითხის გადაწყვეტა
- „ვაჭრობის ცენტრალურობის“ პრინციპის გატარება და ობიექტური ფასწარმოქმნის მექანიზმების სრულყოფა:
- მიღებულ იქნას „საუკეთესო შესრულების“ წესი

- მიეცეს უფლება ბირჟას რომ მიიღოს ბირჟის წევრებისთვის ბირჟაზე სავალდებულო ვაჭრობის წესი;
- გაიზარდოს „ფიქსინგის“ გადასახადი არასაბირჟო გარიგებებისთვის
- მიმზიდველი ფასიანი ქაღალდების მიწოდების ხელშეწყობა;
- სახელმწიფო კომპანიების აქციების IPO ადგილობრივ ბირჟაზე.
- მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების რეგულირებაში სიცხადის შეტანა
- ბანკებთან ასოცირებულ საინვესტიციო ფირმებისა და ბანკებთან არააფილირებულ საბროკეროებისთვის არსებულ „არა-ნეიტრალურ (არასამართლიან) სათამაშო მოედნის“ არსებობა არის ამ კვლევის გამჭოლი თემა. ეს მოუგვარებელი პრობლემა უარყოფითად მოქმედებს როგორც ფინანსებზე ხელმისაწვდომობასა და ინვესტირებზე, ასევე კაპიტალის ბაზრის საკუთრებასა და ოპერაციებზე.

დასრულდეს ბირჟის რეორგანიზაცია: ამასთან დაკავშირებით სამუშაო ჯგუფი იძლევა რეკომენდაციას, რომ სსბ-ის თაობაზე გადაწყვეტილების მიღებისას, გათვალისწინებულ იქნას შემდეგი სამი ასპექტი:

- პირველი: რეკომენდირებულია, რომ ბირჟის მესაკუთრეობა იყოს უფრო ფართო და დივერსიფიცირებული. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, გაცილებით სასარგებლო იქნება თუ უარს ვიტყვით იმ სიტუაციაზე, როცა ერთ ბანაკთან აფილირებულ საბროკერო კომპანიას გააჩნია დომინანტური კონტროლი საფონდო ბაზრის მთელს ინდუსტრიაზე. (და ეს აბსოლუტურად თვალსაჩინოა!); ეს ხელს შეუწყობს სხვა საბროკერო კომპანიების ინტერესის გაზრდას ბირჟის, როგორც ინსტიტუტის მშენებლობაში;
- მეორე: ახალი საოპერაციო რეჟიმი არ უნდა იყოს დისკრიმინაციული ბანკებთან არააფილირებული საბროკერო კომპანიებისთვის; იმგვარი საოპერაციო რეჟიმის ჩამოყალიბება, რომელშიც მხოლოდ ბანკებთან აფილირებული საბროკერო კომპანიები მონაწილეობენ, დააბრუნებს (დატოვებს) საქართველოს ე.წ. „ბანკ-ცენტრულ“ ფინანსურ სისტემაში;
- მესამე: რეკომენდირებულია, რომ ბანკებთან არააფილირებულ ბირჟის წევრ საბროკერო კომპანიებს ადექვატური წარმომადგენლობა გააჩნდეთ სსბ-ის სამეთვალყურეო საბჭოში;
- თუ საქართველოს მართლაც სურს რომ გააჩნდეს უფრო დივერსიფიცირებული ფინანსური სისტემა, მან უნდა უზრუნველყოს თანაბარი შესაძლებლობები იმ ინსტიტუტებისთვის რომლებიც არ არიან აფილირებული ბანკებთან. ეს არის სამართლიანი თამაშის წესების (ნეიტრალური სათამაშო მოედნის) პრინციპი.
- ქვემოთ მოცემული გრაფიკი, ნათელი ილუსტრაციაა იმისა, თუ როგორ იზრდებოდა საფონდო ბირჟის კაპიტალიზაცია მშპ-სთან მიმართებაში 2007

წლამდე, ხოლო ამ პერიოდში მიღებულმა ე.წ. ლიბერალურმა საკანონმდებლო ცვლილებებმა ბაზრის კაპიტალიზაციის მნიშვნელოვანი შემცირება განაპირობა:



უმნიშვნელოვანესია ის გარემოება, რომ რეგულირების ფუნქცია ეროვნულ ბანკს აქვს, რომელიც კონკურენციას უწევს, ბიზნესს ართმევს - ბაზრის ძირითად ინფრასტრუქტურას, საფონდო ბირჟას და ცენტრალურ დეპოზიტარს, რომლებიც ყველა ცივილიზებულ ქვეყანაში კერძოა. ეს კი საბაზრო ეკონომიკისთვის სრულიად წარმოუდგენელი რამ არის, რაც ამ შემთხვევაში სახელმწიფო სტრატეგიის ნაწილად გვევლინება.

სახელმწიფომ უნდა შემქმნას და ხელი შეუწყოს კონკურენტული გარემოს შენარჩუნებას. ასეთ გარემოში დაუშვებელია ბაზრის ცალკეული სეგმენტების, ინსტრუმენტების ან მონაწილეების დისკრიმინაცია, ან პირიქით უპირატეს ან მონოპოლიურ მდგომარეობაში ჩაყენება. არ ხდება ბაზრის რომელიმე სეგმენტზე ვაჭრობის ხელოვნურად ადმინისტრაციული გზით გააქტიურება სხვა სეგმენტების ხარჯზე. სახელმწიფო და ბაზრის რეგულატორი უზრუნველყოფენ სამართლიანობის პრინციპზე დაფუძნებულ ბაზრის მონაწილეთა ღია და გამჭვირვალე საქმიანობას.