



საქართველოს პარლამენტის  
კვლევითი ცენტრი

## საქართველოს პარლამენტის კვლევითი ცენტრი

N 1-24/2020  
26/02/2020

24-0-2-202002261019



საქართველოს პარლამენტის საფინანსო-საბიუჯეტო  
კომიტეტის თავმჯდომარეს, ბატონ ირაკლი კოვზანაძეს  
დარგობრივი ეკონომიკისა და ეკონომიკური პოლიტიკის  
კომიტეტის თავმჯდომარეს, ბატონ რომან კაკულიას  
ევროპასთან ინტეგრაციის კომიტეტის თავმჯდომარეს,  
ბატონ დავით სონღულაშვილს  
საორგანიზაციო დეპარტამენტის უფროსს,  
ქალბატონ ეთერ სვიანაიძეს

გიგზავნით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში  
ცვლილებების შეტანის თაობაზე და „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“  
საქართველოს ორგანულ კანონში ცვლილების შეტანის თაობაზე“(N07-2/436  
13.01.2020) სსიპ- საქართველოს პარლამენტის კვლევითი ცენტრის მიერ  
მომზადებულ ნაშრომს.

დანართი: 18 ფურცელი

პატივისცემით,

გიორგი ხელაშვილი

ცენტრის დირექტორი  
ადმინისტრაციული სამსახური





ფასიანი ქალაქების ბაზრის განვითარება  
(საპენსიო ფონდის განვითარების ფონზე)

26 თებერვალი 2020

კომენტარი

N 01/02

თარიღი	3 თებერვალი 2020	
კომიტეტი	საფინანსო-საბიუჯეტო კომიტეტი	
კანონპროექტი	„ფასიანი ქალაქების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში ცვლილებების შეტანის თაობაზე საქართველოს ორგანული კანონის პროექტი „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“ საქართველოს ორგანულ კანონში ცვლილებების შეტანის თაობაზე	
საქართველოს მთავრობის მიერ საკანონმდებლო ინიციატივის წესით წარმოდგენილი საქართველოს კანონის პროექტი „ფასიანი ქალაქების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში ცვლილებების შეტანის თაობაზე“ და საქართველოს ორგანული კანონის პროექტი „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“ საქართველოს ორგანულ კანონში ცვლილებების შეტანის თაობაზე“ (N07-2/436; 13.01.2020)	კანონპროექტი მიზნად ისახავს ემიტენტთა გამჭვირვალობისა და საბაზრო ძალაუფლების ბოროტად გამოყენების თავალსაზრისით კანონმდებლობაში არსებული ხარვეზების გასწორებას, აგრეთვე უზრუნველყოფს, რომ საჯარო ფასიანი ქალაქების ემიტენტის სტატუსი გააჩნდეს მხოლოდ ისეთ კომპანიებს, რომლებიც შეძლებენ დააკმაყოფილონ კანონმდებლობით გათვალისწინებული გამჭვირვალობასა და სხვა მნიშვნელოვან საკითხებთან დაკავშირებული მოთხოვნები.	

მაღალი ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად, საქართველოში ფასიანი ქალაქების ბაზრის განვითარება აუცილებელია, რამდენადაც ის წარმოადგენს ფინანსური რესურსების მოზიდვის საუკეთესო საშუალებას. დღეისათვის საქართველოს ფასიანი ქალაქების ბაზარი ნაკლებად აქტიურია და მისი კაპიტალიზაცია საგრძნობლად ჩამოუვარდება ევროპის ქვეყნების საბაზრო კაპიტალიზაციას.

ისევე როგორც ნებისმიერი ბაზრისთვის, ფასიანი ქალაქების ბაზრისთვისაც აუცილებელია გამჭვირვალობა, კონკურენტული გარემოს არსებობა და სანდოობა. აღნიშნული პირობების არსებობა გაუადვილებს ინვესტორებს (როგორც ადგილობრივს, ისე უცხოელს) გადაწყვეტილების მიღებას, ხელს შეუწყობს სტაბილურობას, შეამცირებს რისკს და შესაბამისად, გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს.

აქვე აღსანიშნავია, რომ გამჭვირვალობის ზრდასთან ერთად აუცილებელია ფინანსური განათლების ზრდა. ფინანსური განათლების დონე განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია პოტენციურ ემიტენტებსა და საზოგადოებაში, რათა მათ ჰქონდეთ სათანადო ინფორმაცია ფასიანი ქალაქების ბაზრის არსისა და უპირატესობების შესახებ.

## ტერმინები და აბრევიატურები

**მშპ** - მთლიანი შიდა პროდუქტი

**ISSET-PI** – International School of Economics at TSU Policy Institute

**ეკონომიკის გამოშვება** - ეკონომიკის მიერ წარმოებული საქონლისა და მომსახურების რაოდენობა

**საბაზრო კაპიტალიზაცია** – განთავსებული ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის ნამრავლი მათ საბაზრო ფასზე

## შესავალი

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, საბანკო დაკრედიტების პარალელურად, განიხილება ფინანსური რესურსების მოზიდვის საუკეთესო საშუალებად. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს მოსახლეობისთვის დანაზოგების განთავსების შესაძლებლობას, კომპანიებისთვის კი ინვესტიციების მოზიდვის დამატებით წყაროს. განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ხელს უწყობს ბიზნესს ზრდაში და ასტიმულირებს ეკონომიკის გამოშვებას.

**დღეისათვის საქართველოს ფინანსური სექტორის უდიდესი ნაწილი კომერციულ ბანკებზე მოდის, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ნაკლებად აქტიურია.** კიდევ უფრო ნაკლებად აქტიურია საფონდო ბირჟა. 2020 წლის 3 თებერვლის მდგომარეობით, საქართველოს საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებულია 36 კომპანიის ფასიანი ქაღალდი (მაშინ როდესაც, ეროვნული ბანკის მონაცემების თანახმად, ანგარიშვალდებულ<sup>1</sup> საწარმოთა რაოდენობა 257-ს შეადგენს). 2019 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებული იყო 19 აქცია და 27 ობლიგაცია. 2020 წლის 3 თებერვლის მდგომარეობით, საერთო საბაზრო კაპიტალიზაციამ შეადგინა 1.93 მილიარდი ლარი, ხოლო საშუალო დღიურმა ბრუნვამ 2020 წლის იანვრის თვეში - 50 ლარი, რაც მიზეზურულია ევროპის საფონდო ბირჟების მონაცემებთან შედარებით (იხ. დანართი).

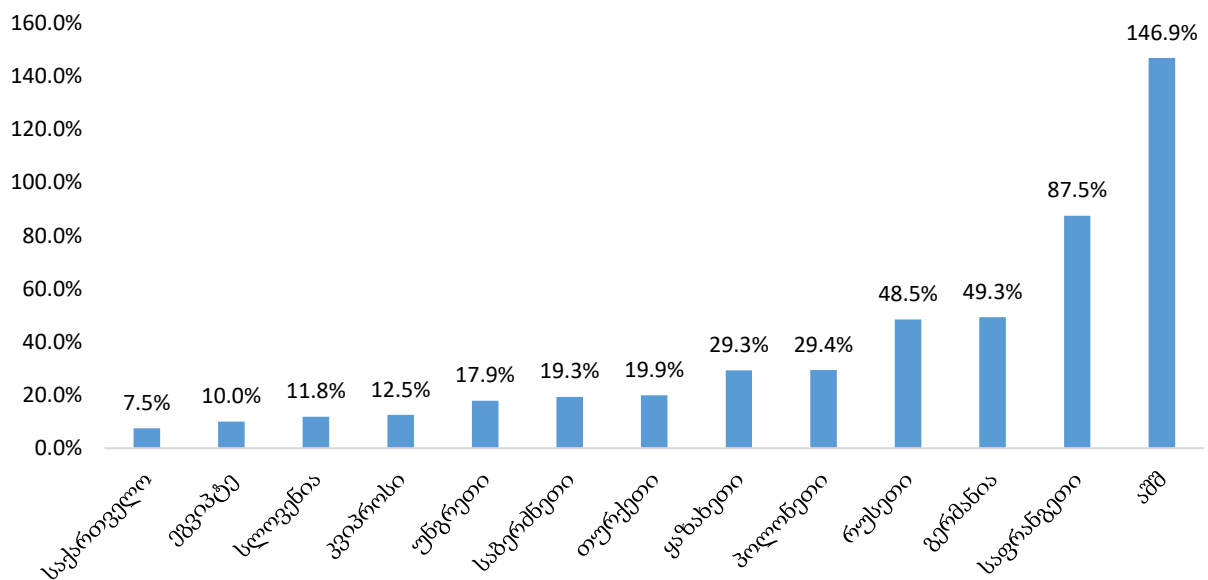
---

<sup>1</sup> ანგარიშვალდებულ საწარმოდ (საჯარო ფასიანი ქაღალდების ემიტენტად) მიიჩნევა „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის შესაბამისად დაფუძნებული იურიდიული პირი, რომელსაც გამოშვებული აქვს საჯარო ფასიანი ქაღალდები (გარდა სრულად დაფარული სასესხო ფასიანი ქაღალდებისა).

## 1. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმოხილვა

ბირჟაზე განთავსებული ფასიანი ქაღალდების გარდა, ქართულ ბაზარზე გვხვდება სამთავრობო ფასიანი ქაღალდები და კერძო კომპანიების ფასიანი ქაღალდები, რომელიც ბირჟის გარეთ ივაჭრება. მათი ჯამური კაპიტალიზაცია მშპ-თან მიმართებაში 2018 წლის 1 მარტის მდგომარეობით, 7.5%-ს შეადგენს. თუ შევადარებთ სხვა ქვეყნების კაპიტალის ბაზრებს, ეს მაჩვენებელი ძალიან დაბალია.

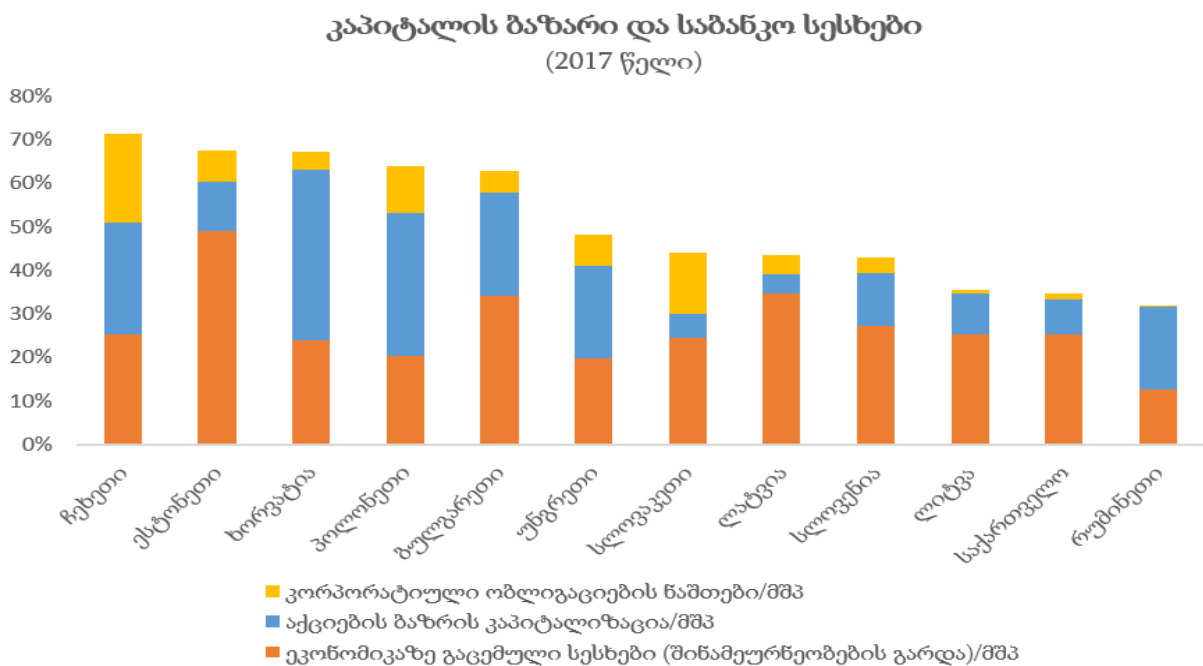
*დიაგრამა 1. კაპიტალის ბაზრის კაპიტალიზაციის პროცენტული წილი მშპ-თან (2018 წლის 1 მარტის მდგომარეობით)*



წყარო: ISET-PI

საქართველოს ფინანსური სექტორი უმეტესწილად საბანკო სექტორზეა ორიენტირებული და ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, მხოლოდ მცირე წილი უკავია. მსგავსი სურათი გვაქვს აღმოსავლეთ ევროპის მცირე ზომის განვითარებად ქვეყნებშიც, სადაც ფინანსური სექტორის უდიდესი წილი საბანკო ინდუსტრიას უკავია. თუმცა, უმეტეს ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზომა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზომას აღემატება.

**დიაგრამა 2. კაპიტალის ბაზარი და საბანკო სესხები**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ფინანსური სექტორის სტრუქტურის შესაფასებლად (იმის დასადგენად, ქვეყნის ეკონომიკა საბანკო სექტორზეა დამყარებული თუ საბაზრო<sup>2</sup> სექტორზე), გამოიყენება<sup>3</sup> **ფინანსური სტრუქტურის ფარდობა** (Financial structure ratio), რაც დაიანგარიშება, როგორც ქვეყნის კერძო კრედიტის<sup>4</sup> (Private Credit) შეფარდება საფონდო ბაზარზე ვაჭრობის ღირებულებასთან<sup>5</sup> (Stock Value Traded).

<sup>2</sup> იგულისხმება ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

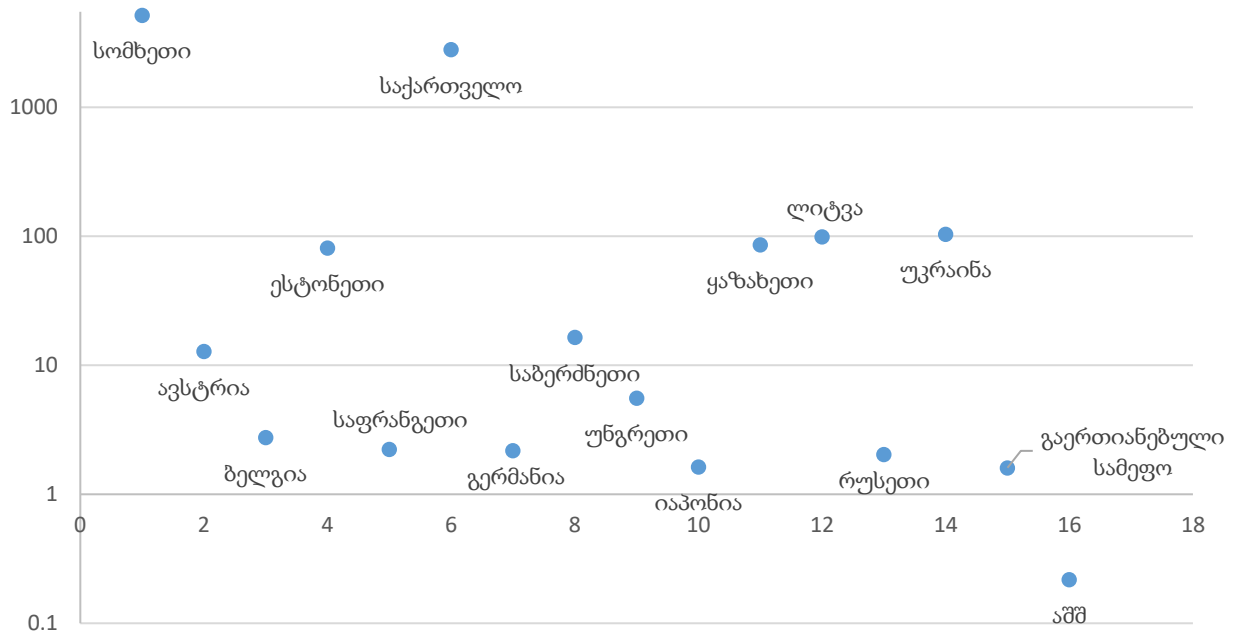
<sup>3</sup> Asli Demirguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, „The Evolving Importance of Banks and Securities Markets“, *The World Bank*, 2011

<sup>4</sup> კერძო სექტორზე კრედიტად გაცემული სადეპოზიტო თანხის ფარდობა მშპ-თან.

<sup>5</sup> საფონდო ბაზრის ტრანზაქციების ღირებულების ფარდობა მშპ-თან.

დიაგრამა 3-ში მოცემულია ფინანსური სტრუქტურის ფარდობა ქვეყნების მიხედვით. მოცემულ დიაგრამაზე, მონაცემი რაც უფრო ახლოსაა 1-თან, მით თანაბრადაა წარმოდგენილი კონკრეტული ქვეყნის ფინანსურ სექტორში საბანკო სექტორი და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი (**შემთხვევათა უმრავლესობა**); რაც მეტად დაშორებულია 1-სგან, მით მეტად დომინირებს აღნიშნულ ქვეყანაში საბანკო სექტორი (**საქართველოს და სომხეთის შემთხვევა**); ხოლო თუ მონაცემი 1-ზე ნაკლებია, აღნიშნულ ქვეყანაში დომინირებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი (**აშშ-ს შემთხვევა**). კვლევების თანახმად<sup>6</sup>, როდესაც ეკონომიკა იზრდება, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უფრო სწრაფად ვითარდება, ვიდრე, საბანკო სისტემა. შედეგად, რაც უფრო განვითარებულია ქვეყნის ეკონომიკა, მით უფრო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ორიენტირებულია იგი.

**დიაგრამა 3. ფინანსური სტრუქტურის ფარდობა (2012 წელი)<sup>7</sup>**



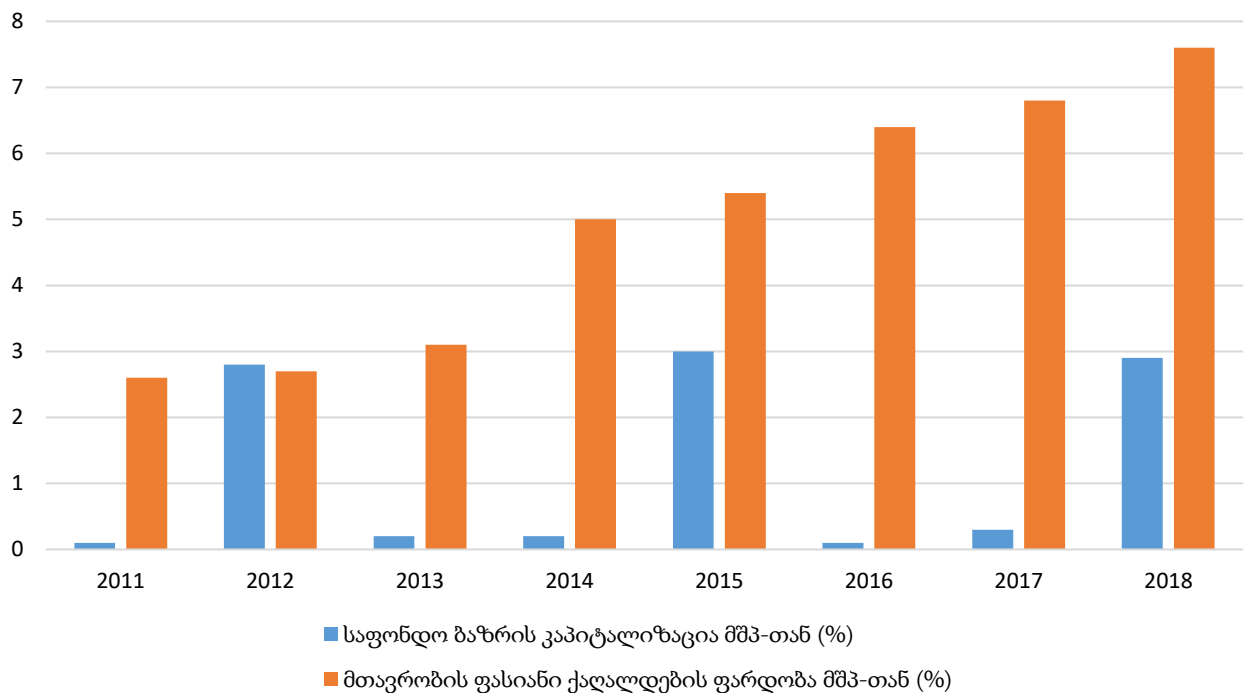
წყარო: მსოფლიო ბანკი

<sup>6</sup> Demirguc-Kunt, A., Levine, R. 2001. Financial Structures and Economic Growth: A Cross Country Comparison of Banks, Markets, and Development. MIT Press, Cambridge, MA.

<sup>7</sup> მსოფლიო ბანკის მონაცემთა ბაზაში, ყველაზე ბოლო მონაცემი 2012 წლის მდგომარეობითაა მოცემული.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მცირე ზომასთან ერთად, ყურადსაღებია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის დინამიკაც. როგორც დიაგრამა 4-დან ჩანს, საფონდო ბაზრის ჯამური კაპიტალიზაცია მერყეობით ხასიათდება, მაშინ როდესაც მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მშპ-თან ფარდობა წლიდან-წლამდე სტაბილურად იზრდება.

**დიაგრამა 4. საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაცია მშპ-თან და მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფარდობა მშპ-თან (%)**



წყარო: ISET-PI

## 2. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში ცვლილებების შეტანის თაობაზე“ კანონპროექტის საჭიროება

მაღალი ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად, საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება აუცილებელია. განსაკუთრებით დღეს, როდესაც ქვეყანაში ფუნქციონირებს დაგროვებითი საპენსიო სისტემა, სადაც 2020 წლის 13 თებერვლის მდგომარეობით, აკუმულირებულია 580 მლნ ლარი. საპენსიო ფონდი წარმოადგენს მსხვილ ინსტიტუციურ ინვესტორს, რომელში დაგროვებული სახსრების დიდი ნაწილის ინვესტირებაც სწორედ ადგილობრივ ფასიან ქაღალდებში უნდა განხორციელდეს. მიუხედავად იმისა, რომ საპენსიო ფონდის აქტივები პირველი 5 წლის მანძილზე ნაკლებად რისკიან პორტფელში უნდა განთავსდეს, კომპანია “TBC კაპიტალის” პროგნოზის მიხედვით, 2023 წლისთვის საპენსიო ფონდის აქტივების მოცულობა 4 მილიარდ ლარს მიაღწევს, რომლის 10% (398 მლნ ლარი) ადგილობრივ ფასიან ქაღალდებში განთავსდება. შესაბამისად, საპენსიო ფონდის არსებობა გაზრდის კაპიტალის ბაზარზე მოთხოვნას, რისთვისაც საჭიროა წინასწარი ნიადაგის მომზადება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა.

ისევე როგორც ნებისმიერი ბაზრისთვის, ფასიანი ქაღალდების ბაზრისთვისაც აუცილებელია გამჭვირვალობა, კონკურენტული გარემოს არსებობა და სანდოობა. აღნიშნული პირობების არსებობა გაუადვილებს ინვესტორებს (როგორც ადგილობრივს, ისე უცხოელს) გადაწყვეტილების მიღებას, ხელს შეუწყობს სტაბილურობას, შეამცირებს რისკს და შესაბამისად, გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში ცვლილებების შეტანის თაობაზე“ კანონპროექტის თანახმად, საჯარო ფასიანი ქაღალდების ყველა ემიტენტი ვალდებულია პერიოდულად აწარმოოს და გამოაქვეყნოს ანგარიშგება. ამასთანავე, საჯარო ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებს ეკისრებათ ფინანსური ანგარიშგებების არა მხოლოდ ეროვნული ბანკისთვის წარდგენის, არამედ გასაჯაროების ვალდებულებაც (როგორც წლიური აუდიტირებული, ისევე ნახევარწლიური არააუდიტირებული). ასევე, კანონპროექტით, საჯარო ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებს ეკისრებათ ახალი ვალდებულება, მოამზადონ ცალკე შუალედური მმართველობის ანგარიშგება. რაც, თავის მხრივ, უზრუნველყოფს ბაზრის გამჭვირვალობასა და მის მიმართ ინვესტორთა ნდობის ამაღლებას. თუმცა, ასევე აღსანიშნავია, რომ დამატებითი ანგარიშგების ვალდებულება ემიტენტებს აიძულებს გამოყოფნ დამატებითი ფინანსური თუ ადამიანური რესურსი აღნიშნული ანგარიშგებების მოსამზადებლად, რაც დამატებით ხარჯებთანაა დაკავშირებული.

აღსანიშნავია, რომ გაზრდილი ფინანსური ხარჯების გამო<sup>8</sup> საფონდო ბირჟა 2018 წელს დატოვა 60-მდე კომპანიამ<sup>9</sup> და არსებობს ალბათობა, რომ ზემოხსენებული დამატებითი

<sup>8</sup> როგორც კომპანიები აცხადებენ, „ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგებისა და აუდიტის შესახებ“ კანონში ცვლილების შეტანამ გამოიწვია დამატებითი აუდიტორული ხარჯების საჭიროება, რის გამოც მათ საფონდო ბაზრის დატოვება მოუწიათ.

<sup>9</sup> წყარო: <https://www.bm.ge/ka/article/2018-wels-saqartvelos-safondo-birja-60-mde-kompaniam-datova/27628>  
თბილისის საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარის გიორგი ფარესიშვილის განცხადებით, 2018 წელს საქართველოს საფონდო ბირჟა 60-მდე კომპანიამ დატოვა. „ამის მიზეზი გახლდათ ის, რომ ძალაში შევიდა აუდიტისა და ბუღალტრული აღრიცხვის შესახებ კანონი, რომელიც კომპანიებს ავალდებულებდათ

ანგარიშგების ვალდებულების ფონზე, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი კვლავაც დატოვოს რამოდენიმე კომპანიამ.

ეს ერთის მხრივ გამოიწვევს ბაზრის გაჯანსაღებას, რამდენადაც ბაზარზე დარჩებიან ის მსხვილი კომპანიები, რომელთა საქმიანობა გამჭვირვალე და სანდოა, მეორეს მხრივ კი, შეამცირებს დივერსიფიკაციას და შესაძლოა უარყოფითად იმოქმედოს ბაზრის ზომაზე. თუმცა, აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ დღეის მდგომარეობით, საფონდო ბაზარზე არსებობენ ისეთი კომპანიები, რომელთა წილი მიზერულია და მათი ბაზრიდან გასვლა დიდ გავლენას ვერ იქონიებს ბაზრის კაპიტალიზაციაზე.

## შეჯამება

იმისათვის რომ კანონში შესულმა ცვლილებებმა მაქსიმალური ეფექტი გამოიღოს და მიღწეულ იქნას დასახული მიზანი, გამჭვირვალობის ზრდასთან ერთად აუცილებელია ფინანსური განათლების ზრდა. ემიტენტებს სჭირდებათ შესაბამისი ცოდნა, რომ აწარმოონ გამჭვირვალე და სანდო ფინანსური ანგარიშგება შესაბამისი სტანდარტების დაცვით. განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი კი პოტენციური ემიტენტების ფინანსური განათლებაა (იმისათვის, რომ ბაზარზე შესვლის შესაძლებლობა ჰქონდეთ მცირე ბიზნესებსაც). საჭიროა მათ კარგად ესმოდეთ კაპიტალის ბაზარზე რესურსების მოზიდვის შესაძლებლობები. პოტენციურ ემიტენტებს სჭირდებათ შესაბამისი ცოდნა, თუ რა ეტაპები უნდა გაიარონ ემისიის წარმატებით განხორციელებისათვის, როგორ შეასრულონ მარეგულირებლისა და საკანონმდებლო მოთხოვნები. აღნიშნული ხაზგასმულია საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტროს 2016 წლის „კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიაში“. მიუხედავად იმისა, რომ ეროვნული ბანკი პერიოდულად ატარებს ფინანსური განათლების ამაღლების შესახებ ღონისძიებებს (ეროვნულ ბანკში შეიქმნა მომხმარებელთა უფლებების დაცვისა და ფინანსური განათლების დეპარტამენტი, დაიბეჭდა და გავრცელდა ბროშურები მცირე და საშუალო მეწარმეებისათვის, შევიდა ფინანსური განათლების კომპონენტი სკოლებში და ა.შ.), ფინანსური განათლების დონე კვლავაც დაბალია, განსაკუთრებით კი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსისა და უპირატესობების შესახებ, პოტენციურ ემიტენტებსა და საზოგადოებაში.

---

დაეჭირავებინათ შესაბამისი დონის აუდიტორული კომპანია. ეს იყო მძიმე ფინანსური ტვირთი და შესაბამისად, მიიღეს გადაწყვეტილება, რომ საფონდო ბირჟიდან გასულიყვნენ“.

## ბიბლიოგრაფია

საქართველოს ეროვნული ბანკი, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმოხილვა“, *ეკონომიკა და საბანკო საქმე*, [https://www.nbg.gov.ge/bankjournal/index.php?m=115&blog\\_id=190](https://www.nbg.gov.ge/bankjournal/index.php?m=115&blog_id=190)

საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, „კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია“, 2016  
[http://www.economy.ge/uploads/ecopolitic/capital/Capital\\_Market\\_Development\\_Strategy\\_geo.pdf](http://www.economy.ge/uploads/ecopolitic/capital/Capital_Market_Development_Strategy_geo.pdf)

ISET Policy Institute, „კაპიტალის ბაზრის განვითარება“, 2018 [https://reformeter.iset-pi.ge/system/reform\\_survey\\_reports/17/ka/%E1%83%90%E1%83%9C%E1%83%92%E1%83%90%E1%83%A0%E1%83%98%E1%83%A8%E1%83%98\\_II\\_%E1%83%A4%E1%83%90%E1%83%96%E1%83%90.pdf](https://reformeter.iset-pi.ge/system/reform_survey_reports/17/ka/%E1%83%90%E1%83%9C%E1%83%92%E1%83%90%E1%83%A0%E1%83%98%E1%83%A8%E1%83%98_II_%E1%83%A4%E1%83%90%E1%83%96%E1%83%90.pdf)

თიბისი კაპიტალი, „ობლიგაციების ბაზარი საქართველოში“, 2019  
<https://www.tbcresearch.ge/en/Research/Download?ResearchId=190&Type=PDF>

მსოფლიო ბანკი, Global Financial Development Database,  
<https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database?fbclid=IwAR0MuqIylduyEL3jDybvSmra7hj2ltCpczLlHof0LSi-gpSTr7XMIIm7mj4o>

Asli Demirguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, „The Evolving Importance of Banks and Securities Markets“, *The World Bank*, 2011  
[http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Banks\\_and\\_SecuritiesWP5805.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Banks_and_SecuritiesWP5805.pdf)

Demirguc-Kunt, A., Levine, R. 2001. Financial Structures and Economic Growth: A Cross Country Comparison of Banks, Markets, and Development. MIT Press, Cambridge, MA.

საქართველოს საფონდო ბირჟა, ანგარიშები <https://www.gse.ge/reports>

საპენსიო სააგენტო, <https://www.pensions.ge/>

საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=487>

მსოფლიო ბანკი, Market Capitalization Of Listed Domestic Companies, 2018  
<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

სტატისტიკა, Largest Stock Exchanges In Europe By Domestic Market Capitalization, 2019  
<https://www.statista.com/statistics/693587/stock-exchanges-market-capitalization-europe/>

Bulgarian Association of Licensed Investment Intermediaries (BALII), „Overview Of The Bulgarian Capital Market“, 2013 [http://balip.com/download/BG\\_Capitalmarket\\_2013.pdf](http://balip.com/download/BG_Capitalmarket_2013.pdf)

Financial Supervision Commission, „The Public Offering of Securities Act“  
<https://www.fsc.bg/en/markets/capital-market/legal-framework/laws/>

ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი, „Bulgaria - Law On Public Offering Of Securities“ <https://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/bulgarsm.pdf>

Federal Financial Supervisory Authority, “Transparency Requirements”, 2018  
[https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Transparenzpflichten/transparenzpflichten\\_node\\_en.html](https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/BoersenMaerkte/Transparenzpflichten/transparenzpflichten_node_en.html)

Riigi Teataja, “Securities Market Act”  
<https://www.riigiteataja.ee/en/eli/ee/506062014002/consolide>

Finantsinspektsioon, <https://www.fi.ee/en>

OECD, “Lithuania: Review Of The Financial System”, 2017  
<https://www.oecd.org/finance/Lithuania-financial-markets-2017.pdf>

ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი, “Lithuania – Law On Securities”  
<https://www.ebrd.com/downloads/legal/securities/lithsec.pdf>

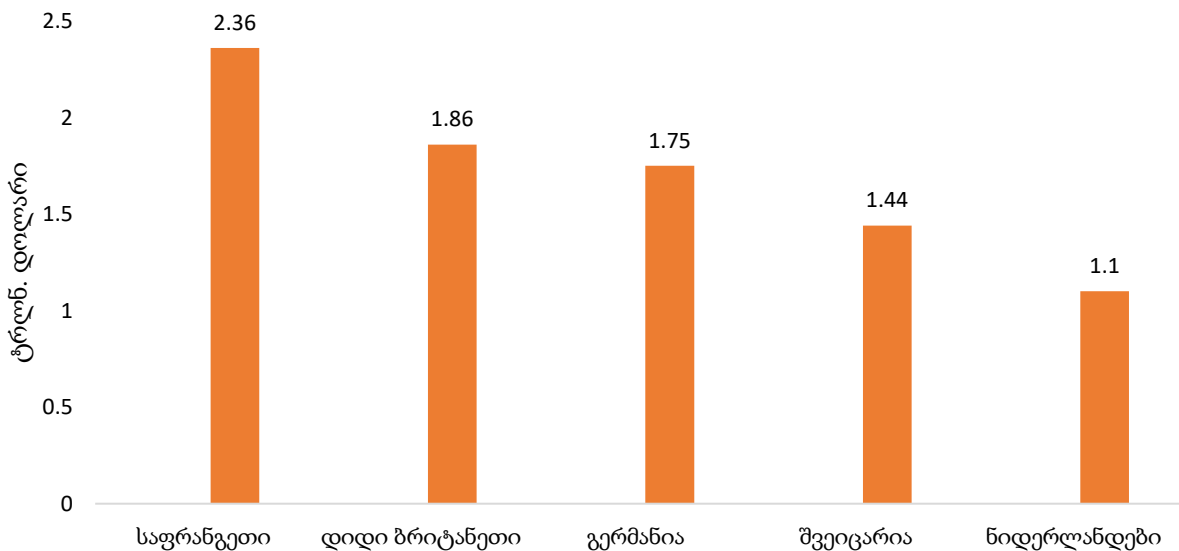
## დანართი

2018 წლის მონაცემების თანახმად, მსოფლიო მასშტაბით ადგილობრივი კომპანიების ბაზრის კაპიტალიზაციის აბსოლუტური მაჩვენებლის მიხედვით, პირველ ხუთეულს იკავებს შემდეგი ქვეყნები:

- აშშ (30.4 ტრლნ დოლარი),
- ჩინეთი (6.3 ტრლნ დოლარი),
- იაპონია (5.3 ტრლნ დოლარი),
- ჰონგ კონგი (3.8 ტრლნ დოლარი),
- საფრანგეთი (2.4 ტრლნ დოლარი).

იმავე მაჩვენებლის მიხედვით, ევროპის ქვეყნებიდან მოწინავე ადგილები უკავიათ: საფრანგეთს (2.36 ტრლნ დოლარი), დიდ ბრიტანეთს (1.86 ტრლნ დოლარი), გერმანიას (1.75 ტრლნ დოლარი), შვეიცარიას (1.44 ტრლნ დოლარი), ნიდერლანდებს (1.1 ტრლნ დოლარი).

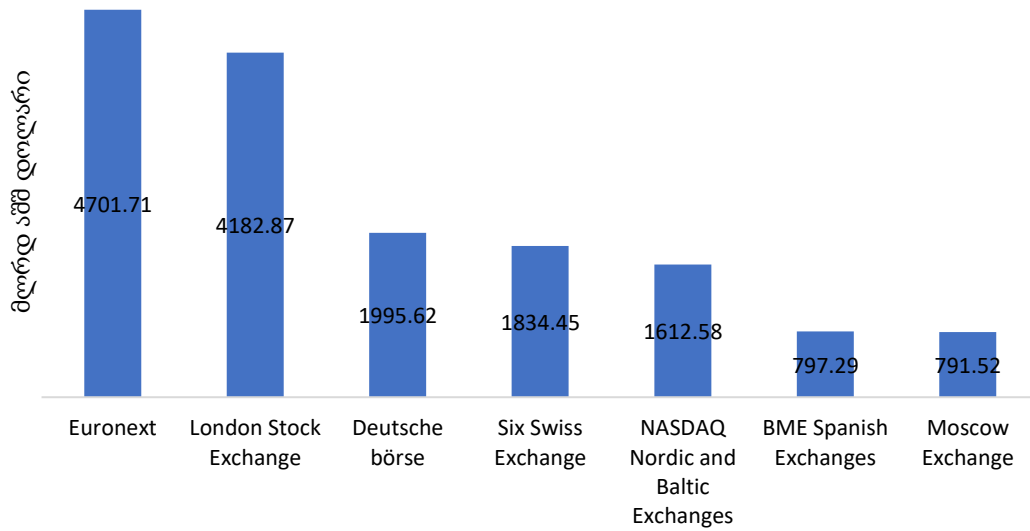
**დიაგრამა 1: ადგილობრივი კომპანიების ბაზრის კაპიტალიზაცია ქვეყნების მიხედვით (2018)**



წყარო: მსოფლიო ბანკი

თითქმის ყველა ევროპულ ქვეყანას აქვს საფონდო ბირჟა, თუმცა მათ შორის უმსხვილეს საფონდო ბირჟებს მიეკუთვნება: Euronext, London Stock Exchange, Deutsche börse, Six Swiss Exchange, NASDAQ Nordic AND Baltic Exchanges, Moscow Exchange. მათი ჯამური საბაზრო კაპიტალიზაცია აჭარბებს 1 ტრილიონ აშშ დოლარს.

**დიაგრამა 2: ევროპის უმსხვილესი საფონდო ბირჟები საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვით, 2019**



წყარო: statista.com

განვიხილოთ კაპიტალის ბაზრის გამჭვირვალობასთან და ინსაიდერული ინფორმაციის გამჟღავნებასთან დაკავშირებული საკითხების რეგულირება, ადგილობრივი სამართლებრივი აქტების მიხედვით, ევროპის შემდეგ ქვეყნებში:

- ბულგარეთი
- გერმანია
- ესტონეთი
- ლიეტუვა

## ბულგარეთი

ფინანსური ზედამხედველობის კომისია (Financial Supervision Commission), არის კაპიტალის ბაზრებისა და საინვესტიციო კომპანიების ძირითადი მარეგულირებელი. მისი მთავარი მისიაა განახორციელოს კაპიტალის ბაზრის რეგულირება და კონტროლი, რათა უზრუნველყოს ინვესტორთა დაცულობა და ხელი შეუწყოს გამჭვირვალე და ეფექტიანი კაპიტალის ბაზრის განვითარებას. კომისია არის პარლამენტის უფლებამოსილების ქვეშ არსებული დამოუკიდებელი სახელმწიფო ორგანო და საქმიანობის ანგარიშის წარდგენას ახორციელებს ბულგარეთის რესპუბლიკის ეროვნულ ასამბლეასთან ერთად.

The Public Offering of Securities Act - არეგულირებს ბულგარეთში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ოპერაციებსა და ინვესტორთა საქმიანობას. აქტის მიხედვით:

- ყველა ემიტენტმა საჯაროდ უნდა გამოაქვეყნოს მისი წლიური ფინანსური ანგარიში, ფინანსური წლის დასრულებიდან 90 დღის ვადაში;
- ყველა ემიტენტმა, რომელიც ვალდებულია, რომ მოამზადოს კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიში, უნდა მოახდინოს მისი გამოაქვეყნება ფინანსური წლის დასრულებიდან 120 დღის ვადაში;
- ემიტენტი ვალდებულია უზრუნველყოს მისი წლიური ფინანსური ანგარიშებისა და კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშების საჯაროდ ხელმისაწვდომობა მინიმუმ 10 წლის განმავლობაში;
- წლიური ფინანსური ანგარიში (annual financial report) უნდა მოიცავდეს შემდეგ დოკუმენტებს :
  1. წლიური ფინანსური ანგარიშგებები, რომლებიც მომზადებული იქნება საბუღალტრო აქტის მიხედვით და იქნება რეგისტრირებული აუდიტორის მიერ აუდიტირებული. ასევე თან უნდა იყოს დართული აუდიტის ანგარიში;
  2. წლიური ანგარიში (annual report);
  3. იმ აუდიტორის განცხადება, რომელმაც მოახდინა ემიტენტი ფირმის ფინანსური ანგარიშგების სერტიფიცირება, ფირმის სახელისა და საფოსტო მისამართის მითითებით;
  4. ემიტენტის წარმომადგენელი პირების დეკლარაცია, მათი სახელებისა და ფუნქციების მითითებით;

5. ნებისმიერი სხვა ინფორმაცია, რაც განკარგულებით შეიძლება იყოს განსაზღვრული.

საქმიანობის წლიური ანგარიში ასევე უნდა შეიცავდეს კორპორატიული მართვის დეკლარაციას, რომელიც თავის მხრივ უნდა მოიცავდეს ინფორმაციას:

- რამდენად შესაბამისობაშია ემიტენტი კომისიის მიერ აღიარებულ კორპორატიული მართვის კოდას;
- კორპორატიული მართვის პრაქტიკების შესახებ, რომელსაც იყენებს ემიტენტი ფირმა;
- ემიტენტის შიდა კონტროლის სისტემისა და ფინანსურ ანგარიშგებების მომზადებასთან დაკავშირებული რისკის მართვის სისტემის ძირითადი მახასიათებლების შესახებ.

## გერმანია

ევროპის ბაზრის ბოროტად გამოყენების რეგულაცია (The European Market Abuse Regulation (MAR)) და გერმანიის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის აქტი (German Securities Trading Act), ფინანსური ინსტრუმენტების ემიტენტებისთვის, ადგენს ინფორმაციის გამოქვეყნების შესახებ მოთხოვნებს, რათა კაპიტალის ბაზრის მონაწილეებს საშუალება მიეცეს, მიიღონ დროული ინფორმაცია იმ კომპანიების შესახებ, რომელთა ფასიან ქაღალდებსაც ფლობენ ან აპირებენ, რომ შეიძინონ. გამჭვირვალობის ეს მოთხოვნები ეხება არამხოლოდ ემიტენტებს, რომელთა ფასიანი ქაღალდებიც უკვე დაშვებულია ორგანიზებულ ბაზარზე, არამედ ზოგ შემთხვევაში მათაც, ვინც ვაჭრობს რეგულირებულ არაოფიციალურ ბაზრებზე მულტილატერალური ელექტრონული პლატფორმების გამოყენებით.

ევროპის ბაზრის ბოროტად გამოყენების რეგულაციის შესაბამისად:

- ფინანსური ინსტრუმენტების ემიტენტებს მოეთხოვებათ გამოაქვეყნონ ყველა ინსაიდერული ინფორმაცია, რამაც შესაძლოა მნიშვნელოვანი გავლენა იქონიოს ფინანსური ინსტრუმენტის ფასზე. ამ მოთხოვნის მიზანია კაპიტალის ბაზრის ყველა მონაწილეს რაც შეიძლება სწრაფად ჰქონდეს წვდომა კომპანიების შესახებ მნიშვნელოვან ინფორმაციაზე და ამგვარად მოხდეს ინსაიდერული გარიგებების<sup>10</sup> პრევენცია.
- პირები, რომლებიც არიან ემიტენტი კომპანიის მენეჯერულ პოზიციებზე, მაგალითად აღმასრულებელი ან სამეთვალყურეო საბჭოს წევრები, ვალდებული არიან დროულად წარადგინონ საკუთარი ტრანზაქციები. აღნიშნული მოთხოვნა ასევე ემსახურება ინსაიდერული გარიგებების პრევენციას.
- ინფორმაცია ემიტენტის ინვესტიციების ან კომპანიიდან მსხვილი ინვესტორების გასვლის შესახებ, უნდა იქნას გამოქვეყნებული. აღნიშნული არის უაღრესად

<sup>10</sup> კომპანიაში ფასიანი ქაღალდების არალეგალური ყიდვა - გაყიდვა იმ ადამიანების მიერ რომლებიც მუშაობენ კომპანიაში და ფლობენ შიდა ინფორმაციებს.

მნიშვნელოვანი კაპიტალის ბაზრებისთვის, ვინაიდან იძლევა მინიშნებებს კომპანიის სამომავლო საქმიანობის შესახებ.

- ინფორმაცია, რომელიც ეხება აქციონერთა კრების მოწვევისა და დღის წესრიგს, აგრეთვე, ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული უფლებების მნიშვნელოვან ცვლილებებს, უნდა იქნას გამოქვეყნებული. აღნიშნული ხელს შეუწყობს ფასიანი ქაღალდების მფლობელებს თავიანთი უფლებებით სარგებლობაში.
- საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებულ კომპანიებს მოეთხოვებათ გამოაქვეყნონ წლიური და ნახევარწლიური ფინანსური ანგარიშები, ასევე გადახდის ანგარიშები, თუ ეს შესაძლებელია. აღნიშნული მოთხოვნის მიზანია ინვესტორებს ჰქონდეთ რეგულარული ინფორმაცია კომპანიის საქმიანობის შესახებ.

## ესტონეთი

ესტონეთის ფინანსური ზედამხედველობისა და რეზოლუციის ორგანო ახორციელებს ბანკების, სადაზღვევო კომპანიების, საინვესტიციო ფირმების, საინვესტიციო და საპენსიო ფონდების, საკრედიტო შუამავლების და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებას. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის აქტის (Securities Market Act) მიხედვით, რეგულირდება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირებასა და მასში მონაწილეობასთან დაკავშირებული სხვადასხვა ასპექტები, მათ შორის ბაზრის გამჭვირვალობასთან დაკავშირებული საკითხები:

- საინვესტიციო ფირმა, რომელიც საკუთარი ან კლიენტის სახელით ახორციელებს ტრანზაქციებს, უნდა აქვეყნებდეს ტრანზაქციების დროის, მოცულობისა და ფასების შესახებ ინფორმაციას, რომელიც ადვილად იქნება ხელმისაწვდომი ბაზრის სხვა მონაწილეებისთვის.
- საინვესტიციო ფირმამ უნდა უზრუნველყოს მისი საქმიანობისა და ფინანსური მდგომარეობის შესახებ სანდო ინფორმაციის მომზადება და კანონის შესაბამისად საზედამხედველო ორგანოსთვის მიწოდება. საზედამხედველო ორგანოს, საზედამხედველო ფუნქციის აღსრულებისთვის, უფლება აქვს მოითხოვოს დამატებითი ანგარიშების წარდგენა, მათ შორის საინვესტიციო ფირმის მიერ მიწოდებული სერვისების შესახებ.
- ყოველდღიური ტრანზაქციების შესახებ ინფორმაციის (ტრანზაქციის დრო, ტრანზაქციის მონაწილე, ფინანსური ქაღალდის ტიპი, ნომერი, ნომინალური ღირებულება და ფასი) აღრიცხვა ქრონოლოგიურად უნდა განხორციელდეს და შენახულ იქნეს არანაკლებ 5 წლის განმავლობაში ბაზრის ოპერატორის მიერ.
- საინვესტიციო ფირმამ უნდა წარადგინოს წლიური ანგარიში ფინანსური წლის დასრულებიდან ოთხი თვის განმავლობაში. თუ ფირმა ფლობს სერვისის განხორციელების ლიცენზიას, მაშინ მოეთხოვება საზედამხედველო ორგანოს წარუდგინოს საჯარო წლიური ანგარიში გასული ექვსი და თორმეტი თვის შესახებ. საინვესტიციო ფირმის მიერ წარსადგენი ანგარიშები ხელმისაწვდომი უნდა იყოს, როგორც ფირმის წარმომადგენლობებში, ასევე მის ვებ-გვერდზე. თუ ფირმას არ აქვს ვებ-გვერდი, მაშინ შეუძლია გამოიყენოს საზედამხედველო ორგანოს ვებ-გვერდი.

- ემიტენტი ვალდებულია წარადგინოს მისი წლიური ფინანსური ანგარიში, ფინანსური წლის დასრულებიდან ოთხ თვეში და უზრუნველყოს, რომ მისი საჯაროდ ხელმისაწვდომობა არანაკლებ ხუთი წლის განმავლობაში.
- წლიური ფინანსური ანგარიში უნდა მოიცავდეს აუდიტირებულ წლიურ ანგარიშგებებს (audited annual accounts), მმართველობით ანგარიშს (management report) და მმართველების დეკლარაციას (declaration by the management).
- თუ ემიტენტი ვალდებულია მოამზადოს კონსოლიდირებული ანგარიშები, მაშინ აუდიტირებული წლიური ანგარიშები უნდა შეიცავდეს კონსოლიდირებულ ანგარიშებს, რომლებიც შესაბამისობაშია დირექტივა No 1606/2002/EC - თან. თუ ემიტენტი ვალდებული არ არის მოამზადოს კონსოლიდირებული ანგარიშები, მაშინ აუდიტირებული წლიური ანგარიშები უნდა შეიცავდეს ანგარიშებს, რომლებიც შესაბამისობაშია იმ ქვეყნის შესაბამის კანონმდებლობასთან (Contracting State), სადაც ემიტენტი რეგისტრირებული.
- ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი ვალდებულია დაგვიანების გარეშე, ფინანსური წლის დასრულებიდან ორი თვის განმავლობაში გამოაქვეყნოს ნახევარი წლის ანგარიში, ფინანსური წლის პირველი ექვსი თვის შესახებ და უზრუნველყოს მისი საჯარო ხელმისაწვდომობა არანაკლებ 5 წლის განმავლობაში. ნახევარწლიური ანგარიში უნდა შეიცავდეს შემოკლებულ ანგარიშებს (abridged accounts), შუალედურ მმართველობით ანგარიშს (interim management report) და მმართველების დეკლარაციას (declaration by the management). შუალედური მმართველობითი ანგარიში უნდა მოიცავდეს ინფორმაციას, ფინანსური წლის პირველი ექვსი თვის განმავლობაში მომხდარი მნიშვნელოვანი მოვლენების შესახებ და მათ ეფექტს შემოკლებულ ანგარიშებზე, ასევე იმ ძირითადი რისკების და გაურკვევლობების აღწერას, რაც მომდევნო ექვს თვეს უკავშირდება. შემოკლებული ანგარიშები უნდა შეიცავდეს მიმდინარე წლის პირველი ექვსი თვის საბალანსო უწყისს და კუმულატიური შემოსავლების ანგარიშს, ასევე წინა საფინანსო წლის იმავე პერიოდის შესადარის საბალანსო უწყისს და შემოსავლების ანგარიშს (income report).
- ზემოთნახსენები ხუთი პუნქტი არ ეხება შემდეგ ემიტენტებს: სახელმწიფოს, რეგიონალურ ან ადგილობრივ მთავრობას, საერთაშორისო ორგანიზაციას ან სხვა საერთაშორისო ინსტიტუციას (რომელიც იმართება საჯარო კანონმდებლობით) და ევროპის ცენტრალურ ბანკს. ასევე, ემიტენტს, რომელიც უშვებს მხოლოდ სავალო ფასიან ქაღალდებს, რომლებიც დაშვებულია ბაზარზე სავაჭროდ და რომელთა ნომინალური ღირებულება არის მინიმუმ ასი ათასი ევრო, ან მისი ექვივალენტი (თუ სავალ ფასიანი ქაღალდი ნომინირებულია სხვა ვალუტაში).
- საზედამხედველო ორგანოს მოთხოვნისამებრ ყველა ვალდებულია მიაწოდოს მას მონაცემები იმ გარემოებების შესახებ, რომელიც ბადებს ეჭვებს ბაზრის ბოროტად გამოყენების თაობაზე. ბაზრის ბოროტად გამოყენების შესახებ ეჭვის გაჩენის შემთხვევაში საინვესტიციო სერვისების პროვაიდერს მოეთხოვება აცნობოს საზედამხედველო ორგანოს (Supervision Authority).
- საზედამხედველო ორგანოს მოთხოვნისამებრ, ემიტენტი, რომლის ფასიანი ქაღალდებიც დაშვებულია სავაჭროდ ბაზარზე (ასევე ემიტენტის მშობელი კოპანია) ვალდებულია საზედამხედველო ორგანოს მიაწოდოს ყველა ის ინსაიდერული ინფორმაცია, რაც შესაძლოა კავშირში იყოს გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებთან.

- საზედამხედველო ორგანომ შესაძლოა შეაგროვოს, შეინახოს და გამოიყენოს მისთვის მიწოდებული ინფორმაცია, რათა შეამოწმოს ადგილი ჰქონდა თუ არა წესების დარღვევას. ხოლო მიწოდებული ინფორმაცია, რომელიც არ ემსახურება აღნიშნულს უნდა განადგურდეს დაუყოვნებლივ.

## ლიეტუვა

2012 წლიდან ლიეტუვას ბანკი არის ფინანსური ბაზრებისა და ინსტიტუციების მარეგულირებელი ორგანო. მასთან კოორდინაციით ფინანსთა სამინისტრო აყალიბებს ფინანსურ ბაზრებთან დაკავშირებულ პოლიტიკას და შესაბამის სამართლებრივ აქტებს. ლიეტუვას რესპუბლიკის კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ, არეგულირებს ლიეტუვაში კაპიტალის ბაზართან დაკავშირებულ სხვადასხვა საკითხს. აღნიშნული კანონის მიხედვით,

- ემიტენტებმა ფასიანი ქაღალდების კომისიის მიერ დადგენილი წესის შესაბამისად, პერიოდულად უნდა მოამზადონ და გამოაქვეყნონ, შემდეგი ინფორმაცია:
  - წლიური ინფორმაცია (annual information)
  - შუალედური ინფორმაცია (interim information)

აღნიშნული მოთხოვნისგან თავისუფლდება ემიტენტი, რომლის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების (ყველა ფასიანი ქაღალდი გარდა აქციებისა) ნომინალური ღირებულება აღემატება ორმოცდაათი ათას ევროს ასევე, საჯარო ორგანოები, ევროპის ცენტრალური ბანკი, წევრი სახელმწიფოების ცენტრალური ბანკები და საერთაშორისო ორგანიზაციები.

- ემიტენტმა უნდა უზრუნველყოს, რომ მისი პერიოდული ანგარიშები ხელმისაწვდომი იყოს მის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების მფლობელებისთვის.
- წლიური ინფორმაცია უნდა მოიცავდეს შემდეგ ანგარიშებს:
  - აუდიტირებული ფინანსური ანგარიშგებები,
  - წლიური ანგარიში, რომელიც უნდა შეიცავდეს ინფორმაციას ემიტენტის საქმიანობასთან დაკავშირებული ძირითადი რისკებისა და არსებული საგანგებო სიტუაციების შესახებ.
  - ემიტენტის წარმომადგენელი პირების განცხადებები, იმის შესახებ, რომ ბუღალტრული აღრიცხვის მოქმედი სტანდარტების შესაბამისად მომზადებული ფინანსური ანგარიშგებები, იძლევა ნამდვილ და სამართლიან სურათს ემიტენტის აქტივების, ვალდებულებების, ფინანსური მდგომარეობის, მოგებისა და ზარალის შესახებ.

ამასთან, წლიურ ინფორმაციას თან უნდა ერთვოდეს დამოუკიდებელი აუდიტორის მოსაზრება. წლიური ინფორმაციის გამოქვეყნება უნდა მოხდეს ფინანსური წლის დასრულებიდან ოთხი თვის განმავლობაში.

- შუალედური ინფორმაცია უნდა მოიცავდეს 3, 6, 9 და 12 თვიან შუალედურ ფინანსურ ანგარიშგებებს (interim financial statements) და ემიტენტის წარმომადგენელი პირების განცხადებას, რომ ბუღალტრული აღრიცხვის მოქმედი

სტანდარტების შესაბამისად მომზადებული ფინანსური ანგარიშგებები, იძლევა ნამდვილ და სამართლიან სურათს ემიტენტის აქტივების, ვალდებულებების, ფინანსური მდგომარეობის, მოგებისა და ზარალის შესახებ. შუალედური ინფორმაცია უნდა გამოქვეყნდეს და გადაეცეს ფასიანი ქაღალდების კომისიას შესაბამისი ფინანსური პერიოდის დასრულებისთანავე, არაუგვიანეს 2 თვის განმავლობაში.

- პირი, რომელიც შეიძენს ემიტენტის აქციონერთა კრების ხმების 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 და 95 პროცენტს, ვალდებულია ხმების საერთო რაოდენობის შესახებ აცნობოს ფასიანი ქაღალდების კომისიასა და ემიტენტს არაუგვიანეს 4 სავაჭრო დღის განმავლობაში. აღნიშნული მოთხოვნა ძალაშია, თუ ადგილი ექნება მითითებულ ზღვრებზე გადაცდენას: გადაჭარბებას ან ჩამოცდენას.

---

*დოკუმენტი მომზადებულია საქართველოს პარლამენტის კანონშემოქმედებითი და საზედამხედველო საქმიანობის მხარდასაჭერად. მასში გამოთქმული მოსაზრებები ეკუთვნის ნაშრომის ავტორს და არ წარმოადგენს პარლამენტის ოფიციალურ პოზიციას. ნაშრომი დაგულია საავტორო უფლებებით და დოკუმენტის ან მისი ნაწილის გამოყენება წყაროს მითითებულად, ასევე მისი გავრცელება, ასლების შექმნა და მასში ცვლილებების შეტანა დაუშვებელია ავტორის ნებართვის გარეშე.*

ავტორები:  
თ. დუშუაშვილი  
[tdushuashvili@parliament.ge](mailto:tdushuashvili@parliament.ge)  
დ.პეტრიაშვილი  
[dpetriashvili@parliament.ge](mailto:dpetriashvili@parliament.ge)