

ციური დურული

*ფასიანი ქალაქდების ბაზარი
და მისი რეგულირება*

2009

საბაზრო სისტემაში ფინანსური ბაზრის ძირითადი ფუნქციები სრულდება ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვასთან დაკავშირებული, ან ბანკებისა და სხვა საკრედიტო დაწესებულებების დეპოზიტურ-საკრედიტო ოპერაციებით. აქედან გამომდინარე, ფინანსური ბაზარი ძირითადად მოიცავს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს და საბანკო კრედიტის ბაზარს. გარდა ამისა მასში შედის სავალუტო ბაზრის გარკვეული ნაწილი და ინვესტიციების ბაზრები.

ნაშრომში ზემოთ აღნიშნული საკითხების აქტუალობიდან გამომდინარე განხილულია: ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ცნება; ფასიანი ქაღალდები და მათი სახეები; ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი, სტრუქტურა და ფუნქციები; ფასიანი ქაღალდები ბაზრის ოპერაციები: საბირჟო ოპერაციები და საბირჟო ვაჭრობის პრინციპები; ინვესტორის როლი ფასიანი ბაზრის ფუნქციონირებაში; ფასიანი ქაღალდების თავისებურებანი თანამედროვე ეპოქაში; ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი რეგულირება; საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი საფუძვლები; საზღვარგარეთის ქვეყნების ფასიანი ქაღალდები და მათი როლი; ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში და საქართველოს ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი და მისი რეგულირება.

ნაშრომში გამოკვეთილია ის ფაქტები, რომლებიც მიუხედავად გარკვეული წარმატებებისა, კვლავ რჩება საქართველოს საფონდო ბირჟის, როგორც საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, პრობლემად. გამოთქმულია წინადადებები, რომლებიც ხელს შეუწყობს საფონდო ბაზრის უფრო ეფექტურ ფუნქციონირებას.

რედაქტორი : თსუ-ს ასოცირებული პროფესორი
მაია თეთრუაშვილი, ეკონ. აკადემიური დოქტორი

რეცენზენტები: გუ-ს სრული პროფესორი ნინო ლიპარტელიანი,
ეკონ. აკადემიური დოქტორი
გუ-ს სრული პროფესორი ნინო ორჯონიკიძე,
ეკონ. აკადემიური დოქტორი

შესავალი

საერთაშორისო დონეზე ეკონომიკური განვითარების გლობალიზაციამ მოითხოვა ფინანსური ბაზრების კონსოლიდაციის აუცილებლობა. კაპიტალის გატანის ინტერნაციონალიზაციამ სერიოზული კორექტივები შეიტანა მსოფლიოს ფინანსურ ინტეგრაციაში.

საერთაშორისო საკრედიტო-საფინანსო ბაზრები მსოფლიო მეურნეობის და მათ შორის საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი რგოლია.

საბაზრო ურთიერთობების პირობებში ეროვნული ეკონომიკის ფინანსური რესურსებით უზრუნველყოფა წარმოებს ფინანსური ბაზრის მეშვეობით. ფინანსური ბაზარი ფულადი სახსრების მოძრაობის ორგანიზაციის განსაკუთრებული ფორმაა.

საბაზრო სისტემაში ფინანსური ბაზრის ძირითადი ფუნქციები სრულდება ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვასთან დაკავშირებული, ან ბანკებისა და სხვა საკრედიტო დაწესებულებების დეპოზიტურ-საკრედიტო ოპერაციებით. აქედან გამომდინარე, ფინანსური ბაზარი ძირითადად მოიცავს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს და საბანკო კრედიტის ბაზარს.

გარდა ამისა მასში შედის ვალუტის ბაზრის გარკვეული ნაწილი და ინვესტიციების ბაზრები. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ფასიანი ქაღალდების ანუ ფიქციური კაპიტალის მიმოქცევის სფეროა. ფასიანი ქაღალდი დაგენილი ფორმის საფინანსო დოკუმენტია, რომელშიც ასახულია მფლობელის გარკვეული ქონებრივი უფლებები. აქედან გამომდინარე, იგი ყიდვა-გაყიდვის ობიექტიც არის. ფასიანი ქაღალდი, რომელიც კაპიტალის ნაირსახეობაა, შეიძლება იყოს როგორც მუდმივი, ისე ერთჯერადი შემოსავლის წყარო.

კლასობრივი განსაზღვრით კაპიტალი განსაზღვრული საზოგადოებრივი ურთიერთობაა, ღირებულებაა, რომელსაც მოაქვს ზედმეტი ღირებულება (კ. მარქსის მოძღვრებით). კლასობრივ საზოგადოებაში მთავარია სამარეწველო კაპიტალი, რომელიც თავის გარდაქმნილ ფორმებთან სავაჭრო და სასესხო კაპიტალთან ერთად წარმოადგენს საზოგადოებრივი სიმდიდრის ძირითად შემადგენელ ნაწილს. სამრეწველო კაპიტალთან ერთად არსებობს ე.წ. ფიქციური კაპიტალი.

ფიქციური კაპიტალი წარმოადგენს ფასიან ქაღალდებს, რომელსაც მათი მფლობელებისათვის

მოაქვს შემოსავალი და ასრულებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე დამოუკიდებელ მოძრაობას, სადაც მათ ყიდვიან და ყიდულობენ.

ფასიანი ქაღალდები თავისთავად ღირებულებასა და ზედმეტ ღირებულებას არ ქმნის, მაგრამ ისინი მათ მფლობელებს აძლევს უფლებას მიითვისოს სხვისი აუნაზღაურებელი შრომის გარკვეული ნაწილი სარგებლის ან დივიდენდის სახით. ფასიანი ქაღალდების მფლობელები მონაწილეობას ღებულობენ მოგების განაწილებაში. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წარმოშობა დაკავშირებულია სასესხო კაპიტალის ფორმირებასთან.

მწვავე კონკურენციულმა ბრძოლამ, მეცნიერულმა და ტექნოლოგიურმა რევოლუციამ და გაერთიანებების ფორმირებამ გამოიწვია არა მარტო სააქციონერო კაპიტალის, არამედ ობლიგაციური კაპიტალის მოზიდვა. აღნიშნულმა ფაქტმა, თავის მხრივ, გამოიწვია კერძო კომპანიებსა და კორპორაციებში აქციების პარალელურად ობლიგაციების ე.ი. ობლიგაციური სესხების, გამოშვება და განთავსება.

ფასიანი ქაღალდები უნდა პასუხობდნენ შემდეგ მოთხოვნებს: ბრუნვადობას, სამოქალაქო ბრუნვი-

სათვის მისაწვდომობას, დოკუმენტურობას, რეგულირებადობასა და სახელმწიფოს მიერ აღიარებას, ლიკვიდურობას და რისკს.

ჩვენი ნაშრომის თემაა ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. თემის აქტუალობიდან გამომდინარე მიზანშეწინილად მივიჩნით გაგვეხილა: ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ცნება; ფასიანი ქაღალდები და მათი სახეები; ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი, სტრუქტურა და ფუნქციები; ფასიანი ქაღალდები ბაზრის ოპერაციები: საბირჟო ოპერაციები და საბირჟო ვაჭრობის პრინციპები; ინვესტორის როლი ფასიანი ბაზრის ფუნქციონირებაში; ფასიანი ქაღალდების თავისებურებანი თანამედროვე ეპოქაში; ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი რეგულირება: საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი საფუძვლები; საზღვარგარეთის ქვეყნების ფასიანი ქაღალდები და მათი როლბა; ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში და საქართველოს ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი და მისი რეგულირება.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რომელიც ძირითადად წარმოდგენილია საქართველოს საფონდო ბირჟით ჯერ კიდევ ჩანასახოვან სტადიაშია.

ნაშრომში გამოკვეთილია ის ფუნდამენტური პრობლემები, რომლებიც მიუხედავად ამ მიმართულებით გარკვეული წინსვლისა, კვლავ პრობლემად რჩება.

თავი I. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი

1.1. ფასიანი ქაღალდები და მათი სახეები

საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლა რთული და მრავალწახნაგოვანი საქმეა, რომელიც მოითხოვს საბაზრო ურთიერთობებისათვის დამახასიათებელი კანონზომიერებების და ეროვნული ეკონომიკის განვითარების ტენდენციების გადრმავებულ შესწავლას.

პოსტსოციალისტურ ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოში, ობიექტური ისტორიული მიზეზების გამო, დღემდე შეუსწავლელია ფასიანი ქაღალდების, მისი ბაზრის ორგანიზაციის და ამ ბაზრის უმნიშვნელოვანესი მექანიზმის—საფონდო ბირჟის არსი და ფუნქციები.

ფასიანი ქაღალდები, დღემდე ვითარდება და შესამჩნევ როლს ასრულებს თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის ფუნქციონირებაში. მნიშვნელოვანი ცვლილებებით ხასიათდება ფასიანი ქაღალდების თანამედროვე ბაზრის ორგანიზაციული სტრუქტურა.

ფასიანი ქაღალდები უდიდეს როლს ასრულებენ ეროვნული ეკონომიკის აღორძინებაში. მისი მეშვეობით ხორციელდება საინვესტიციო პროცესი. თანაც, ეს უკანასკნელი ისეა აგებული, რომ ინვესტიციები ავტომატურად მიიმართება მეურნეობის ყველაზე ეფექტიან სფეროში. მას ღებულობენ ყველაზე მეტად სიცოცხლისუნარიანი საბაზრო სტრუქტურები.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მისი თანმხლები ფინანსური ინსტიტუტებით ის სფეროა, რომელშიც რეალიზდება საკუთრებითი ურთიერთობანი. წარმოებს ეკონომიკური ზრდის დაფინანსების წყაროების ფორმირება და საინვესტიციო რესურსების კონცენტრაცია და განაწილება-გადანაწილება.¹

ქვეყნის მთლიან შიდა პროდუქტში საწარმოო ინვესტიციების ხვედრითი წონის გადიდება შეუძლებელია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პოტენციური რეზერვების გამოყენების გარეშე.

დასავლეთის განვითარებულ ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია, უპირველეს ყოვლისა, განისაზღვრება მათი მიზნობრივი დანიშნულებით. ამ

¹ ლორთქიფანიძე მ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, თბ. 2005, გვ. 8

ნიშნით ფასიანი ქაღალდები იყოფა: აქციებად და ობლიგაციებად.

აქცია წარმოადგენს აქციონერული საზოგადოების წმინდა შემოსავლისა და აქტივების ნაწილზე საკუთრების ტიტულს.

აქციებს უშვებენ სააქციო საზოგადოებები (როგორც წესი მათ კორპორაციებს უწოდებენ).²

აქციონერული საზოგადოება არის მსხვილი საწარმოების ორგანიზაციული ფორმა, რომლის კაპიტალი იქმნება აქციებისა და ობლიგაციების გაყიდვით. აქციათა მფლობელები წარმოადგენენ აქციონერული საზოგადოების მკაპიეებს.

აქციონერულ საზოგადოებაში აქციონერებს შორის მოგება ნაწილდება დივიდენდის სახით. არსებობს დახურული და ღია აქციონერული საზოგადოებები. დახურულ საზოგადოებაში აქციები ნაწილდება დამფუძნებლებს შორის და არ გაიტანება თავისუფალ ვაჭრობაზე, ხოლო ღიაში—აქციებს თავისუფლად ყიდიან და ყიდულობენ.

აქციები წარმოადგენს მაღალორგანიზებული, კოლექტიური საკუთრების ფორმის ინსტრუმენტს,

² ჯიბუტი მ., საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ. 2003, გვ. 30

რომელიც დომინირებს თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკაში. რამდენადაც საქართველო დაადგა საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების რთულ გზას, მისი განხორციელების ერთ-ერთი მრავალფუნქციონალური მექანიზმი უნდა გახდეს აქციონერული საზოგადოება მისი მამოძრავებელი ღერძის აქციის სახით.

აქციის ამოსავალი განმარტება ასეთია: ის არის ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ადასტურებს მფლობელის უფლებას, მონაწილეობა მიიღოს აქციონერული საზოგადოების მართვაში, მოგებისა და ქონების ნაშთების განაწილებაში მისი ლიკვიდაციის დროს.

მსოფლიო პრაქტიკა იცნობს კოლექტიური საკუთრების სამ ძირითად იურიდიულ ფორმას:

ა). **„სრულ ამხანაგობას**; რომლის მონაწილენი აერთიანებენ მატერიალურ და შრომით რესურსებს, რათა განახორციელონ ერთობლივად სამეურნეო საქმიანობა და გააფართოვონ მისი მოქმედების ჰორიზონტი ინდივიდუალური მეწარმეობის შეზღუდულობის დაძლევიტ.

ამასთან, „სრულ ამხანაგობას” ახასიათებს ისეთი თავისებურებაც, რომელიც მას აახლოვებს

კერძო მეწარმეობასთან. ამხანაგობის მონაწილენი მთელი ქონებით აგებენ პასუხს თავიანთი საწარმოს ვალდებულებებზე და არა მარტო საკუთრების იმ ნაწილით, რომელიც ამ საქმეშია დაბანდებული;

ბ) „შეზღუდულ პასუხისმგებლობის საზოგადოებას“, რომლის მონაწილეებს, შეაქვთ რა საწესდებო ფონდში თავიანთი შენატანები (წილი, პაი), პასუხისმგებლობას იღებენ საზოგადოების ვალდებულებებზე მხოლოდ შეტანილი პაიის სიდიდის მოცულობით.

„შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება“-ს შეუძლია, ერთის მხრივ, გაცილებით მეტ კაპიტალს უყოს კონცენტრაცია, ვიდრე ეს სრულ ამხანაგობას შეუძლია. მეორეს მხრივ, გაერთიანების სიმტკიცეც მაღალია. საწარმო შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ფორმით არსებობს როგორც იურიდიული პირი, რომელიც გამოყოფილია ფიზიკური პირის – მეპაიესაგან. თუ მეპაიე გადაწყვეტს გამოვიდეს გაერთიანებიდან ან გარდაიცვლება, ბიზნესი აგრძელებს იურიდიულად არსებობს. „შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების“ ლიკვიდაცია მოითხოვს კანონით დადგენილი პროცედურის შესრულებას, რომელიც

ითვალისწინებს კრედიტორებთან ანგარიშსწორებას, გადასახადების გადახდას და დარჩენილი ქონების ნაწილის გადანაწილებას მეპაიეებს შორის.

გ). „აქციონერულ საზოგადოებას“, კოლექტიური საკუთრების ამ ფორმას, გარკვეული კავშირი აქვს შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების პრინციპებთან.

ცვლილებები აქციონერთა შემადგენლობაში იმავე წესით ხდება, როგორც დამახასიათებელია “შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებისათვის” საზოგადოების მონაწილეებთან შეთანხმებით. ეს არის დახურული აქციონერული საზოგადოება, ანუ ამერიკული ტექნოლოგიით, „კერძო კორპორაცია“.

აქციის, როგორც საკუთრების ტიტულის, მთავარი თავისებურება იმაში მდგომარეობს, რომ აქციონერს უფლება არა აქვს მოითხოვოს საზოგადოებისაგან მის მიერ შეტანილი თანხის დაბრუნება. სწორედ ეს აძლევს აქციონერულ საზოგადოებას საშუალებას თავისუფლად განაგოს მთელი თავისი კაპიტალი.

ამრიგად, აქცია არის მოწმობა პაის შესახებ, რომელიც შეტანილია მისი უკან მოთხოვნის უფლების გარეშე.

აქციები განკარგვის მიხედვით ორგვარია: სახელობითი და წარმომადგენლობითი.

სახელობითი აქცია, როგორც მისი სახელწოდება მეტყველებს, კონკრეტულ მესაკუთრეს ეკუთვნის, რომელიც ჩაითვლება საზოგადოების აქციონერად და სარგებლობს მისი ყველა უფლებით. სახელობითი აქციები რეგისტრირებულია სპციალურ ჟურნალში, რომლითაც ირკვევა ვის ეკუთვნის აქცია და რამდენ აქციას ფლობს.

წარმომადგენლობითი აქცია, რომელზედაც მითითებული არ არის მფლობელობის გვარი, ეკუთვნის იმას, ვინც მას მიმდინარე მომენტში ფლობს. ამ სახის აქციების შექმნა ყველა მყიდველს შეუძლია, მაგრამ მათ შესახებ საზოგადოებას არავითარი ინფორმაცია არ გააჩნია.

აქცია არის – საპაიო მოწმობა, რომელიც ვარგისია ყიდვა-გაყიდვისათვის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.

შესაბამისად, აქცია არის უვადო ქაღალდი, მისი გაგრძელება არ ხდება რომელიმე წინასწარ

შეთანხმებულ პერიოდში. აქციის სიცოცხლე წყდება მხოლოდ აქცონერული საზოგადოების საქმიანობის შეწყვეტისას. ეს ხდება:

ა) ნებაყოფლობითი ლიკვიდაციის;

ბ) სხვა კომპანიის მიერ მისი შთანთქმის, ან მასთან შერწყმისა და

გ) გაკოტრების შემთხვევაში.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით წარმოებს საფუძვლიანი ანალიზი აქციათა შემოსავლებისა და მათი ნორმალური ღირებულების წონაღობაზე.

აქციების პარალელურად არსებობს სხვა სახის ფასიანი ქაღალდებიც, რომელიც მათ მფლობელებს არ აძლევს საკუთრების უფლებას. მათ შორის აღსანიშნავია – ობლიგაციები, საბანკო აქციები, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და სხვა.

ობლიგაციები – ჩვენს პირობებში ობლიგაციების ფართოდ გამოყენებას მომავალში დიდი გასაქანი ექნება. ასეთ ბაზარზე ემინენტები სახელმწიფოს გარდა შეიძლება გახდეს კერძო და კოოპერაციული საწარმოები, საკრედიტო დაწესებულებები და ა.შ.

ობლიგაციას უშვებს როგორც კორპორაცია, ისე მთავრობა.³

როდესაც ომი მიმდინარეობს უპირატესობა ახალი ფულის ემისიას უნდა მიეცეს, მაგრამ მშვიდობიან პერიოდში დიდი მნიშვნელობა ენიჭება სახელმწიფო სესხის ობლიგაციების გამოშვებას. ასეთ შემთხვევაში მთავრობა მოსახლეობისაგან სესხულობს ფულს, ყიდის რა მათზე ფასიან ქაღალდებს (ობლიგაციებს). ნასესხებ ფულს უწოდებენ სახელმწიფოს ვალს, ე.ი. მთავრობის მიერ მოსახლეობისაგან აღებულ ვალს.

განვიხილოთ ობლიგაციის არსი. რა არის ობლიგაცია? ობლიგაცია ფასიანი ქაღალდია, რომელიც წარმოადგენს ხანგრძლივი პერიოდის მანძილზე განსაზღვრული თანხის გადახდის ვალდებულებას, მისი ტირაჟში შესვლამდე. ტირაჟში შესვლის დროისათვის ემიტენტი ვალდებულია ობლიგაციის მფლობელს გადაუხადოს ნორმალური ღირებულების კაპიტალიზებული ფასი, ობლიგაციებზე ყოველწლიურად გადახდილი

³ ჯიბუტი მ., საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ. 2003, გვ. 31

ფულადი თანხა შეადგენს პროცენტულ შემოსავალს. ჩვეულებრივ ამ გადასახადს „კუპონურ გადასახდელებს“ უწოდებენ.

კლასიკური ფორმით ობლიგაცია დღემდე ინარჩუნებს ძველებურ სახეს. იგი არის ვადის მოწმობა, რომელიც მოიცავს ორ მთავარ ელემენტს:

1. ემიტენტის ვალდებულებას, დაუბრუნოს ობლიგაციის მფლობელს რეგულარული ფიქსირებული შემოსავალი ობლიგაციაზე აღნიშნული ნომინალური ღირებულებიდან პროცენტის სახით;

2. ემიტენტის ვალდებულებას, გადაუხადოს ობლიგაციის მფლობელს დათქმული ვადის გასვლის შემდეგ თანხა, რომელიც მან მიიღო მოცემული ობლიგაციის გამოშვების დროს.

ობლიგაცია არის სტანდარტიზებული იურიდიული დოკუმენტი, რომელიც ვარგისია ყიდვა-გაყიდვისათვის.

ობლიგაციების გამოშვება მაშინ ხორციელდება, როდესაც სახსრები აუცილებელია კონკრეტული, მკაცრად განსაზღვრული მიზნით. ამასთან, დასაფასებელი საინვესტიციო პროექტის შედეგად

მოსალოდნელი შემოსავლები და ხარჯები შეიძლება საკმაო დამაჯერებლობით ვიწინასწარმეტყველოთ.

ობლიგაციები მიზნის მიხედვით სამ ჯგუფად იყოფა:

1. ობლიგაციები, რომლებიც გამოშვებულია ახალი პროექტების დასაფინანსებლად, რომელთა განხორციელებასაც ემიტენტი აპირებს;

2. ობლიგაციები, რომლებიც გამოშვებულია ემიტენტის დავალიანების რეფინანსირებისათვის;

3. ობლიგაციები, რომლებიც გამოშვებულია იმ ღონისძიებთა დასაფინანსებლად, რომელთაც ემიტენტის საქმიანობასთან კავშირი არა აქვს.

გამოშვების ვადის მიხედვით ობლიგაციები იყოფა საშუალოვადიან და გრძელვადიან ობლიგაციებად. პირველს მიეკუთვნება ობლიგაციები 1-დან 10 წლამდე ვადით, მეორეს – 10 წელზე მეტი ვადით.

ჩვეულებრივ სიტუცაში გრძელვადიან ობლიგაციებზე სარგებელი უფრო მაღალია, ვიდრე საშუალოვადინაზე.

ეს იმით არის გამოწვეული, რომ კრედიტის ხანგრძლივი პერიოდით გაცემა მეტ რისკთან არის დაკავშირებული.

სააიმედლობის თვალსაზრისით ობლიგაციები იყოფა: საწინდართ უზრუნველყოფილად და საწინდართ არაუზრუნველყოფილად.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში ხშირად გვხვდება ცნებები: „უფროსი ფასიანი ქაღალდები“ და „უმცროსი ფასიანი ქაღალდები“. პირველ შემთხვევაში იგულისხმება ობლიგაციები, რომლებიც საწინდართ არის უზრუნველყოფილი, ხოლო მეორე შემთხვევაში – არაუზრუნველყოფილი.

1. 2. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტრუქტურა და ფუნქციები

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი წარმოადგენს ბაზარს, სადაც ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის შედეგად ხდება ფულადი რესურსების გადაწყვეტილება მის მომწოდებელსა (ინვესტორებს) და მომხმარებლებს (ემიტენტებს) შორის.

განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უმეტეს ქვეყნებში წარმოადგენს ფინანსების ალტერნატიულ წყაროს, ხელს უწყობს რა დროებით თავისუფალი სახსრების ეფექტურ გამოყენებას ეკონომიკაში. ამასთან, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, მისი არსიდან გამომდინარე, სამართლიანი ფასის წარმოქმნის და კურსის ფორმირებას უზრუნველყოფს, ახდენს რა ვაჭრობის ორგანიზებას მონაწილეთათვის მისაღები თამაშის წესებით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იძლევა ინფორმაციას ქვეყნის ეკონომიკური კონიუნქტურის და კაპიტალის განვითარების ორიენტირების შესახებ. ეს ინფორმაცია წარმოდგენილია ფასიანი ქაღალდების კურსების საშუალებით. რომელიმე კომპანიის აქციათა კურსის ზრდის დადებითი ტენდენცია, კომპანიის სამეურნეო საქმიანობის წარმატებულობის და პრესპექტივის მაჩვენებელია.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი არის აგრეთვე საწარმოთა ფუნქციონირების გამჭვირვალობის ზრდა, ხოლო კომპანიის მენეჯმენტის მხრიდან ინფორმაციის საჯაროობის გონივრულად აწყობილი სისტემა წარმოადგენს კომპანიის ფასიანი

ქაღალდების ბაზრის ფორმირების ინვესტიციების მოზიდვის საფუძველს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების მთავარი მიზნაია—უზრუნველყოს ისეთი მექანიზმის არსებობა, რომლის საშუალებითაც შესაძლებელი იქნება ეკონომიკაში ინვესტიციების მოზიდვა ამ სახსრების მომწოდებელსა და მის მომხმარებელს შორის აუცილებელი კონტაქტის დამყარების გზით. ამავე დროს აუცილებელია, რომ არსებული მექანიზმი ხელს უწყობდეს სახსრების ეფექტურ და დროულ გადაცემას და თან ასეთ გადაცემას იურიდიული ძალა უნდა ჰქონდეს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ფუნქციებია:

- ფულის სახსრების განაწილება ინვესტიციების მიზნით;

- ფინანსური რისკების განაწილება;

- ფინანსური რისკების ლიკვიდრობის უზრუნველყოფა;

- ფასიანი ქაღალდების კურსის განსაზღვრა (საფონდო ინსტრუმენტებზე ფასწარმოქმნა);

- ეკონომიკის და მისი ფინანსური სექტორის მდგომარეობის ინდიკაცია;

– საინვესტიციო გადაწყვეტილებაზე მოქმედი ინფორმაციის გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა.⁴

განვითრებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ფუნქციონირებს ფასიანი ქაღალდების სამი ძირითადი ბაზარი: პირველადი (არასაბირჟო), მეორადი (საფონდო) და ბირჟის გარეშე (ქუჩის).⁵ პირველადი და მეორადი ბაზარი თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის (განსაკუთრებით ფულად–საკრედიტო ურთიერთობათა სფეროს) უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელია.

პირველად ბაზარზე წარმოებს ახლად გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების განთავსება, რომლის ემიტენტებს წარმოადგენენ კორპორაციები და ხელისუფლების ორგანოები. საფონდო ფასეულობათა შექენას ახდენენ ინდივიდუალური ინვესტორები და საკრედიტო–საფინანსო ინსტიტუტები, რომელთაგან აღსანიშნავია კორპორაციათა და სახელმწიფო დაწესებულებათა საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები, კომერციული ბანკები და

⁴ ლორთქიფანიძე მ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, თბ. 2005, გვ. 8

⁵ ბახტაძე ლ., ფინანსური ბაზარი, თბ. 2007, გვ. 50

ა.შ. როგორც ვიცით, ფასიანი ქაღალდების განთავსება შეიძლება განხორციელდეს ემიტენტების ინვესტორებთან უშუალო ურთიერთობით ან შუამავლების მეშვეობით, რომლებიც ახდენენ ფასიანი ქაღალდების რეალიზაციას. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მნიშვნელოვანი ნაწილი შეიძლება ჩავთვალოთ ფულად ბაზრად, რომელზედაც მიმოიქცევა მოკლევადიანი (ერთ წლამდე ვადით) სავალო ვალდებულებები, ძირითადად სახაზინო თამასუქების სახით. ფულადი ბაზარი უზრუნველყოფს სახელმწიფო ხაზინას ნაღდი ფულით, ხოლო კორპორაციებსა და ფიზიკურ პირებს საშუალებას აძლევს მიიღონ შემოსავალი დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მობილიზაციით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ამოცანაა დანაზოგების რაც შეიძლება სრულად და სწრაფად განთავსება ინვესტიციებში ისეთ ფასებში, რომლებიც ორივე მხრისათვის იქნება მისაღები. ამ ამოცანის გადაწყვეტა შეუძლებელია ბაზრის შუამავლების, ბროკერებისა და საინვესტიციო დილერობის გარეშე. მხოლოდ მათ გაეგებათ, თუ რა მდგომარეობაშია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რა

სახის ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაა მიზანშეწონილი და როდის. ბროკერი ფასიანი ქაღალდების გამყიდველს ახვედრებს მყიდველს და ამისათვის ღებულობს გასამრჯელოს–საკომისიოს სახით. ამასთან საინვესტიციო დილერი ყიდულობს ფასიან ქაღალდებს თავისი სახელით საკუთარი ანგარიშებიდან, რომ შემდგომში გაყიდოს. ამ ოპერაციიდან ამონაგები ქმნის მის მოგებას. ბროკერებისა და დილერების ინსტიტუტი საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ისეთივე აუცილებელი პროფესიაა, როგორცაა ბანკირები და ბუღალტრები. საბროკერო და სადილერო საქმიანობას ეწევიან როგორც ცალკეული პიროვნებები, ისე ფირმებიც.

დღეს მსოფლიოში უდიდესი ფირმები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საშუამავლო საქმიანობით არიან დაკავებულნი. სწორედ ისინი და არა ცალკეული ბროკერები განსაზღვრავენ თანამედროვე საინვესტიციო ბიზნესს. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მთავარი ფიგურა უმსხვილესი ფირმაა, რომელიც თავის საქმიანობაში ბროკერული და დილერული ოპერაციების ინტეგრირებას ახდენს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, სხვა ბაზრების მსგავსად, წარმოადგენს როულ

ორგანიზაციულ-ეკონომიკურ სისტემას
ტექნოლოგიური ციკლების ერთიანობისა და
სისრულის მაღალი დონით.

განვითარებული ქვეყნების სახელმწიფოთა
აბსოლუტურ უმრავლესობაში ობლიგაციების
გამოშვებით დასაქმებულია ფინანსთა
სამინისტროები, დანარჩენი ემიტენტები თავიანთი
ფასიანი ქაღალდების ძირითადი ნაწილის
განთავსებას აწარმოებენ შუამავლების მეშვეობით,
რომელთა ფუნქციას უპირატესად საინვესტიციო
ბანკები ასრულებენ. კონკრეტული გამოშვების
ფასიანი ქაღალდების გასაყიდად ემიტენტები ქმნიან
დროებით ფორმირებას საემისიო სინდიკატის სახით.
ემიტენტებსა და ბანკს (რომელიც განაგებს
სინდიკატს) შორის მოლაპარაკებაზე განისაზღვრება
პირობები (ემისიის ვადა, ფასიანი ქაღალდის ფასი,
სინდიკატის წევრებისთვის საკომისიო გადასახდელი
და სხვა), რომლითაც სინდიკატი ღებულობს
გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების განთავსებაზე
ვალდებულებას.

ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგება
ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების მეორად
ბაზარზე, რომელიც ორი ნაწილისაგან შედგება

საფონდო ბირჟისა და არასაბირჟო ბაზრისაგან. საფონდო ბირჟებზე საშუაშაველო ფუნქციებს მხოლოდ ბირჟის წევრები ასრულებენ. ბირჟის წევრობაც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია. „საბირჟო ადგილის” ფასი დამოკიდებულია მოთხოვნა-მიწოდების თანაფარდობაზე.

ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი პირველადი ბაზრის ფუნქციონირების აუცილებელი წინაპირობაა. მეორადი ბაზრის აწყობილ და შეუფერხებელ მუშაობაზეა დამოკიდებული ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობა, ე.ი. ნაღდ ფულზე უდანაკარგოდ გაყიდვის შესაძლებლობა.

ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდის ყიდვა-გაყიდვით დასაქმებული არიან პროფესიონალური შუამავლები-საფინანსო ბროკერები, რომლებიც ქმნიან მკაცრად ორგანიზებული მეორადი ბაზრის რეგულარულ სექტორს-საფონდო ბირჟას.

ფასიანი ქაღალდების თავდაპირველ გაყიდვას კერძო ან სახელმწიფო ინვესტორებზე, რომლებიც გამოშვებულია სამთავრობო ორგანოების ან კორპორაციის მიერ, პირველადი განთავსება

ეწოდება.⁶ ემიტენტი სახსრებს, რომლებიც მიღებულია ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით, იყენებს წარმოების გასაფართოებლად, გამოკვლევების ჩასატარებლად, რკინიგზების, გემების თუ ხიდების ასაშენებლად და ა.შ.

ფასიანი ქაღალდების ბირჟების ფუნქციაა იმ ადგილის დაწესებულება, სადაც განსაზღვრული იქნება ფასიანი ქაღალდების ისეთი ფასები, რომლებიც ორივე მხარისთვის (მყიდველებისა და გამყიდველებისათვის) მისაღები იქნება.

ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერ სავაჭრო გარიგებას, რომელიც განხორციელდება პირველადი მიწოდების შემდეგ, მეორადი განთავსების გარიგება ეწოდება. აქედან გამომდინარე, ყველა საბირჟო გარიგება თავისი ბუნებით მეორადია.

საფონდო ბირჟის თავისებურება იმაში მდგომარეობს, რომ ოპერაციათა დიდი ნაწილი ხორციელდება ინდივიდუალური ინვესტორების მეშვეობით, თუმცა ერთდროულად მიმდინარეობს საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტების მიერ ამ ოპერაციათა მონოპოლიზაციის პროცესი. და

⁶ ბახტაძე ლ., ფინანსური ბაზარი, თბ. 2007, გვ. 54

პირიქით, პირველად ბაზრებზე კოლექტიური მეანაბრის სახით ფუნქციონირებს უმსხვილესი საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, უპირატესად კომერციული ბანკები, სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო და საინვესტიციო ფონდები.

პირველადი ბაზარი, რომელსაც გააჩნია ფასიანი ქაღალდების განთავსების საკუთარი მეთოდები, წარმოადგენს დამოუკიდებელ და მეტად რთულ მექანიზმს. მაგრამ ამ მექანიზმს ბირჟის მსგავსად არ გააჩნია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განსაზღვრული ადგილმდებარეობა. პირველადი ბაზრის განმასხვავებელ თავისებურებას ისიც წარმოადგენს, რომ ის თავის სივრცეში ატარებს ახალი გამოშვების აქციებსა და ობლიგაციებს, რომლებიც შემდგომში ყიდვა-გაყიდვის მეშვეობით გადადიან საფონდო ბირჟაზე. აქვე საყურადღებოა ის გარემოებაც, რომ ახალი ობლიგაციების აბსოლუტური უმრავლესობა არ ბრუნდება ბირჟაზე და რჩება საკრედიტო ინსტიტუტების ხელში.

ფასიანი ქაღალდების პირველადი და მეორადი ბაზრები ძირითადადში წინააღმდეგობრივი მოვლენებია. ამასთან, ისინი ერთმანეთს ავსებენ. ურთიერთ წინააღმდეგობრივი დამოკიდებულება

განპირობებულია იმით, რომ ისინი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ფუნქციის შესრულებისას იყენებენ შერჩევისა და რეალიზაციის სპეციფიკურ მეთოდებს. პირველადი ბრუნვა მოიცავს მხოლოდ ახალი გამოშვების ფასიან ქაღალდებს, განსაკუთრებით კი კორპორაციათა ობლიგაციების განთავსებას. საფონდო ბირჟაზე მიმოიქცევა ძველი გამოშვების ფასიანი ქაღალდები, ძირითადად კორპორაციათა აქციები. თუ პირველადი ბაზრის მეშვეობით ხორციელდება წარმოებრივი პროცესების დაფინანსება, ბირჟაზე აქციების ყიდვის მეშვეობით წარმოებს სხვადასხვა ფინანსური ჯგუფების კონტროლის დაწესების პროცესი. ამასთან ბირჟაზე წვრილ და საშუალო მენაბრეთა მეშვეობითაც წარმოებს დაფინანსების გარკვეული ნაწილის განხორციელება.

როგორც წესი, კორპორაციათა ფინანსური რესურსების მობილიზაციის საქმეში განვითარებულ საფონდო ბირჟებს სამი ძირითადი უპირატესობა გააჩნიათ:

1. ბირჟის მეშვეობით მენაბრეები ადვილად თმობენ დანაზოგებს გრძელვადიანი ინვესტიციების დასაფინანსებლად. თავის მხრივ, საინვესტიციო

კორპორაციას არ აშინებს კრედიტორის თამასუქი. პირიქით, ის ცდილობს ეფექტიანად გამოიყენოს მისი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით მიღებული ფინანსური რესურსები, რომ მუდმივად შეინარჩუნოს ფასიანი ქაღალდების მაღალი კურსი;

2. საფონდო ბირჟა აადვილებს ფირმის კაპიტალის დანაწევრებას. თითოეული მენაბრე შეიძლება კორპორაციის თანამფლობელი, მესკუთრე გახდეს;

3. საფონდო ბირჟის მეშვეობით გაადვილებულია ინვესტიციების დასაფინანსებელი რესურსების, ერთი კომპანიიდან მეორეში ან სხვა დარგში გადატანა.⁷

ფასიანი ქაღალდები შეიძლება გავრცელდეს ემიტენტის ინვესტორებთან პირდაპირი გასვლის გზით, ან შუამავლების მეშვეობით, რომლებიც თავის თავზე იღებენ ფასიან ქაღალდების გაყიდვის ფუნქციას. ცენტრალური მთავრობის ობლიგაციების გამოშვება დაკისრებული აქვს ფინანსთა სამინისტროს, დანარჩენი ემიტენტები თავიანთ ქაღალდების ძირითად ნაწილს ავრცელებენ შუამავლების მეშვეობით, რომელთა ფუნქციებს

⁷ ბახტაძე ლ., ფინანსური ბაზარი, თბ. 2007, გვ. 57

ასრულებენ საინფორმაციო საბანკო (საბირჟო) ფირმები. კონკრეტული გამოშვების ფასიანი ქაღალდების სარეალიზაციოდ ისინი ქმნიან დროებით ფორმირებას – საემისიო სინდიკატს.

ემიტენტსა და ფირმას შორის მოლაპარაკებებში, რომელსაც სინდიკატი ხელმძღვანელობს (მას ეწოდება სინდიკატის “შენეჯერი”). განისაზღვრება პირობები, რომელთაც სინდიკატი იღებს თავის თავზე გამოშვების გავრცელების ვალდებულებას. მსხვილი გამოშვებების შემთხვევაში სინდიკატის სათავეში შეიძლება დადგეს რამდენიმე საინვესტიციო – საბანკო ფირმა. სინდიკატის თვითოეული მონაწილეთაგანი მისთვის გამოყენებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას ნაწილში აწარმოებს ხელმოწერას კლიენტებს შორის. ფასიანი ქაღალდების გავრცელებას საჯარო ხელმოწერით შუამავლობის შესყიდვაზე, მაშინ ადგილი აქვს ე.წ. ფასიან ქაღალდების კერძო გავრცელებას.

აქციონერული საზოგადოების (კორპორაციის) აქციების პირველი მიწოდება თავისუფალი გაყიდვისათვის ატარებს „საწყისი საჯარო მიწოდების” სახელწოდებას.

ფასიანი ქაღალდების საწყისი საჯარო მიწოდების დადებითი მომენტებია:

1. მსხვილი ფინანსური რესურსების ოპერატიული მობილიზაციის შესაძლებლობა. ის ამონაგები ფულადი თანხები, რომლებიც აქციების „საჯარო“ გაყიდვიდან შემოდის კომპანია – ემიტენტის ანგარიშზე, შეიძლება გამოყენებული იქნეს წარმოების გაფართოების და მოდერნიზაციის, სამედიცინო – კვლევითი და საცდელ – საკონსტრუქტორო დამუშავების, არსებული დავალიანების რეფინანსირების და ბიზნესის დივერსიფიკაციის მიზნით;

2. მომავალში დაფინანსების სხვადასხვა წყაროების ფართოდ ხელმისაწვდომობის უზრუნველყოფა. „საჯარო“ კორპორაციამ შეიძლება მოიზიდოს მნიშვნელოვანი სახსრები აქციების დამატებით გამოყენების ხარჯზე შესაძლებელია ობლიგაციების ემისიაც. იზრდება კომპანიის სურვილი კლიენტად გაიხადოს საკრედიტო დაწესებულებებში. რამდენადაც კომპანიას სისტემატურად ეზრდება აქტივების ღირებულება;

3. სხვა ფორმების შთანთქმის შესაძლებლობა – მათი აქციების საკუთრებაზე გაცვლის გზით.

კორპორაცია-შთანთქმელები ამ შემთხვევაში არ საჭიროებენ ფულადი სახსრების დახარჯვას და სესხების აღებას. რაც უფრო მაღალია მათი აქციების კურსი, სხვა თანაბარ პირობებში, მით უფრო ხელსაყრელია გაცვლის პროპორცია და ნაკლებია შთანთქმისათვის დახარჯული საწესდებო კაპიტალის წილი;

4. იზრდება კომპანიის შესაძლებლობები პერსონალის მიზიდვისა და მისი სტიმულირების საქმეში. მენეჯერებს და წამყვან სპეციალისტებს შეიძლება მიეცეთ აქციების პაკეტი, ან მათი ყიდვის უფლება ფიქსირებულ ფასებში;

5. მოცემული კომპანიის აქციების ღია გაყიდვაში არსებობა და მათი გადასვლა მესაკუთრეთა ფართო წრის მფლობელობაში, სასურველი ხშირად პრესტიჟის თვალსაზრისითაც. „საჯარო“ სტატუსი კომპანიას აქცევს მრავალი პოტენციური კლიენტისა და პარტნიორისათვის კომპანიონად; მეორე მხრივ, კლიენტები გახდებიან რა კომპანიის აქციონერებად, ისინი ხანგრძლივად არიან დაინტერესებული მასთან თანამშრომლობით, მისი პროდუქციით და მომსახურებით.

6. მათ კუთვნილებაში არსებული აქციების ნებისმიერ მომენტში გაყიდვის შესაძლებლობის მიღებით, კომპანიის მფლობელებს ჩამოუყალიბდათ ფსიქოლოგიური წონასწორობა და ფირმის წილი კაპიტალში არ წარმოადგენს ლიკვიდურ კაპიტალს, რაც მას დამატებით პრობლემებს უქმნის პაის მიღების საქმეში. სწორედ ამიტომ, ამ კომპანიის აქციის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გატანა ყოველგვარ პრობლემას უხსნის მას.

როგორც წესი, ფინანსური ბაზრის ეკონომიკური საფუძველია საოჯახო მეურნეობისა და სამეურნეო სუბიექტების ხელთ არსებული თავისუფალი ფულადი სახსრები, რომლებიც საბაზრო ურთიერთობების პროცესში ყიდვა-გაყიდვის ობიექტი ხდება. ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი დანიშნულებაა ხელი შეუწყოს ფულადი სახსრების შეუფერხებელ მოძრაობას მათი მფლობელებიდან გამომყენებლებამდე.

ფასიანი ქაღალდების ემისიასა და მათ ყიდვა-გაყიდვას მნიშვნელოვანი როლი აკისრია წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების პროცესში, კერძოდ, ანტიინფლაციური, მასტიმულირებელი,

საპრივატიზაციო, საინვესტიციო და სოციალური. ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის პროცესის დაჩქარება შეუძლებელია საფონდო ბირჟის ფორმირება-ფუნქციონირებისა და კერძო მესაკუთრეთა უფლებების ხელშეუხებლობის შესახებ სამართლებრივი ბაზის შექმნისა და მისი ამოქმედების გარეშე.

თავი II უსინანი ქალღმების ბაზრის ოპერაციები

2. 1. საბირჟო ოპერაციები და საბირჟო ვაჭრობის პრინციპები

აქციათა ყიდვა-გაყიდვაზე დავალება, რომელსაც ბროკერები ინვესტორებისაგან დადებულბენ შემდეგი სახისაა:

1. გარიგებათა მოხდენაზე დავალება მიმდინარე საბაზრო კურსით გულისხმობს, რომ ბროკერები დავალებას ასრულებენ კლიენტისათვის ყველაზე ხელსაყრელი კურსით იმ მომენტში, როცა დავალება მოხვდება ბირჟის საოპერაციო დარბაზში. ასეთი დავალების გაცემისას ინვესტორი ენდობა არა იმდენად ბროკერს, რამდენადაც თვით ბირჟას. ასეთ შემთხვევაში ბირჟამ პირველ რიგში, უნდა შეასრულოს მოცემული დავალება აქციის კურსის უწყვეტობის შენარჩუნებისათვის და ამით ბირჟამ აიცილოს მისი მოულოდნელი მერყეობა. მიმდინარე კურსზე დაყრდნობით, ინვესტორი ყოველთვის

დარწმუნებულია, რომ აქციის კურსი მნიშვნელოვნად არ შეიცვლება და აქედან გამომდინარე, არ იზარალებს.

2. სალიმიტო დავალებები გულისხმობს, რომ აქციაზე მითითებული კურსით დაწყებული გარიგება ინვესტორისათვის მისაღებია. კურსი, რომელიც აღნიშნულია აქციის გაყიდვის სალიმიტო დავალებაზე, ბროკერებს მიუთითებს იმაზე, რომ, მათ კლიენტის აქციების გაყიდვა შეუძლია დავალებაში აღნიშნული, ან უფრო მაღალი კურსით. სალიმიტო დავალებაში ყიდვის დროს მითითებულია ფასი, რომელიც წარმოადგენს ყველაზე მაღალს იმათ შორის, რომლითაც კლიენტი თანახმაა იყიდოს აქციები. ამიტომ ბროკერები იძულებული არიან აწარმოონ გარიგება სალიმიტო, ან უფრო დაბალი ფასებით.

3. ზღურბლიანი დავალება ან „სდექ“ ტიპის დავალება. ინვესტორები ასეთ დავალებას იყენებენ იმისათვის, რომ შეზღუდონ თავიანთი მისალოდნელი დანაკარგები, ან შეამცირონ ქაღალდის მოგება. ასეთ დავალებაში აღნიშნული კურსი, რომელიც წარმოადგენს საფარს, ზღურბლს, რომლის ზევითაც არ აიწევს დანაკარგები ან მასზე მეტადაც არ

შემცირდება პოტენციური მოგება. ზღურბლიანი დავალება წარმოადგენს პირობითს, რომელიც ძალაში შედის მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ კურსის დაცემა ან ზრდა მოხდება გარკვეულ ზღვრამდე.

გარიგებათა წარმოების შესახებ დავალების მიღებისას ინვესტორი ითვალისწინებს მის დროულად შესრულებას, ამასთან დავალების გაცემის მომენტში არსებულ ან მასთან მიახლოებულ პირობებში.

პირველი პრინციპი: ბირჟა არის ბაზარი, სადაც მოქმედებენ პროფესიონალები. ქუჩიდან ადამიანის შესვლა აქ აკრძალულია. მათ შეუძლიათ შესვლა მხოლოდ დამსწრეთათვის მოწყობილ სპეციალურ გალერეაში, სადაც თვალს ადევნებენ ბირჟის წევრების ან მათი ნდობით აღჭურვილი პირების – ტრეიდერების მიერ წარმოებულ თამაშს.

ბირჟა – პროფესიონალთა ასოციაციაა, რომელიც ხასიათდება თვითკონტროლისა თვითორგანიზაციის მაღალი ხარისხით. საბირჟო საზოგადოების შინაგანი ეთიკური კოდექსი, მძაფრი კონკურენციისა და კონიუქტურის მერყეობის

ატმოსფეროში უფრო მკაცრია, ვიდრე სახელმწიფოს მიერ დადგენილი ნორმები.⁸

საბირჟო ვაჭრობის მეორე პრინციპი არის ადგილის ერთიანობა. მოვაჭრეები გროვდებიან სპეციალურად გამოყოფილ ნაგებობაში, რომელსაც ეწოდება ბირჟის საოპერაციო დარბაზი.

ბირჟა ახდენს არა მოვაჭრეთა თავმოყრას, არამედ საქონლის ყიდვა-გაყიდვაზე შემოსული ყველა წინადადების ცენტრალიზაციას. კონცენტრირებული ბაზრის პრინციპი ნიშნავს, რომ ვაჭრობის ყველა მონაწილე იკვებება ერთი ქვაბიდან. ამის შედეგად მიიღწევა უფრო მეტი ლიკვიდობა, უკეთესი ფასები და ნაკლები რისკი.

თვით ობლიგაციები წარმოადგენს ბირჟის განსაკუთრებულ ინსტიტუტს. ეს არის ჰომოგენური, ერთგვაროვანი ქაღალდი. მასთან დაკავშირებული რისკი განპირობებულია ძირითადად მაკროეკონომიკის და პოლიტიკის სფეროში არსებული ფაქტორებით. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამ სფეროში მეთაურობენ დილერები და ბანკები. აქციები კი თავისი ბუნებით

⁸ ლორთქიფანიძე მ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის იფრასტრუქტურა, თბ. 2005, გვ. 54

პეტროგენულია. მათი კურსის დინამიკა მჭიდროდაა დაკავშირებული ამა თუ იმ კონკრეტულ კომპანიაში საქმის მდგომარეობაზე. რისკი აქ უფრო მაღალია. ვაჭრობის საბირჟო კონცენტრაცია აზღვევს ინვესტორებს და შუამავლებს, ამიტომ რჩება შეუცვლელი. ცხადია, ბირჟის განსხვავება დინსტანციური ბაზრისაგან რჩება მაშინაც, როცა გარიგებათა დადების პროცესი მთლიანად კომპიუტერიზებულია: თუ პირდაპირ ბანკთაშორის ბრუნვაში კომპიუტერები მუშაობენ დიალოგის რეჟიმზე, ელექტრონული ბირჟა იძლევა მონაცემთა საერთო ბაზით ყველა მონაწილის სარგებლობის საშუალებას.

ბირჟაზე გარიგებათა კონცენტრაციის ლოგიკურ გაგრძელებას წარმოადგენს თვით ბირჟების ცენტრალიზაცია-გამსხვილება, როცა ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა სულ უფრო იყრის თავს რამდენიმე ფინანსურ დედაქალაქში. რაც შეეხება მასში პროვინციების მონაწილეობას, იგი უმნიშვნელოა: ისინი თანდათან ქრებიან და ბოლოს წყვეტენ ოპერაციებს. ასეთია მსოფლიო ტენდენცია. ბაზარზე ვაჭრობის მოცულობასა და მის ლიკვიდობას შორის არსებობს მყარი პირდაპირი

დამოკიდებულება. რაც უფრო მსხვილია ბირჟა მით უფრო უნარიანია და უსაფრთხოა.

საბირჟო ვაჭრობის მესამე პრინციპია – აუქციონი. აუქციონის პრინციპი მოიცავს ორ მომენტს: ფასისა და დროის არჩევას. ჯერ ერთი, უპირატესობა აუქციონიდან გაყიდვისას მყიდველს ენიჭება, რომელიც ყველაზე მაღალ ფასს შესთავაზებს. მეორეც, დიდ როლს ასრულებს დროის ფაქტორიც.

თანამედროვე მსოფლიოში არსებული საფონდო ბირჟების მრავალსახეობიდან შეიძლება გამოიყოს კურსის წარმოქმნის ორი ძირითადი სისტემა:

პირველს უწოდებენ ჩვეულებრივ კლასიკურს, ტრადიციულს ევროპულს („call marker” ანუ „fiking”), ასე მოქმედებდნენ საფონდო ბირჟები შექმნის პირველი დღეებიდანვე. ამ მოდელით აწარმოებენ თავიანთ საქმიანობას დღესაც. ხოლო განვითარებად ქვეყნებში ახალგაზრდა საფონდო ბირჟებისათვის საბირჟო ვაჭრობის კლასიკური მოდელი, რომელიც ეყარება კომპიუტერამდელ ტექნიკას, არა მარტო დამახასიათებელია, არამედ ერთადერთი მისაღები მოდელია.

კურსის წარმოქმნა ტრადიციულ ბირჟებზე ხორციელდება „ველზე“ ვაჭრობის დროს, რომელშიც მონაწილეობენ საბროკერო ფირმები. ან მას აწარმოებენ ფასიანი ქაღალდებით თითოეული ჯგუფისათვის უფლებამოსილი ოფიციალური ბირჟის აგენტები.

კურსის წარმოქმნის ტრადიციული მოდელის არსი იმაშიც მდგომარეობს, რომ იგი არის ერთიანი განსაზღვრული კურსი, რომლითაც უნდა მოხდეს ბაზარზე ფასიანი ქაღალდებით ყიდვა-გაყიდვა დროის გარკვეულ მონაკვეთში. ერთიანი კურსი, რომელიც დგინდება საბირჟო დღის მანძილზე წარმოებულ ყველა გარიგებისათვის, ფასიანი ქაღალდების მოცემული სახისათვის აბალანსებს მიმდინარე მოთხოვნასა და მიწოდებას ამ ქაღალდებზე. რაც შეეხება ინვესტორთა იმ დავალებებს, რომლებიც ამ ბალანსში ვერ მოხვდნენ, ისინი დარჩებიან შეუსრულებელი მომდევნო ვაჭრობამდე.

ფასიანი ქაღალდების კურსის წარმოქმნის მექანიზმი 5 ფორმით წარმოდგება:

პირველი: დაწესებულმა კურსმა უნდა უზრუნველყოს მიწოდება- მოთხოვნის დაბალანსების საუკეთესო ვარიანტის შერჩევა;

მეორე: ყველა დავალება სრულდება პირველ რიგში. ეს ლოგიკურიცაა. ინვესტორი თუ თავისი დავალების შესრულებისას არ ითვალისწინებს რაიმე ფასის თაობაზე პირობას, უფლება აქვს მოითხოვოს დავალების შესრულებისას მომსახურებაში პრიორიტეტული მდგომარეობის შექმნა;

მესამე: უნდა შესრულდეს ყველა დავალება ყიდვაზე, რომლებშიც აღნიშნული უფრო მაღალი ფასები დაწესებულ კურსთან შედარებით და შესაბამისად, ყველა დავალება გაყიდვაზე, რომლებშიც უფრო დაბალფასებს გულისხმობენ, ვიდრე ფასების ზღვრული კურსია;

მეოთხე: დავალება ყიდვაზე ან გაყიდვაზე, რომლებშიც მითითებულია ზღვრული ფასი და რომელიც ემთხვევა ფიქსირებულ კურსს, სრულდება მთლიანად ან ნაწილობრივ, „შებრუნებული“ ნიშნით გამასწონასწორებელ დავალებათა არსებობის მიხედვით;

მესუთე: დავალება ყიდვაზე, რომელშიც აღნიშნულია კურსზე დაბალი ზღვრული ფასი და დავალება გაყიდვაზე.⁹

საბირჟო ოპერაციების განხორციელებისას მნიშვნელოვანი კრიტერიუმია ის ვადა, რომელზედაც გარიგება იდება.

საფონდო ბირჟაზე განხორციელებული ოპერაციები ვადიანობის მიხედვით ორ დიდ ჯგუფად იყოფა – საკასო და ვადიან ოპერაციებად. საკასო ოპერაციების დროს ანაზღაურება წარმოებს გარიგების მოხდენისთანავე. მყიდველი ღებულობს ფასიან ქაღალდებს, გამყიდველი კი – ფულს. აშშ-სა და დიდ ბრიტანეთში ფუნქციონირებს საკასო ოპერაციების შესრულების დიფერენცირებული ვადები – გარიგების დადებიდან 5 დღემდე ვადაში უნდა მოხდეს გადახდა. იაპონიაში საკასო ოპერაცია ხორციელდება დადებული ხელშეკრულების პირობების გათვალისწინებით 1-14 დღის ვადაში. გერმანიაში განაღდება წარმოებს გარიგების ხელშეკრულების დადების მეორე სამუშაო დღეს. საყურადღებოა ის, რომ გარიგებაში უშუალოდ

⁹ ბახტაძე ლ., ფინანსური ბაზარი, თბ. 2007, გვ. 76–77

ფასიანი ქაღალდები არ მონაწილეობს, ისინი შენახულია ბანკის სპეციალურ ანგარიშზე. ვადიანი ოპერაციების დროს განაღდება უნდა განხორციელდეს გარიგების ხელშეკრულებაში გათვალისწინებული პირობებისა და ვადის მიხედვით შუა თვეში ან თვის ბოლოს.

ვადიანი ოპერაციები გავრცელებულია აშშ-სა და შვეიცარიაში, თუმცა ფასიანი ქაღალდების ვადიანი გარიგება კანონმდებლობით შეზღუდულია. მაგალითად, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე მისი მოცულობა ყველა გარიგების 5% არ აღემატება.

საფონდო ბირჟებზე, სადაც გარიგებათა ორივე ოპერაცია ნებადართულია, ფაქტობრივად ადგილი აქვს ფასიანი ქაღალდების კურსის სიმრავლეს. ფასიანი ქაღალდების ღირებულება წარმოადგენს რა საკასო გარიგების ობიექტს, ვადიან გარიგებაზე გადასვლისას მათი ფასი მნიშვნელოვნად განსხვავებული იქნება იმ ფასისაგან, რომელიც გააჩნია ქაღალდს, როგორც საკასო გარიგების ობიექტს.

საკასო გარიგების ერთ-ერთი ფორმაა ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა სესხების აღებით, რომელიც სინამდვილეში წარმოადგენს ვადიან ოპერაციას.

ნასესხები ფულადი საშუალებით ყიდვა ნიშნავს მიღებას, რასაც „ხარები“ იყენებენ პრაქტიკაში, მაშინ ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა ნიშნავს გაღებას გაქირავებით, რასაც „დათვები“ ეტანებიან სამეურნეო ცხოვრებაში. დაუშვათ, რომ მოთამაშემ კურსის დასაწევად კორპორაციისაგან აიღო სესხად 1000 აქცია და გაყიდა იგი მიმდინარე საბაზრო კურსით, რომელიც შეადგენს 800 ლარს. თუ კურსის დინამიკა „დათვის“ პროგნოზს ამართლებს და აქციების ფასი დაეცა, მაგალითად 500 ლარამდე, სპეციალისტი ყიდულობს ამ აქციებს და უბრუნებს უკან მათ, ჩვენს მაგალითში კორპორაციას, ვინც მას ათხოვა. ამ როლში ბროკერები გამოდიან. ისინი „დათვებს“ ესმარებიან, მაგრამ არა ანაზღაურების გარეშე.

საყურადღებოა ერთი მომენტიც. რამდენადაც ფასიანი ქაღალდების მყიდველს, რომელსაც „დათვი“ ყიდის, ეჭვიც არ ეპარება რა ოპერაციაში მონაწილეობს იგი, პატიოსნად უხდის ფულს აქციის გამყიდველს, მაგრამ გამყიდველი ამ ფულს არ ღებულობს, დაუყოვნებლივ გადასცემს მას ბროკერს, რომლისაგანაც მან აქცია ითხოვა, ან ისესხა. ბროკერი მითებულ ფულად რესურსს იყენებს

სარგებლობის გარეშე და კანონზომიერადაც. რაში უნდა იხადოს ბროკერმა სარგებელი? ეს ფული იმ აქციის ღირებულებაა, რომელიც მან გაანათხოვრა. ბროკერისათვის სასურველია უმოძრაოდ დადებული აქციებზე მიიღოს ფულადი თანხა, რომელიც შეიძლება მან გაუშვას ბრუნვაში.

2. 2. ინვესტორის როლი ფასიანი ბაზრის ფუნქციონირებაში

სააქციო ურთიერთობისათვის ყოველთვის დამახასიათებელი იყო კოლექტივიზმი, ურომლისოდაც აქციონერთა საზოგადოების ფუნქციონირება შეუძლებელია. მართალია სააქციო საქმის გენეზისის ეპოქაში აქციათა ფლობა აგებული იყო ინდივიდუალიზმის პრინციპზე, მაგრამ მისმა შემდგომმა განითარებამ გამოიწვია აქციათა ინდივიდუალური მფლობელების ინვესტირების კოლექტიური ფორმების ჩამოყალიბება.

საქართველოში შექმნილი ეკონომიკური პირობების გამო მოსახლეობა იმედის თვალთ შეჰყურებს აქციონერულ საზოგადოებებს და აქციის შექენას, როგორც ბანკებში ფულის შენახვის ალტერნატივას.

აღსანიშნავია, რომ დღეისათვის სააქციო საქმის ობიექტური განვითარება დიდად არის დამოკიდებული იმაზე, თუ როგორი ტემპით წავა წინ ეკონომიკის საბაზრო ურთიერთობებზე გადასვლა და პირველ რიგში, სახელმწიფო ფასიანი ქარაღების განმტკიცება და მისი კურსის შენარჩუნება მოხდება.

ქვეყანაში დღემდე მოქმედი აქციონერული საზოგადოებები არ იძლევა იმის გარანტიას, რომ ფასიანი ქაღალდების ბირჟაზე მათი ავტორიტეტი მსოფლიო სტანდარტის დონეზე იქნეს აყვანილი. ამიტომ ეს აქციები მიმზიდველი არ არის. საკითხს მეორე მხარეც აქვს. აქციების პოტენციურ მიყიდველებს ფულადი რესურსების განსაზღვრული ოდენობა გააჩნიათ, რის გამოც ისინი არ ეწვეიან რისკს, ან თუ ჰყავთ უცხოელი ინვესტორები, ისინი თხოულობენ საიმედოობისა და შემოსავლიანობის გარანტიას. საბოლოო ჯამში ჩამოყალიბდა

პარადოქსული ფორმულა: აქციებს ჭირდება სხვა მყიდველები, ხოლო მყიდველებს სხვა აქციები.

ყველა ამ პრობლემის გადაწყვეტა შეუძლია მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების ბაზარს. ამაზე მეტყველებს განვითარებული დასავლეთის ქვეყნების გამოცდილებაც.

დისტანცია, რომელიც არსებობს ემიტენტების შესაძლებლობებსა და ინვესტორების ფართო წრის მოთხოვნებს შორის, შეიძლება გადაილახოს სპეციალიზებული საშუაშაველო კომპანიის შექმნით. ასეთი კომპანიები დიდი ხანია უცხოეთის ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მთავარი ფაქტორია, რომლებმაც მიიღეს საინვესტიციო ფონდების სახელწოდება.

საინვესტიციო ფონდების ოპერაციათა სქემა მარტივია და ასე წარმოგვიდგება: საწყის ეტაპზე წარმოებს საკუთარი აქციების გამოშვება და გაყიდვა. ინვესტორების დიდი ჯგუფის სახსრების შეგროვების შემდეგ ფონდი მიღებულ რესურსებს აბანდებს ფასიანი ქაღალდების ფართო სპექტრში, რომლებიც ემიტირებულია აქციონერული საზოგადოების მიერ. საინვესტიციო ფონდების აქციები ხასიათდება მაღალი საიმედოობით და

იძლევა გარანტირებულ, სტაბილურ შემოსავალს, რაც ორი მიზეზით არის განპირობებული. ჯერ ერთი, საინვესტიციო ფონდების სიმტკიცე დამოკიდებულია დიდი მოცულობის ინდივიდუალური კაპიტალების მობილიზაციაზე, ე.ი. ფონდები, პირველ რიგში წარმოადგენს კოლექტიურ ინვესტორებს;

მეორე, საინვესტიციო ფონდები წარმოადგენენ პროფესიულ ინვესტორებს. მათი სახსრების მობილიზაცია ხება საბროკერო ფირმების მეურვეობით, რომლებსაც საამისო ნებართვა აღებული აქვთ ხელისუფლების ორგანოებში და რომლებიც აკონტროლებენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საქმიანობას. იმის გამო, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება ხორციელდება ბაზრის პროფესიონალების მიერ, რომლებსაც ხელეწიფებათ აქციათა შინაგან, არსებით წინააღმდეგობებში გარკვევა და მათი დაძლევის ოპტიმალური გზების გამონახვა, ასეთ აქციათა შემოსავლები და საიმედოობა უფრო სტაბილური და ეფექტიანია.

კოლექტიური ინვესტირება ითვალისწინებს ინვესტირების ორსაფეხურიანობას. პირველი საფეხური – სახსრების მობილიზაცია, მეორე

საფეხული – ამ სახსრების გამოყენება ან საფონდო ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების საყიდლად, ან აკუმულირებული ფინანსური რესურსების დაბანდების სხვა გზის გამონახვა. ჩვეულებრივად კოლექტიური ინვესტირება ითვალისწინებს საშუალო ქაღალდების გამოვებას, რომელიც ემსახურება პირველ ეტაპზე ფულადი სახსრების მობილიზაციას.¹⁰

ისტორიულად პირველად შეიქმნა ფონდები, რომლებიც იწოდებოდა დახურული ტიპის საინვესტიციო კომპანიებად. ამ ფონდების დამახასიათებელი თავისებურება ის იყო, რომ მათი აქციების გარკვეული რაოდენობა ემიტირებული იყო ფიქსირებული ვადით, რომლის შემდგომ არ დაიშვებოდა აქციების არც დამატებითი გამოშვება და არც დაფარვა. დაწესებული ვადის გასვლის შემდეგ ფონდი ექვემდებარებოდა ლიკვიდაციას, ხოლო მათი აქტივები გაყიდვას და ამონაგები თანხების აქციონერთა შორის გაყოფას.

დახურული ტიპის საინვესტიციო კომპანიების სახესხვაობას წარმოადგენს ე.წ. ორმიზნიანი

¹⁰ Сало Д. Д. Фелине Б. Ларрен, Макроэкономика, глобальный подход, М. 1996, гл. 143

ფონდები. მათი სპეციფიკა იმაში მდგომარეობს, რომ ისინი უშვებენ ორი სახის აქციებს: პრივილეგირებულს და ჩვეულებრივს, როდესაც ტიპურ შემთხვევაში საინვესტიციო კომპანია უშვებს მხოლოდ ჩვეულებრივ აქციებს. საყურადღებოა ის, რომ პრივილეგირებული აქციების მესაკუთრენი ღებულობენ ფონდის მიერ შექმნილი აქციებისა და ობლიგაციებისაგან მიღებულ მოელს შემოსავალს. ჩვეულებრივი აქციების მფლობელნი ისაკუთრებენ მოგებას, რომელსაც ფონდი ღებულობს ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვიდან მიღებული საკურსო სხვაობის შედეგად. ორმიზნიანი ფონდები განსაზღვრული ვადით იქმნება, რომლის გასვლის შემდეგ პრივილიგირებული აქციები იფარება კურსის შესაბამისად, რომელიც ადრე შეთანხმებული იყო ფონდის მონაწილეებთან.

იმ კომპანიას, ან ადამიანთა ჯგუფს, რომელთაც სურთ საინვესტიციო ფონდის შექმნა, უნდა გააჩნდეთ საფონდო ბირჟაზე მყარი რეპუტაცია და უნდა იყვნენ საკმაოდ ცნობილი პირები. ფონდის ორგანიზატორები მართავენ აქტივებს, რომლისათვის იღებენ გადასახდელს – საინვესტიციო ფონდის საშუალო-წლიური ღირებულების 0,5%-დან 1%-მდე,

ხოლო მართვისათვის გადასახდელი ამოიღება ყოველკვარტალურად.

დახურული ტიპის საინვესტიციო ფონდები, როგორც წესი, უშვებენ მცირეფასიან აქციებს. ასეთი ფონდების აქციები მეორად ბაზარზე იყიდება ხშირად უფრო დაბალ ფასებში, ვიდრე ფონდის აქტივების ღირებულებაა, მათ აქციებზე გაანგარიშებით, ეს იმით აიხსნება, რომ ინვესტორთა უმრავლესობის აზრით, დახურული ტიპის საინვესტიციო ფონდებთან შედარებით.

ასეთმა საინვესტიციო კომპანიებმა მიიღეს ღია ტიპის ფონდის სახელწოდება. ასეთი ფონდების „გახსნილობა“ იმაში მდგომარეობს, რომ მათგან შექმნილი აქციები ყოველთვის შეიძლება უკან იქნეს ფონდში დაბრუნებული. კოლექტიური ინვესტირების პირველი და მეორე სტადია აქ დაყოფილი არ არის, ისინი ერთმანეთზე ორგანულად გადადიან. მართალია, ფონდის საინვესტიციო რესურსის სისტემატური შევსება, როცა თავის აქციებს აწვდის მყიდველებს, ამ ფონდის დიდი უპირატესობაა, მაგრამ პირველი მოთხოვნისთანავე დაფაროს თავისი ადრე გაყიდული აქციების ღირებულება, ფონდის მესვეურებს მენეჯერებს დიდ

პასუხისმგებლობას აკისრებს. განსაკუთრებით რთულია ფონდის საქმიანობა, როცა ბირჟაზე არასასურველი კონკურენციაა.

2. 3. ფასიანი ქაღალდების თავისებურებანი თანამედროვე ეტაპზე

როგორც ცნობილია, საინვესტიციო პრობლემის გადაწყვეტის ერთ-ერთ გზას ფასიანი ქაღალდები და მათი ყიდვა-გაყიდვა წარმოადგენს.

ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენს უფლებას რესურსებზე. ფასიანი ქაღალდების სახით ფულად რესურსებზე ისეთი უფლებაა მისაღები, როდესაც ფასიანი ქაღალდები პასუხობს შემდეგ ფუნდამენტურ მოთხოვნებს: ბრუნვალობას, სამოქალაქო ბრუნვისთვის მისაწვდომობას, სტანდარტულობასა და სერიულობას, დოკუმენტურობას, რეგულირებადობასა და სახელმწიფოს მიერ აღიარებას, ლიკვიდურობას,

რისკს. სამოქალაქო ბრუნვისთვის მისაწვდომობა ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის უნართან ერთად ნიშნავს იყოს სხვა ყველა სახის გარიგებათა სამოქალაქო ურთიერთობის ობიექტი (სესხები, შნახვა, დავალება და ა.შ. ჩათვლით).

ფასიანი ქაღალდების ბრუნვის მომსახურებაში მნიშვნელოვანი ადგილი უკავია ბირჟის გარეშე ბაზარს. იგი ერთდროულად წარმოადგენს საფონდო ბირჟის კონკურენტს და მის ორგანულ დანამატს. ბირჟაზე, რომელიც მოქმედებს აუქციონის პრინციპით და ვაჭრობისათვის სპეციალურად განკუთვნილი საქონლით, რომელთა ფასები სისტემატურად მერყეობს, მიზანშეწონილია ოპერაციების წარმოება ობლიგაციებით. ეს ქაღალდები წარმოადგენენ უპირატესად საკომისიო ვაჭრობის ობიექტებს, რამდენადაც მათი ფასი შედარებით მყარია, ვიდრე აქციების კურსი. ობლიგაციების ბირჟის გარეშე ბაზარი არის დამოუკიდებელი რთული და განტოტვილი მექანიზმი. ობლიგაციებით ვაჭრობაში მკვეთრად გამოსახული ცენტრალური ორგანოს არ არსებობა, როგორც ამას ადგილი აქვს აქციების ბაზარზე, არ ნიშნავს ბირჟასთან შედარებით ამ ბაზრის დაბალ

ორგანიზაციულ ფორმას. ობლიგაციით ვაჟრობაში ამოსავალ როლს ასრულებს საინვესტიციო-საბანკო ფირმები. ისინი იღებენ თავის თავზე ობლიგაციებით გარიგებათა მზარდ ნაწილს. შესაბამისად მცირდება საბირჟო ვაჟრობა აღნიშნული ქაღალდებით. ამჟამად იგი ბირჟის ბრუნვის ერთ პროცენტს შეადგენს.¹¹

აქციებით ვაჭრობაში ბირჟები და ბირჟის გარეშე ბაზარი წარმოადგენენ კონკურენტებს, რომელიც სულ უფრო მწვავედება. ეს აიხსნება ბირჟია გარეშე ვაჭრობის ორგანიზაციის სრულყოფითა და აქტივობის ზრდით. ბირჟის გარეშე ბაზარზე შუამავლის ფუნქციას ასრულებენ საინვესტიციო საბანკო ფირმები. აგრეთვე სპეციალიზებული კომპანიები, რომლებიც იქმნება ბირჟის გარეშე ბრუნვის სამსახურისათვის. შუამავალი, რომელსაც ეწოდება დილერი, ითავსებს ბროკერისა და სპეციალისტის ფუნქციებს. დღეს ბირჟის გარეშე ბაზარს შეუძლია თავისი არხებით გაატაროს მილიარდობით აქციები, რაც ორგანიზაციული თვალსაზრისით მისი განვითარების მაღალ დონეზე მეტყველებს.

¹¹ ბასტაძე ლ., ფინანსური ბაზარი, თბ. 2007, გვ. 60

ბირჟის გარეშე ვაჭრობის აქტიური ხასიათი იმით აიხსნება, რომ სპეკულაციის პრინციპებზე მომიშავე ინვესტორები ხშირ შემთხვევაში ბირჟაზე წინ ბიუჯეტგარეშე ბაზარს აყენებენ. კორპორაციები, რომელთა ფასიანი ქაღალდები წარმოდგენილია ასეთ ბაზარზე, არაერთგვაროვნია. ისინი შეიძლება რამდენიმე ჯგუფად დაიყოს:

– მცირერიცხოვანი ფირმები, რომლებიც ფუნქციონირებენ ეკონომიკის ტრადიციულ დარგებში და არ გააჩნიათ ზრდის პერსპექტივები;

– მსხვილი საკრედიტო-საფინანსო დაწესებულებები, განსაკუთრებით ბანკები, რომლებიც ტრადიციულად თავიანთ აქციებს უზღუდავენ არასაბირჟო ბაზრებზე ბრუნვას, კომპანიები, რომლებიც იქმნება ეკონომიკის ახალ დარგებში და გააჩნიათ პოტენციური შესაძლებლობანი გახდნენ უმსხვილესი კორპორაციები;

– პატარა კომპანიები, რომლებიც დასაქმებულია ნავთობის საძიებო ბურღვებში და სხვ.

სერიულობა დაკავშირებულია სტანდარტულობასთან, როდესაც შეიძლება ფასიანი ქაღალდების გამოშვება ერთგვაროვანი სერიებით და

კლასებით. სტანდარტულობაში იგულისხმება ის ფაქტი, რომ ფასიან ქაღალდებს უნდა ჰქონდეს სტანდარტული შინაარში (უფლებათა სტანდარტულობა, მონაწილეების, ვადების, ვაჭრობის ადგილის, აღრიცხვის წესების, თვით ფასიანი ქაღალდის სტანდარტული ფორმა და სხვა).

დოკუმენტურობა. ფასიანი ქაღალდი დოკუმენტია. ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა ექვემდებარება სახელმწიფო ხელისუფლების მხრივ კონტროლსა და რეგულირებას. ამასთან ფასიანი ქაღალდები უნდა იყოს ლიკვიდური და მათ ახასიათებდეს რისკის დაბალი ხარისხი.

ფინანსური რისკი არის შემოსავლიანობის შემცირების ან პირდაპირი ფინანსური დანაკარგის რისკი, რომელიც წარმოიქმნება ფინანსური ოპერაციების პროცესში მათი შედეგების გაურკვევლობის მაღალი ხარისხისა და შემთხვევითი, გაუთვალისწინებელი ფაქტორების გადაჭრებით შეფასების გავლენით.

ნებისმიერ ქვეყანაში ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა განისაზღვრება მოსახლეობის კეთილდღეობის დონით. ფასიანი ქაღალდების მიწოდება კი მოთხოვნით განისაზღვრება.

თავი III. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი რეგულირება

2. 1. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი საფუძვლები

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მკვეთრი სტრუქტურის ჩამოყალიბება დაიწყო “ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” საქართველოს კანონის ამოქმედების დღიდან (1999 წლის 5 თებერვლიდან), რომლის მიხედვითაც საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურას წარმოადგენენ ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეები: საფონდო ბირჟა, ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორები, საბროკერო კამპანიები და ბროკერები.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მნიშვნელოვან ეტაპს წარმოადგენდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ცენტრალური ფიგურის–საფონდო ბირჟის ჩამოყალიბება. „საქართველოს საფონდო ბირჟა” დაფუძნდა 1999

წლის იანვარში. იგი გამარჯვებული გამოვლინდა USAID-ის დაფინანსებით და Barents Group"-ის მხარდაჭერით განხორციელებული პროექტის – „კაპიტალის ბაზრის განვითარება“-ფარგლებში მოწყობილ საფონდო ბირჟის კანდიდატთა ტენდერში. USAID-ის და მისი კონტრაქტორი “Barents Group”- ის დახმარებით მოხდა საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემის პროგრამული და ტექნიკური უზრუნველყოფა. “საქართველოს საფონდო ბირჟის” ლიცენზია გაიცა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ 2000 წლის 14 იანვარს, რომლის თანახმად „საქართველოს საფონდო ბირჟას“ ენიჭება საქართველოში ფასიანი ქაღალდებით მეორადი საჯარო ვაჭრობის ორგანიზაციების უფლება.¹²

“საქართველოს საფონდო ბირჟის” საქმიანობის ძირითად მიზანს წარმოადგენს საქართველოში ფასიანი ქაღალდების გამჭირვალე და ლიკვიდური ორგანიზებული ბაზრის ჩამოყალიბება, ანუ ისეთი გარემოს შექმნა, რომელიც უზრუნველყოფს ყველა ინვესტორისადმი სამართლიან მოპყრობას, მათი

¹² მძინარაშვილი თ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტები, ბიულეტენი № 2, მარტი 2001 წელი, გვ. 41

უფლებებისა და ინტერესების დაცვას, აქციების სამართლიანი ფასის დადგენას, რათა მათ უსაფრთხოდ დააბანდონ თავიანთი სახსრები.

ლიცენზირებული საფონდო ბირჟა „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მიხედვით აღიარებულია თვითრეგულირებად ორგანიზაციად. ეს იმას ნიშნავს, რომ ბირჟას შემუშავებული აქვს თავისი წესები და შინაგანაწესი, რომლითაც არეგულირებს ბირჟის წევრ-აქციონერთა საქმიანობას. თვითრეგულირებადი ორგანიზაციის წესების მტკიცებით კომისიის მიერ და არ შეიძლება შეიცვალოს და გაუქმდეს კომისიის წინასწარი ნებართვის გარეშე. თვითრეგულირებადი ორგანიზაცია ნებისმიერი ახალი წესის, ან არსებული წესის ცვლილების პროდუქტს აცნობს კომისიას.

საფონდო ბირჟა არის საშუამავლო არაკომერციული ორგანიზაცია. სხვა სააქციო საზოგადოებებისაგან განსხვავებით საფონდო ბირჟის აქციის ფლობა არ იძლევა დივიდენდის მიღების უფლებას, სამაგიეროდ ბირჟის აქციის

ფლობა იძლევა ბირჟის სავაჭრო სისტემაში ჩართვის და საბირჟო ვაჭრობაში მონაწილეობის უფლებას.

საფონდო ბირჟა უზურნველყოფს ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული ფასიანი ქაღალდებისათვის თანაბარ პირობებს. ემიტენტი ვალდებულია მიაწოდოს ბირჟას ყველა ის ინფორმაცია, რომელიც მას მოეთხოვება „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონით. ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული ფასიანი ქაღალდების რეესტრი აუცილებელად უნდა იყოს მოწესრიგებული ანუ რეესტრის წარმოება ხდებოდეს ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის მიერ. ლისტინგში ფასიანი ქაღალდების დაშვების პირობები უფრო მეტ მოთხოვნებს ითვალისწინებს, კერძოდ ემიტენტის საკუთარი კაპიტალი უნდა იყოს არა ნაკლებ 100 ათასი აშშ დოლარის ექვივალენტი ეროვნულ ვალუტაში, აგრეთვე ზარალის გარეშე მუშაობის ხანგრძლივობა ბოლო სამი წლიდან ორი წელი, ემიტენტის გამოშვებული აქციების რაოდენობა არა ნაკლებ 50 ათასი, ემიტენტის მიერ ბუღალტრული აღრიცხვის წარმოება უნდა ხდებოდეს საერთაშორისო ბუღალტრული სტანდარტების მოთხოვნათა შესაბამისად.

საფონდო ბირჟის მესაკუთრე-წევრები შეიძლება გახდნენ მხოლოდ ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიები, რომელთა ლიცენზირება ხდება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის მოთხოვნათა შესაბამისად.¹³

ლიცენზია გაიცემა ქვემოთ ჩამოთვლილიდან ერთ ან რამოდენიმე საქმიანობაზე:

ა. ინვესტორებისათვის პირდაპირი კონსულტაციების გაწევა ინვესტიციებთან დაკავშირებით;

ბ. ემიტენტებისათვის კონსტრუქციის გაწევა ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და ინვესტიციების მიზიდვის თაობაზე;

გ. ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების განთავსების მომზადება და განხორციელება არაგარანტირებულ საფუძველზე;

დ. მიიღოს და გადასცეს კლიენტის დავალებები ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებით, კლიენტების

¹³ მძინარაშვილი თ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტები, ბიულეტენი № 2, მარტი 2001 წელი, გვ. 41

სახსრებით ფასიანი ქაღალდებით გარიგების განხორციელება მათივე ინტერესებისათვის;

ე. კლიენტების საინვესტიციო პორტფელების და ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციებისათვის გამოყოფილი სახსრების მართვა;

ვ. კლიენტების საინვესტიციო სახსრების ან/და ფასიანი ქაღალდების შენახვა და აღრიცხვა, აგრეთვე ფასიანი ქაღალდების ნომინალური მფლობელების მომსახურება;

ზ. საკუთარი სახსრებით ფასიანი ქაღალდებით გარიგება თავისივე ინტერესებისათვის;

თ. ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების განთავსების მომზადება და განხორციელება გარანტირებულ საფუძველზე;

ი. ასესხოს კლიენტებს და ისესხოს მათგან ფასიანი ქაღალდები, აგრეთვე გამოიყენოს საკუთარი სახსრები კლიენტებისათვის ფასიანი ქაღალდების შესაძენად, მიიღოს მონაწილეობა კომისიის წევრებით განსაზღვრულ „მოკლე გაყიდვებში“.

ლიცენზია შეიძლება იყოს გენრეალური, რომლის მიხედვითაც საბროკერო კომპანიებს აძლევს მხოლოდ ზოგიერთი საქმიანობის განხორციელების უფლებას. საკუთარი კაპიტალის

ოდენობის მიხედვით საბროკერო კომპანიები იყოფა სამ კატეგორიად. პირველი, შესაბამისი ლიცენზიის ქონის შემთხვევასი იძლევა პირველი ორი პუნქტით გათვალისწინებული საქმიანობის განხორციელების უფლებას; მეორე – შესაბამისი ლიცენზიის ქონის შემტხვევასი, პირველი ექვსი პუნქტით გათვალისწინებული საქმიანობის განხორციელების უფლებას; მესამე – შესაბამისი ლიცენზიის ქონის შემთხვევასი, უფლებას აძლევს საბროკერო კომპანიას განხორციელოს საბროკერო კომპანიის საქმიანობა სრული სპექტრით.

2001 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით სახეზეა 39 საბროკერო კომპანია (მათ შორის 2 ქალაქ ბათუმში). მათ შორის ერთ კომპანიას აქვს მხოლოდ საკონსულტაციო საქმიანობის განხორციელების უფლება, 31 კომპანია მიეკუთვნება მეორე კატეგორიას, ანუ 1–6 საქმიანობის განხორციელების უფლების მქონე 7 კომპანიას მინიჭებული აქვს ზემოთ ჩამოთვლილი ყველა საქმიანობის განხორციელების უფლება. 39 საბროკერო, კომპანიიდან – 38 „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ მესაკუთრე-წევრია, 1 – პირობითი მესაკუთრე-წევრია. 20 საბროკერო

კომპანიას, ბირჟის მიერ დამტკიცებული წესების მიხედვით, მინიჭებული აქვს უფლება ივაჭროს სავაჭო დარბაზში.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მონაწილეობის მისაღებად კომერციულ ბანკებს შეუძლიათ დააფუძნონ შვილობილი საბროკერო კომპანიები შეუზღუდავი წილით. დღევანდელი მდგომარებით საქართველოში კომერციული ბანკების მიერ 100%-იანი წილით დაფუძნებულია 7 შვილობილი საბროკერო კომპანია, ხოლო 20%-იანი წილით -1.¹⁴

საბროკერო კომპანიების რეგულირების მიზნით, კომისიის მიერ მიღებულია წესები: „კომპანიების საწვისი საკუთარი კაპიტალის მიმართ მოთხოვნის შესახებ“, „საბროკერო კომპანიებისათვის კაპიტალის ადეკვატურობის მოთხოვნათა შესახებ“, „საბროკერო კომპანიების ანგარიშებისა და პერიოდული ფინანსური ანგარიშგებების შესახებ“, საბროკერო კომპანიების ჩანაწერებისა და ბუღალტერული დავთრების შესახებ.

¹⁴ მდინარაშვილი თ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტები, ბიულეტენი № 2, მარტი 2001 წელი, გვ. 42

„საბროკერო კომპანიებისათვის კაპიტალის აღდგენის მოთხოვნათა შესახებ” კომისიის წესი უზრუნველყოფს, რომ ლიცენზირებულ საბროკერო კომპანიას გააჩნდეს აღდგენის კაპიტალი კლიენტებისა და კონტრაქტების დასაცავად იმ ზარალისაგან, რომლებიც შეიძლება განიცადოს კომპანიამ სავაჭრო წიგნში აღრიცხული ფასიანი ქაღალდების ფასების ცვალებადობის საბაზრო რისკების, კონტრაქტების მიერ გარიგებათა პირობების დროულად შეუსრულებლობის, სავალუტო კურსის მერყეობით გამოწვეული სავალუტო რისკების, აგრეთვე სავაჭრო წიგნში ცალმხრივი ზეგავლენისადმი დიდი დაქვემდებარებისა და სხვა რისკების გამო. ეს წესი, აგრეთვე, განსაზღვრავს კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებული რისკების მონიტორინგისა და ზედამხედველობის ფარგლებსა და შიდა კონტროლის სისტემებს. კომპანიას მოეთხოვება ისეთი შიდა კონტროლის სისტემებისა და ადმინისტრაციული ბუღალტერული აღრიცხვის პროცედურების ქონა, რომლებიც ამ წესთან მათი შესაბამისობის ნებისმიერ დროს შემოწმებისა და ჩაწერის საშუალებას იძლევა.

კომისიის წესი „საბროკერო კომპანიების ანგარიშებისა და პერიოდული ფინანსური ანგარიშგებების შესახებ“ განსაზღვრავს საბროკერო კომპანიის მიერ ფინანსური ანგარიშგებების მომზადების, პერიოდულობის, აუდიტის და მათი კლიენტებისა და ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიისადმი წარდგენის წესებს, რომლის მიხედვითაც საბროკერო კომპანიამ ყოველწლიურად, კალენდარული წლის საფუძველზე, კომისიაში უნდა წარადგინოს აუდიტებული წლიური ფინანსური ანგარიშგებები და ამასთან ერთად კაპიტალის ადეკვატურობის გამოთვლის ანგარიშებიც. გარდა ამისა, ყველა საქმიანობის განხორციელების ლიცენზიის მქონე საბროკერო კომპანიამ კომისიას უნდა წარუდგინოს ყოველთვიური ანგარიშგება, ხოლო ერთი ან რამდენიმე საქმიანობის განხორციელების ლიცენზიის მქონე კომპანიამ – ყოველკვარტალური ანგარიშგება.

„საბროკერო კომპანიების ჩანაწერებისა და ბუღალტრული დავთრების შესახებ“ კომისიის წესი კი განსაზღვრავს ჩანაწერებისა და ბუღალტრული დავთრების წარმოების იმ პრინციპებსა და შენახვის ვადებს, რომლითაც უნდა

იხელმძღვანელოს ლიცენზირებულმა საბროკერო კომპანიამ.

ვინაიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში თავისი განვითარების საწყის ეტაპზეა, ჯერჯერობით ჩვენი საბროკერო კომპანიების სტრუქტურა მარტივია. შესაბამისად მცირეა მათში მომუშავე ბროკერების რაოდენობაც. საქართველოს საფონდო ბაზარზე ბროკერი გამოდის დამქირავებელი საბროკერო კომპანიის სახელით. 2000 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით ბროკერის ლიცენზია ჰქონდა 114 ფიზიურ პირს.

საბროკერო საქმიანობისათვის ფიზიკურ პირზე კომისიის მიერ გაიცემა გენერალური და სპეციალური ლიცენზიები. გენერალურია ლიცენზია, რომელიც მისი დამქირავებელი საბროკერო კომპანიის სახელით მოქმედ კანდიდატს ფასიან ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაზე კონსულტაციებისა და საინვესტიციო პორტფელის მართვის უფლებებს მიანიჭებს. სპეციალურია ლიცენზია, რომელიც კანდიდატს მიანიჭებს მხოლოდ ერთი ან რამდენიმე ამგვარი საქმიანობის განხორციელების უფლებას, რაც დამოკიდებულია კანდიდატის მონაცემებსა და

კვალიფიკაციაზე. დღემდე ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ გაცემული 114-ვე ბროკერის ლიცენზია გენერალურია.

ბროკერის ლიცენზიის მისაღებად კანდიდატი აბარებს კომისიის მიერ ორგანიზებულ საკვალიფიკაციო გამოცდას.

114 ბროკერიდან საბროკერო კომპანიებში დასაქმებულია 79 ბროკერი, აქედან საფონდო ბირჟის მიერ აკრედიტირებულია 43 ბროკერი.

ბროკერთა ინდივიდუალური საქმიანობის დონის ამაღლების მიზნით ძალიან მნიშვნელოვანი და სასარგებლო იყო „Barents Group“-ის მიერ ორგანიზებული სასწავლო კურსები და სემინარები, რომელიც მოიცავს 6 ნაწილს:

- ბუღალტრული აღრიცხვის საფუძვლები;
- საერთაშორისო ბუღალტრული აღრიცხვის სტანდარტები;
- „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის და „მეწარმეთა შესახებ“ კანონში ცვლილებების მიმოხილვა;
- კაპიტალის ბაზრის ინდუსტრიის მიმოხილვა;
- საინვესტიციო ინდუსტრიის საქმიანობა;

– კორპორაციული მართვის პრინციპებისა და აქციონერთა უფლებების მიმოხილვა.

ყოველი კურსის ბოლოს, ორგანიზატორების მიერ, მსმენელებს უტარდებოდათ გამოცდა ტესტური მეთოდით. თითოეულ ტესტში დადებით პასუხზე გარკვეული პროცენტების დაგროვების შემთხვევაში, მსმენელებს გადაეცათ საერთო სერთიფიკატი.

სავაჭრო სესიის დამთავრების შემდეგ, ელექტრონული სავაჭრო სისტემის მეშვეობით, ვაჭრობის მონაწილეებს მიეწოდებოდა ანგარიში მათ მიერ დადებული გარიგებების შესახებ, რომელიც საფუძვლად ედება შემდგომ ცენტრალურ კლირინგსა და ანგარიშსწორებას. „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ მიერ დაფუძნებულია „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტორი“, რომელიც ხელს უწყობს ბირჟაზე დადებული გარიგებების სწრაფ და საიმედო კლირინგსა და ანგარიშსწორებას. ბირჟის სავაჭრო სისტემასა და ცენტრალური დეპოზიტორის კლირინგის და ანგარიშსწორების სისტემებს შორის ელექტრონული კავშირი საშუალებას იძლევა ვაჭრობა განხორციელდეს სისტემით T+1, ეს ნიშნავს

იმას, რომ ანგარიშსწორება მოხდება ბირჟაზე გარიგების დადების მეორე დღესვე.¹⁵

„საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტორი“ დაფუძნდა 1999 წლის ნოემერში. 2000 წლის 1 მარტს ფასიანი ქაღალდების ეროვნულმა კომისიამ გასცა ლიცენზია ცენტრალური დეპოზიტორის საქმიანობაზე და აღიარა ის თვითრეგულირებად ორგანიზმად.

ცენტრალური დეპოზიტორი, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის თანახმად არის პირი, რომელიც ნორმალური მფლობელის დავალებით უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ კლირინგსა და ანგარიშსწორებას ან ეწევა კომისიის წესებით განსაზღვრულ სხვა მომსახურებას. ცენტრალური დეპოზიტორის მოვალეობებია გახსნას, ამოქმდოს და დახუროს მონაწილეთა ფასიანი ქაღალდების ანგარიშები, მისი წესების შესაბამისად. უზრუნველყოს აღრიცხვის სისტემის მთლიანობა და უსაფრთხოება. მისცეს მონაწილეს

¹⁵ მძინარაშვილი თ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტები, ბიულეტენი №2, მარტი, 2001 გვ. 44

ამონაწერი ფასიანი ქაღალდების ანგარიშების მდგომარეობის შესახებ, უზრუნველყოს სხვა მომსახურება მონაწილეთა ფასიანი ქაღალდების ანგარიშების მომსახურების მიზნით.

დეპოზიტორის წევრები (მონაწილეები) შეიძლება გახდნენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შემდეგი მონაწილეები: საბროკერო, კოპანიები, ბანკები, სადაზღვევო კომპანიები, ემიტენტები, საინვესტიციო კომპანიები და საფონდო ბირჟები, რომელნიც დააკმაყოფილებენ წევრებისათვის განსაზღვრულ კრიტერიუმებს. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის წევრთა რიცხვი შეადგენს 38 საბროკერო კომპანიას.

„საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ დეპოზიტორის“ ოპერაციებისა და პროცედურების შესახებ წესების მიხედვით მისი წევრი საბროკერო კომპანიები დეპოზიტარში ხსნიან ფასიანი ქაღალდების შემდეგი სახის ანგარიშებს: წევრის საკუთარი ფასიანი ქაღალდების ანგარიში, სადაც ანგარიშის მფლობელი არის ცენტრალური დეპოზიტორის წევრი-საბროკერო კომპანია და სადაც აღირიცხება მის საკუთრებაში არსებული ფასიანი ქაღალდები და წევრი კლიენტის ფასიანი

ქაღალდების ანგარიში, რომლის ანგარიშის მფლობელია წვერი-საბროკერო კომპანია და რომელზეც აღირიცხება მის ნომინალურ მფლობელობაში მყოფი ფასიანი ქაღალდები. გარდა ამისა ფასიანი ქაღალდის მფლობელს ცენტრალურ დეპოზიტარში შეუძლია გახსნას პირდაპირი ანგარიში (კლიენტის ანგარიში), მაგრამ ამ ანგარიშიდან ფასიანი ქაღალდის ბირჟაზე სავაჭროდ გატანა უნდა მოხდეს მაინც საბროკერო კომპანიის მეშვეობით. ცენტრალურ დეპოზიტარში შეიძლება გაიხსნას: ფასიანი ქაღალდების შენახვის ანგარიში, რომელზეც აღირიცხება ვალდებულებებით დატვირთული საკუთრების პოზიციები და სავაჭრო ანგარიში, სადაც აღირიხება ბირჟაზე ვაჭრობისათვის განკუთვნილი საკუთრების პოზიციები.

ფულადი ანგარიშწორების სისტემა ცენტრალური დეპოზიტორის წესებით შემდგენიარად არის განსაზღვრული: ცენტრალურ დეპოზიტორს, ისევე როგორც მის წვერ საბროკერო კომპანიებს, აქვთ გახსნილი ანგარიშები 4 საანგარიშსწორებო ბანკში. ამასთან, საბროკერო კომპანიებს კლიენტის სახსების საკუთარი სახსრებისაგან გამიჯვნის

მიზნით გახსნილი აქვთ განცალკევებული ანგარიშები. ეს თავის მხრივ საფონდო ბირჟაზე სწრაფი და საიმედო გარიგებების ერთ-ერთ გარანტიად გვევლინება. ცენტრალური დეპოზიტარის საანგარიშსწორებო მომსახურება ემყარება ფასიანი ქაღალდის გამყიდველი ანგარიშის მფლობელის მიერ ფასიანი ქაღალდების წინასწარი მიწოდების და ფასიანი ქაღალდის მყიდველი ანგარიშის მფლობელის მიერ ფულადი წინასწარი გადახდის პრინციპს.

საფონდო ბირჟის მესაკუთრე-წევრის მიერ ელექტრონული სავაჭრო სისტემის მეშვეობით გარიგების დადებისას, სისტემა ავტომატურად ადგენს ანგარიშს გარიგების შესახებ, რომელიც ბირჟის მიერ აღირიცხება მარეგულირებელი მიზნებისათვის და ვრცელდება საჯაროდ იმ საინფორმაციო არხებით, რომლითაც ბირჟა კომერციულ საფუძველზე უზრუნველყოფს საფონდო ბაზრის მონაცემთა გამავრცელებელ სააგენტოებს.

თუ განვიხილავთ დადებული გარიგებების საერთო მოცულობაში ღირებულებას და აქციათა რაოდენობას კონკრეტული ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების მიხედვით, ვნახავთ, რომ ლიდერები

არიან „გაერთიანებული ქართული ბანკი“ და „საქართველოს ბანკი“.

საქართველოში არა მარტო ჩამოყალიბდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, რაც ნიშნავს იმას, რომ მისი შემადგენელი ინსტიტუტებიდან 2000 წლის ბოლოსათვის სახეზეა საფონდო ბირჟა, ცენტრალური დეპოზიტორი, 8 ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი, 39 საბროკერო კომპანია და 114 ფიზიკური პირი ბროკერი, არამედ გარკვეული ნაბიჯებიც გადაიდგა მისი განვითარების თვალსაზრისითაც, რაზეც მეტყველებს „საქართველოს საფონდო ბირჟაზე“ ვაჭრობის მოცულობის ზრდა, რომელმაც წლის განმავლობაში 5 მილიონ ლარს გადააჭარბა.

3. 2. საზღვარგარეთის ქვეყნების ფასიანი ქაღალდები და მათი როლბა

განვითარებული ქვეყნების სამოქალაქო საზოგადოებაში დიდი როლი აქვს განკუთვნილი ე.წ.

ფასიან ქაღალდებს. ფასიანი ქაღალდი – მართებულად მიუთითებს მ ი. კულაგინი, – ესაა დოკუმენტი, რომლის წარდგენაც აუცილებელია მასში გამოხატული ქონებრივი უფლებების განსახორციელებად.

როგოლუციამდელ სამეცნიერო ლიტერატურაში ფასიანი ქაღალდებს საქონელთა კატეგორიას მიაკუთვნებდნენ ფართო გაგებით.

ფასიან ქაღალდებს გააჩნიათ ბრუნვის უნარი. ისინი სავაჭრო გაირიგებების საგნად ითვლებოდნენ და მათ, ფასიან ქაღალდებს უპირისპირებდნენ მხოლოდ ვიწროდ გაგებულ საქონელს. ფასიან ქაღალდს, რა თქმა უნდა, უშუალოდ ა შეუძლია ადამიანის მოთხოვნილებების დაკმაყოფილება. გასაგებია, რომ ფასიანი ქაღალდი ფასეულია არა თავისთავად, არამედ იმიტომ, რომ გამოხატავს პირის უფლებას რაღაც ისეთზე, რომელსაც აქვს მატერიალური ღირებულება. ამ უფლებას რომ ყოველგვარი წინააღმდეგობის გარეშე თავისთავად განხორციელება შეიძლებოდა, მაშინ ფასიანი ქაღალდების საჭიროების იდეა არც წარმოიშობოდა.

ფასიან ქაღალდად შეიძლება ვაღიაროთ არა ყოველი დოკუმენტი, რომელიც ადასტურებს

უფლებას რაიმე ფასეულობაზე, არამედ მხოლოდ ისეთი დოკუმენტი, რომელიც უფლებას ფასეულობაზე მტკიცედ უკავშირებს ხსენებულ ქაღალდს”.

ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი სახეობაა – აქციები, რომელიც ადასტურებენ მისი მესაკუთრის უფლებას სააქციო საზოგადოებაში მონაწილეობაზე და დივიდენდის მიღებაზე.

სასაქონლო ქაღალდები გამოხატავენ უფლებას იმ ღირებულებაზე, საქონელი რომ შეიცავს. უფრო სწორად განსაზღვრული საქონლის მიღებაზე იმ პირებისგან, ან პირისაგან, რომლებიც მას კანონიერ საფუძველზე ფლობენ. სასაქონლო ქაღალდებია: საწყობის მოწმობა, კონოსამეტი, საქონლის ზედნადები და ა.შ. გეხვდება ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია მათი შედგენის ფორმის მიხედვით წარმომადგენლობითი, სახელობითი და საორდერო.

საწარმომადგენლო ქაღალდში მითითებული არ არის უფლებამოსილი პირის ვიანობა, ვის ხელშიაც არის ხსენებული ქათაღდი, ის ახორციელებს ქაღალდში ფიქსირებულ უფლებას, თუ არ არის

ფასიანი ქაღალდი, არ არის უფლებაც (მატარებლის ბილეთი, თეატრის ბილეთი და ა.შ).

ფასიანი ქაღალდების ცნება გამომუშავდა დასავლეთ ევროპის ქვეყნების სამართალში. ზოგიერთი ქვეყნის საკანონმდებლო ძეგლი განსაზრავს კიდევ მას. მაგ. იტალიის სამოქალაქო სამართლის კოდექსი (§832).

ევროპის კონტინენტური ქვეყნების სამართალი და “საერთო სამართალი” დიდად არ განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან ფასიანი ქაღალდების გაგებაში.

ინგლისურ-ამერიკული სამართალი იცნობს საბრუნავ დოკუმენტებს, როგორც წარმომადგენლობითი ან საორდერო ფულადი შინაარსის ქაღალდებს. ინგლისურ-ამერიკული სამართლის საბრუნავის დოკუმენტის ცნება უფრო ვიწროა, ვიდრე კონტინენტური სამართლის ფასიანი ქაღალდებისა. ამერიკის შეერთებულ შტატებში მოქმედებს ე.წ. “ერთგვაროვანი სავაჭრო კოდექსი”, რომლის მესამე განყოფილება მიძღვნილი აქვს “სავაჭრო ქაღალდებს”.

ხსენებული საკანონმდებლო ძეგლის მიხედვით წერილობრივი დოკუმენტი მიიჩნევა საბრუნავად, თუ ის კოდექსში ჩამოთვლილი მოთხოვნებს აკმაყოფილებს, ხოლო კოდექსით საბრუნავ დოკუმენტებად ითვლება უბრლო და გასაყვანი თამასუქი და ჩეკი. სადეპოზიტო სერტიფიკატი ე.ი. ბანკის მიერ ფულის მიღების დადასტურებით და უკანვე გადახდის ვალდებულებით.

“საერთო სამართლის” ქვეყნებში საბრუნავი ქაღალდების (დოკუმენტები) გვერდით არსებობენ საბრუნავი საქონელგამკარგულებელი დოკუმენტები. ამ უკანასკნელებს ინგლისში ეძახიან quasi negotiable ინსტრუმენტი, ხოლო ამერიკის შეერთებულ შტატებში ნეგორტიაბლუ ინსტრუმენტს of title.

საბრუნავი და საქონელგამკარგველი დოკუმენტები ერთობლივ საჯარო სარწმუნო თვისებების მქონედ ითვლებიან.

წარმომადგენლობითი ქაღალდების წარმოშობას თავის დროზე თან ახლდა არგუმენტების კოლიზია. რომის სამართლის მიხედვით ვალდებულებითი სამართლის ნორმებით მოწესრიგებული ურთიერთობები პირად ხასიათის განეკუთვნებოდა და მასში თავდაპირველად

მონაწილე პირთა თავისუფალი, შეუზღუდავი შეცვლა შეუძლებელი იყო.¹⁶

სხვა მოსაზრება წარმოიშვა განვითარებული სავაჭრო კაპიტალის ქვეყნებში – ჯერ იტალიასა და საფრანგეთში და შემდეგ გერმანიაში სავაჭრო ბრუნვის ინტერესები მოითხოვდნენ საწარმომადგენლო ფასიანი ქაღალდების გაჩენას. ვაჭრობა ვერ ითმენდა რომის სამართლის რადიციების საფუძველზე აღმოცენებულ ბარიერებს. თავდაპირველად ქაღალდზე პირდაპირ იყო აღნიშნული კრედიტორის ვინაობა, მაგრამ ალტერნატიული დათქმით: ამდენი და იმდენი თანხა უნდა ჩაბარდეს ამა და ამ პირს ან “ამ დოკუმენტის წარმომდგენსო”. მაგრამ ბოლოს და ბოლოს გაიმარჯვა იდეამ, რომ ფასიანი ქაღალდის წარმომდგენს უნდა ესარგებლა იგივე უფლებებით, როგორც დოკუმენტში ვინაობამითითებული პიროვნება ისარგებლებდა.

საწარმომადგენლო ფასიანი ქაღალდები XVII საუკუნის საფრანგეთში საკმაოდ ყოფილა

¹⁶ ნადარეიშვილი გ., საზღვარგარეთის ქვეყნების სამოქალაქო და სავაჭრო სამართალი, თბ. 2007,

გავრცელებული. მაგრამ billets on blanc-ს ებრძოდნენ, როგორც როგორც რომანისტი მკვლევარები, ასევე, მთვარობებიც, რომის სამართლის ტრადიციებზეა აღზრდილ იურისტებს მიაჩნიათ, რომ საწარმოდადგენლო ფასიანი ქაღალდები ეწინააღმდეგებოდნენ ვალდებულებათა ინდივიდუალობის პრინციპს. მთვარობებს კი, ეჩვენებოდათ, რომ კერძო პირებმა მითვისეს სახელმწიფოსმიერი უფლებები. საფრანგეთმა 1716 წელს, ხოლო პრუსიამ 1833 წელს აკრძალეს ფულადი შინაარსის საწარმოდადგენლო დოკუმენტები. მაგრამ სავაჭრო ბრუნვის ინტერესებმა და ფულის რაინდებმა თავისი გაიტანეს.

საწარმოდადგენლო დოკუმენტებმა თანდათან არამარტო ვალდებულებითი სამართლის სფეროში, არამედ სხვაგანაც მოიპოვეს გაბატონებული მდგომარეობა.

პროფ. გ.კ. შერშენევიჩის უყვარდა თქმა: “უფლება ქაღალდზე სანივთო უფლებაა, ხოლო უფლება ქაღალდიდან გამომდინარე – უპირატესად ვალდებულებითი ხასიათის უფლებააა.” საწარმოდადგენლო ფასიანი ქაღალდის ორმაგმა ბუნებამ განაპირობა თვით ხსენებული ქაღალდის

მიმართ გამოსაყენებელი სამართლის ნორმების ორმაგობა. საკითხი იმის შესახებ, თუ ვის ეკუთვნის ქაღალდი, უნდა გადაწყდეს მოძრავი ქონების შესახებ სანივთო სამართლის ნორმებით, ხოლო ქაღალდში გამოხატული უფლებების განხორციელება ხდება ვალდებულებითი ან სხვა სახის სამართლის ნორმების მიხედვით.¹⁷

სახელობითი ფასიანი ქაღალდი, როგორც ეს მოსალოდნელი იყო, გარკვეული პირის სახელზე დება. მხოლოდ და მხოლოდ ხსენებული სახის ფასიან ქაღალდში აღნიშნულ პირს შეუძლია მასში გათვალსიწნებული უფლებების განხორციელება, უფლებებით სარგებლობა. თუ სახელობითი ფასიანი ქაღალდის მესაკუთრე გარდაივალა, მის მემკვიდრეს უფლება ექნება, როგორც უფლებისმონაცვლეს, ისარგებლოს ქაღალდით გარანტირებული უფლებებით.

ასეთი ქაღალდის სხვისთვის გადაცემა შეიძლება ცესიის გზით (გერმანიისა და შვეიცარიის სამოქალაქო სჯულდებები), საფრანგეთისა და

¹⁷ ნადარეიშვილი გ., საზღვარგარეთის ქვეყნების სამოქალაქო და სავაჭრო სამართალი, თბ. 2007, გვ. 31-32

იტალიის კანონმდებლობა მოითხოვს, რომ სახელობითი ფასიანი ქაღალდის სხვა პირისათვის გადაცემის შემტხვევაში თვით ქაღალდში, ქაღალდის ტექსტში აღინიშნოს მისი ახალი მესაკუთრის ვინაობა, და თან ფასიანი ქაღალდის მკერობელი შეტანილ უნდა იქნა უნ დავთარში, რომელსაც აწარმოებს ქაღალდში აღნიშნული ვაღდებული პირი, უნდა მოხდეს ტრანსფერტ სათანადო დავთრებში.

საორდერო ფასიანი ქაღალდი, ისევე როგორც სახელობითი, ანონიმური არ არის. მასში მითითებულია ის პირი, ვის ხელშიაც ის არის, ე.ი. ორდერის მფლობელი. მაგრამ ორდერში გათვალისწინებული უფლებების განხორციელება შეუძლია როგორც ფასიან ქაღალდში დასახელებულ პირს, ასევე, ამ უკანასკნელის ბრძანებით ყოველ პირსაც. ხსენებული გადაცემის ბრძანება ფრომდება გადაცემის წარწერით ინდოსამენტის სახით თვით დოკუმენტზე – ფასიან ქაღალდზე. თვით ინდოსამენტი ორი სახისა შეიძლება იყოს: სახელობითი, როდესაც გადაცემის წარწერაში ქაღალდის ახალი მფლობელის სახელია მითითებული და ბლანკური, როდესაც საორდერო

ქალაქის გადამცემი პირი მხოლოდ თავის ხელმოწერით კმაყოფილდება. ცხადია, ამ უკანასკნელ შემტხვევაში ფასიანი ქალაქის ახალი მფლობელი ყველა იმ უფლებით სარგებლობს.

კრედიტორის მოთხოვნის უზრუნველსაყოფად შეიძლება იყოს გადაცემული როგორც მოვალის, ისე არამოვალის ქონებაც, რა თქმა უნდა, ქონების მესაკუთრის ნება-სურვილით. გირავნობის საგანი შეიძლება იყოს, როგორც მოძრავი, ისე უძრავი ქონებაც. როგორც წესი, დაგირავებული მოძრავი ნივთი კრედიტორს გადაეცემა მფლობელობაში. დასაშვებია, რომ მხარეთა შეტანხმებით დასაგირავებელი ნივთი გადაეცეს სხვა, მესამე პირს. საერთო წესით მოგირავნეს აკრძალული აქვს დაგირავებული ნივთი ისეთ მდგომარეობაში შეინახოს, როგორადაც მას გადასცა დამგირავებელმა.

უძრავი ქონების დაგირავების შემთხვევაში ხსენებული ნივთი დამგირავებლის მფლობელობაში რჩება. მაგრამ კანონმდებლობაში ვხვდებით გამონაკლისებსაც. საფრანგეთისა და იაპონიის სამოქალაქო სამართლის კოდექსების მიხედვით დასაშვებია უძრავი ქონების გადაცემა

დამგირავებლის ხელიდან მოგირავნის ხელში, თუ მოვალე თავის ვალდებულებას არ შეასრულებს, იპოთეკით უზრუნველყოფილი უძრავი ქონება შეიძლება საჯარო ვაჭრობით გაიყიდოს (საფრანგეთის სამოქალაქო ოდექსის 2085-ე და 2091-ე მუხლები). ამ შემტხევევაში გაყიდული ნივთის ღირებულებიდან პირველყოფლისა მოგირავენე კრედიტორების პრეტენზიებთან შედარებით.

სამეცნიერო-ტექნიკური პროგრესის დაჩქარებამ რიგი ცვლილებები გამოიწვია სანივთო სამართლის სფეროშიც. განვითარებულ ქვეყნებში გავრცელდა მოძრავი ქონების დაგირავება ისეთი სახით, როდესაც დაგირავებული ნივთი არ გადაეცემა მოგირავენეს კრედიტორს.

არაიშვიათად ბანკები ისე გასცემენ კრედიტებს, რომ კომერსანტებს არ თხოვენ გირაოს გადაცემას. ვაჭარი თვითონვე განაგებს, ფლობს დაგირავებულ მოძრავ ქონებას. საქონლის დაგირავება ხდება არა თვითონ საქონლის გადაცემით მოგირავენე კრედიტორისათვის, არამედ საქონელგანმკარგულებელი დოკუმენტის გადაცემით. ისეთი ფასიანი ქაღალდების დაგირავება,

როგორცაა თამასუქი, ობლიგაცია, აქციები, უკვე არ არის იშვიათი შემტხვევა.

განვითარებული ქვეყნების სოციალურ პრაქტიკაში გვხვდება სხვისი ადგილ-მამულის, მიწის სამეურნეო მიზნით გამოყენება. მაგრამ ეს ინსტიტუტი ძირძველია. იგი საუკუნეების განმავლობაში არსებობდა სხვადასხვა ფორმით, რასაც დოკუმენტი ითვალსიიწნებს. საორდერო ფასიანი ქაღალდის გამოყენებისას ყველა სხვა შემტხვევაში საჭიროა, რომ ქაღალდის მფლობელი უკანასკნელ ინდოსამენტში მითითებული იყოს, როგორც მისი შემძენი.

სოციალურ პრაქტიკაში ფასიანმა ქაღალდებმა დადებითი როლი შეასრულეს. მათ დააჩქარეს სავაჭრო ბრუნვა, კაპიტალის მიმოქცევა, უფლებათა და მოვალეობათა დრული შესრულება.

სახელმძღვანებლოდ გათვალსიიწნებულ ნაშრომებსი ხშირად მოაქვთ ასეთი მაგალითი: იმისათვის, რომ ჩვენთვის სასურველ პირს გადავცეთ უფლება ბანკებიდან მიიღოს ჩვენს მიერ იქ ჩაბარებული თანხის გარკვეული ნაწილი, ამისათვის საჭიროა მოვახდინოთ “ცესსია”, ე.ი. დავთმოთ შესაბამისი მოთხოვნის უფლება და ა.შ., რისი

იურიდიულად გაფორმებაც საკმაოდ დროს მოითხოვს. ფასიანი ქაღალდის გამოყენებით ეს ოპერაცია უფრო მარტივად და სწრაფად წყდება – საწარმომაღვენლო ჩეკის საშუალებით. ფასიანი ქაღალდზე საკუთრების უფლების შექმნა მის ახალ მესაკუთრეს ანიჭებს ყველა იმ უფლებას, რაც ქაღალდითაა გათვალისწინებული.

ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკური პროგრესი პირდაპირ კავშირშია საქონელბრუნვის სასურველი, უფრო სწორად, ოპტომალური დონისაგან, საქონელბრუნვის დაჩქარების საქმეში დადებითი როლი შეასრულებს სასაქონლო ქაღალდებმა (რუსულად “ტოვარნაია ბუმაგა”). ეს გარემოება აქვს მოპოვებული სავაჭრო ურთიერთობების საქმეში. ვთქვათ, ტვირთის გამგზავნის აძლევს კონოსამენტს, დოკუმენტს, რომლითაც დასტურდება, რომ ტვირთის გამგზავნისა და ტვირთის გადამზიდავს შორის დაიდო ტვირთის გადაზიდვის ხელშეკრულება. ტვირთის გამგზავნის უფლება აქვს კონოსამენტის მეშვეობით აყიდოს ტვირთი ან დააგირაოს. ფორმალურად კი იყიდება თვით კონოსამენტი, შესაძლებელია კონოსამენტის დაგირავებაც.

თანამედროვე განვითარებული ქვეყნების სოციალურ პრაქტიკაში დიდია ფასიანი ქაღალდების როლი, რაც დაკავშირებულია მათ ცხოვრებაში საფინანსო კაპიტალის როლის ზრდასთან. მკვლევართა იმ ნაწილის აზრით, რომლებიც ფიქრობენ, რომ ღირებულების ერთადერთი წყარო შრომაა, ფასიანი ქაღალდების მოძალემა მიხნეულია ფიქტიური კაპიტალის გაბერვად, რაც იწვევს იმ რანტიეთა რიცხვის ზრდას, რომლებიც მხოლოდ “კუპონების კრეჭის” ხარჯზე ცხოვრობენ და არაფერს ქმნიან. ისინი საზოგადოების პარაზიტებად არიან მიხნეულნი. მაგრამ არსებობს წარმოების სამი ფაქტორის თეორიაც (უან ბატისტ სეი, მაკ-კულოხი, მილი), ამ თეორიის მესვეურთა აზრით, ღირებულების წყაროა არა მხოლოდ შრომა, კაპიტალი და მიწა.

ხსენებულ თვალსაზრისს თუ გავიზიარებთ, ფასიანი ქაღალდების მესაკუთრენი, როგორც სათანადო კაპიტალის მეპატრონენი, არ შეიძლება პარაზიტებად ჩავთვალოთ. ასეა თუ ისე, განვითარებული ქვეყნების ახალი დროის ისტორიამ დაადასტურა, რომ ფასიანი ქაღალდები არ ღუპავს

საზოგადოებას, პირიქით, ის ხელს უწყობს ეფექტური ეკონომიკის შექმნას.

სანივთო უფლებებში საკუთრების უფლების გარდა იგულისხმება:

1. უზუფრუქტი

2. სხვისი ნივთით სარგებლობის უფლება და სხვის სახლში ცხოვრების უფლება

3. სერვიტუტები, სხვისი ნივთებით სარგებლობის განსაკუთრებული სახეობა.¹⁸

ძველ რომში გამომუშავდა “*iura in re aliena*” – ე.ი. უფლებანი სხვის ნივთის მიმართ. ამ უფლებათა ძირითადი სახეობა სერვიტუტებია.

სერვიტუტების მნიშვნელობა იმდენად დიდი ყო ძველი რომის მესაკუთრეთა ცხოვრებასი, რომ რომაელმა იურისტებმა მისი სამართლებრივი რეჟიმი დეტალურად დაამუშავეს:

სერვიტუტები ორ კატეგორიად იქნა დაყოფილი:

1. სანივთო, იგივე საადგილმამულო სერვიტუტები და

2. პირადი სერვიტუტები.

¹⁸ ნადარეიშვილი გ., საზღვარგარეთის ქვეყნების სამოქალაქო და სავაჭრო სამართალი, თბ. 2007, გვ. 36-37

საადგილმამულო სერვიტუტების სამართლებრივ იდეას საფუძვლად ედო ერთი მემუშულის მხრივ ვალდებულების შეგნება მეორის მიმართ, ერთი ადგილ-მამულის ვალდებულება მეორის მიმართ, ერთი ადგილ-მამულის ვალდებულება მეორის სასარგებლოდ ამ ნაკვეთების მესაკუთრეთა შეცვლისაგან, მესაკუთრეთა პიროვნებებისაგან დამოუკიდებლად.

რაც შეეხება პირად სერვიტუტებს, მისი უმნიშვნელოვანესი სახე იყო უზუფრუქტი “*usu fructus*” – უფლება რომ თვით ნივთის არსება არ დაარღვიონ, არ დაახიანონ და არ შეცვალონ ნივთი, არ შეცვალონ მისი სამეურნეო დანაშაულება. სანამ მოქმედებდა უზუფრუქტი, ნივთის მესაკუთრეს არ ჰქონდა უფლება მიეღო ნივთისაგან შემოსავალი და მისი საკუთრება იყო “სიშველი” – “*nuda proprietas*”.

უზუფრუქტი ერთ ნივთზე შეიძლება ჰქონოდა რამდენიმე პირს იდეალურ წილთა ფორმით, რამდენადაც უზუფრუქტი წმინდა პირადი სერვიტუტი იყო, მისი მემკვიდრეობით გადაცემა არ შეიძლებოდა, არც მისი გახსვისება დაიშვებოდა. სერვიტუტით მესაკუთრის უფლებები იზღუდებოდა

გარეშე პირის სასარგებლოდ. მაგალითად, მიწის მესაკუთრეს უნდა მიეცეს მიწაზე გავლით. უძველესად ითვლება საგზაო სერვიტუტი, რომელიც საკუთარ მამულთან მისვლის საშუალების გარდა გულისხმობს სატრანსპორტო საშუალებისა და პირუტყვის გასავლელი გზის უფლების მოპოვებასაც. არსებობენ საქალაქო, სასოფლო, საადგილ-მამულო და პიროვნული სერტიტუტები. სერტიტუტებს საფუძვლად უდევს სამართლებრივი იდეა, რომ ადამიანს უნდა მიეცეს სასმელი წყლით, საძოვრებითა და ტყით სარგებლობის უფლება, გზით სარგებლობის უფლება, სარწყავი წყლის გაყვენის უფლება და ა.შ.

უზუფრუქტით პირს ეძლევა სხვისი ნივთით სარგებლობის უფლება, შეუძლია ნივთიდან მიიღოს შემოსავალი ისე, რომ თვით ნივთი არ დააზიანოს ან მოსპოს. უზუფრუქტის შესახებ დებულებას შეიცავენ გერმანიის, საფრანგეთის, იტალიისა და სხვა ქვეყნების სამოქალაქო კოდექსები. უზუფრუქტის უფლება შეიძლება წარმოიშვას კანონის, ანდერძის ან ხელშეკრულების საფუძველზე.

თუ უზუფრუქტის უფლება შეიძლება კანონის საფუძველზე წარმოიშვას, სხვის სახლში ცხოვრების უფლებას წმინდა პირადი ხასიათი აქვს და არ შეიძლება უფლებამოსილი პირის მიერ ამ უფლების სხვისათვის დათმობა.

განვითარებული ქვეყნების სამოქალაქო სამართლის კოდექსები გირავნობის უფლებასაც ითვალისწინებენ. კრედიტორს უფლება აქვს, თუ მოვალე თავის ვალდებულებას არ შეასრულებს თავი დააკმაყოფილოს იმ ნივთით თუ ნივთებიდან, რომელიც მას გადაცემული ჰქონდა ვალდებულების უზრუნველსაყოფად როდესაც ქონებაზე პრეტენზია აქვს რამდენიმე კრედიტორს, პირველყოფლისა, უპირატესად უნდა დაკმაყოფილდეს ქონების დამგირავებელი კრედიტორის მოთხოვნები დასავლეთ ევროპაში.”

იჯარის შემთხვევაში ჩვენ საქმე გვაქვს ორმხრივ ხელშეკრულებასთან, რომლის მიხედვითაც ერთ-ერთი მხარე – მეიჯარე ვალდებულია დროებით სარგებლობითა და ნაყოფის მიღების უფლებით გადასცეს მეორე მხარე მოიჯარეს ნივთი ან უფლება, ხოლო ხსენებული მეორე მხარე მოიჯარე ვალდებულია გადაიხადოს აიჯარო ქირა და იჯარის

ვადის დამთავრების შემდეგ, დააბრუნოს იჯარის საგანი.

იტალიისა და იაპონიის სამოქალაქო სამართლის კოდექსები აღიარებენ ემფიტევიზის ინსტიტუტსაც.

აღსანიშნავია, რომ ზოგიერთ ქვეყანაში უძრავი ქონების გრძელვადიანი იჯარა (არენდა) მოიჯარეს უძრავი ქონების მიმართ გარკვეული სანივთო უფლებით აღჭურავს, მაგ. სარგებლობის უფლებით, ასევე იქცევა, მაგალითად, საფრანგეთის სამოქალაქო სამართლის კოდექსი. ასეთ მფლობელობას ემფიტევიზის ეძახიან. ემფიტევიტს ჯარით აღებულ ადგილმამულზე უფლებების მთელი კონა გააჩნია და მათ შორის შენობის აგებისაც.

გერმანიისა და შვეიცარიის კოდექსები, ისევე როგორც ერთ დროს ჩვენი სამოქალაქო სამართალიც, იცნობენ აღნაგობის უფლებას, ე.ი. სხვის მიწაზე ნაგებობის აშენებისა და ექპლუარაციის უფლებას.

საზღვარგარეთის ზოგიერთი ქვეყნის სამართლისათვის ცნობილია *superficiarius institutio* – სხვის მიწაზე ნაგებობათა აშენებისა და მცენარეთა დარგვის უფლება. იჯარის ხელშეკრულების დროს მოიჯარეს იჯარით აღებული ნივთი განსაზღვრული

ვადით ეძლევა, სუპერ-ფიციარიუსი არავითარი ვადით არ არის შეზღუდული.

რომის სამართალში სუპერფიციესი უვადო იყო. შეიძლებოდა მისი მემკვიდრეობით გადაცემა და შეიძლებოდა გასხვისებულიყო მესაკუთრის თანხმობის გარეშეც.

საფრანგეთში აღიარებულია, როგორც განსაკუთრებული სანივთო უფლება, წიაღის უფლება. ესაა “კერძო პირის უფლება განახორციელოს სასარგებლო წიაღისეული დაზვერვა და მოპოვება კონცესიის საფუძველზე”.¹⁹

გარდა ზემოხსენებული სანივთი უფლებებისა, განვითარებული ქვეყნების სამოქალაქო სამართალში გვხვდება “სანივთო-ბეგარის” ცნება.

გარკვეული ადგილ-მამულიდან შეიძლება ვინმეს გააჩნდეს უფლება პერიოდულად მიიღოს ნატურალური ან ფულადი ანაზღაურება. უპირატეს შემთხვევებში ხსენებული უფლება შეიძლება გააჩნდეს მიწის მეზობელ მესაკუთრეს.

განვითარებული ქვეყნების სამოქალაქო სამართლის მკვლევარები თითქმის ერთხმად

¹⁹ Гражданское и торговое право капиталистических стран. Под, рук. В. П. Мозолина, М. 1980, გვ. 127

მიუთითებდნენ, რომ კანონმდებლობაში, რომელიც სხვის ნივთზე უფლებებს აწესრიგებენ, თანდათან ჩნდება ტენდენცია იმის აღიარებისა, რომ მოიჯარე-არენდატორთა, დამქირავებელთა უფლებები სანივთო უფლებების გარკვეულ ნიშნებს იძენენ.

ამ მიმართულებით საინტერესოა საფრანგეთის სამოქალაქო სამართლის კოდექსის 1743-ე მუხლის პოზიცია, სადაც უფლება ნივთის დამქირავებლისა უფლებათა იერარქიაში თითქოს უპირატესდება კიდევ იმ მესამე პირის უფლებებს, ვინც სხენებუდი დაქირავებული ნივთის დამქირავებელს სანივთო უფლებები გააჩნდეს.

ნივთის დამქირავებელს ფრანგული კანონმდებლობის მიხედვით დიდი უფლებები ეძლევა. უძრავი ქონების დამქირავებელს არა მარტო იმის უფლება ეძლევა, ხელახლა განაახლოს ქირაენობის ხელსეკრულება, არამედ, ზოგიერთ შემთხვევაში გადააკეთოს კიდევ დაქირავებული ქონება, სამეურნეო მიზანშეწონილობის მხედველობაში მიღებით შეცვალოს ქონების ექსპლუაცის პირობები. ამასთან ერთად, უძრავი ქონების დამქირავებელს მესაკუთრის მიერ ქონების გასხვისების სურვილის გამოვლენის შემთხვევაში

უპირატესი უფლება ეძლევა შეისყიდოს მის მიერ დაქირავებული ქონება. საქმე იქამდე მივიდა, რომ ზიგიერთი ფრანგი იურისტი იმასაც აღიარებს, რომ უძრავი ქონების მოიჯარეს გააჩნია არა ვალდებულებითი ურთიერთობებიდან გამომდინარე უფლებები, არამედ სანივთო უფლებები.

შეიმჩნევა, რომ განვითარებული ქვეყნების სამართლებრივი სისტემების შიგნით სანივთო სამართლის ინგლისურ-ამერიკული სისტემა გარკვეული თავისებურებით ხასიათდება. ცნობილია, რომ ინგლისურ სამართალზე გარკვეული გავლენა იქონია ეოდალური ხანის სამართლებრივმა ინსტიტუტებმა. ინგლისურ სამართალში ჯერ კიდევ შენარჩუნებულია სანივთო უფლებების საერთო სამართლის და სამართლიანობის სამართლის ინსტიტუტებად დაყოფა. შესამჩნევია, რომ ინგლისსა და ამერიკაში არა თუ ნათლად ვერ მიჯნავენ სანივთო სამართლის ცნებას სანივთო ობიექტის ცნებისაგან, არამედ ხშირად ერთმანეთშიც კი ურევენ.

სამეცნიერო და სასწავლო ლიტერატურაში მართებულად მიუთითებენ, რომ ინგლისსა და ამერიკის შეერთებულ შტატებში ყველა სანივთო

უფლებებს განიხილავენ როგორც საკუთრების უფლების ნაირსახეობას. ამასთან, საკუთრების უფლების ცნებას ინგლისში ის თავისებურება გააჩნია, რომ არსებობს მისი ფართო, ვრცელი გაგება და ვიწრო, ე.წ. ევროპული გაგება. პირველი გამოიხატება ტერმინით “property” – ხოლო მეორე, ევროპულის ანალოგიური საკუთრების ცნების გამომხატველია “ownership”.

ფართო გაგებით, საკუთრების უფლების ცნების ქვეშ ესმით ქონებრივი ხასიათის ყოველგვარი უფლება, მათ შორის, საავტორო და საპატენტო უფლებებიც. როგორც ცნობილია, ამ უკანასკნელებში გარდა ქონებრივისა, პირადი არაქონებრივი უფლებებიც იგულისხმებიან. ფართო მნიშვნელობით საკუთრების (property) აღსანიშნავად ფრანგულ სამეცნიერო ლიტერატურაში ვხვდებით ტერმინს “გენერალური საკუთრება”.

ინგლისურ-ამერიკული სამართალი სანივთო სამართლის კატეგორიებში საკუთრების ინსტიტუტის გარდა განიხილავს: უძრავი ქონების იჯარის სხვადასხვა ფრომებსა და სახეებს, სერვიტუტების სხვადასხვა სახეებს, მინდობილ საკუთრებას –

ინგლისურ-ამერიკული სამართლის დღეს უკვე ფართოდ აღიარებულ მოვლენას და სხვადასხვა უზრუნველყოფელ სანიუთო უფლებებს.

ინგლისურ-ამერიკული სამართლისათვის ცნობილია იპოთეკა, მაგრამ ევროპის კონტინენტის ქვეყნების სამართლით ცნობილ იპოტეკისაგან ის იმით განსხვავდება, რომ შესაძლებლად თვლის როგორც მოძრავი, ისე უძრავი ქონების იპოთეკას. გარდა ამისა, ინგლისურ-ამერიკული სამართლის მიხედვით, დაგირავებულ ნივთზე საკუთრების უფლების ორი ელემენტი პირობითად გადადის მოგირავნის ხელში. მოგირავნეს და არა დამგირავებელს, აქვს უფლება ფლობდეს და სარგებლობდეს დაგირავებული ნივთით.²⁰

²⁰ ნადარეიშვილი გ., საზღვარგარეთის ქვეყნების სამოქალაქო და სავაჭრო სამართალი, თბ. 2007,

თავი IV ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში

4. 1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა საქართველოში

2002 წელს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირება განსაზღვრული იყო საქართველოს ეკონომიკური სიტუაციით და მისი მდგომარეობა საერთო მდგომარეობის ადეკვატური იყო. ამასთან, 2002 წელი საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურისათვის განსაკუთრებულია. უპირველეს ყოვლისა იმით, რომ ეს იყო პირველი წელი საქართველოს სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის აღდგენის შემდეგ, როცა ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრიას რაიმე პირდაპირი დახმარება დონორი ქვეყნებისაგან, ან რაიმე განსაკუთრებული სახელმწიფო ფინანსური მხარდაჭერა არ მიუღია. სისტემამ შეიძინა დამოუკიდებლად არსებობის იმუნიტეტი.

საქართველოში 2002 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით 1773 სააქციო საზოგადოებაა, რაც

საქართველოში რეგისტრირებული კერძო სამართლის იურიდიული პირების 2 პროცენტს შეადგენს. სააქციო საზოგადოებები რეგიონების მიხედვით შემდეგნაირადაა განაწილებული: თბილისი-730, აფხაზეთის ავტონომიური რესპუბლიკა-7, აჭარის ავტონომიური რესპუბლიკა-60, გურია-56, რაჭა-ლეჩხუმი და ქვემო სვანეთი-12, სამეგრელო - ზემო სვანეთი-184, იმერეთი-277, კახეთი-123, მცხეთა - მთიანეთი-41, სამცხე - ჯავახეთი-61, ქვემო ქართლი-135, შიდა ქართლი-87. მიუხედავად ასეთი რაოდენობის სააქციო საზოგადოებების არსებობისა, საქართველოში ჯერ კიდევ დაბალია სააქციო კაპიტალის როლი ქვეყნის ეკონომიკაში (ბაზრის კაპიტალიზაცია), ასევე ინვესტიციების ის ნაწილი, რომელიც აქციების ემისიის ხარჯზე ხორციელდება. აღნიშნულზე მიუთითებს სამემსიო აქტივობაც და საბირჟო ვაჭრობაც. ეს იმითაა გამოწვეული, რომ სააქციო საზოგადოებათა უმრავლესობა აქციების ემიტენტი გახდა არა წარმოების განვითარების, არამედ პრივატიზების სტრატეგიის განხორციელების შედეგად. აქცია, როგორც საბაზრო ურთიერთობების პროდუქტი, წარმოიშვა სახელმწიფო საწარმოთა მასობრივი პრივატიზებით.

საქართველოში 1995 წელს შეიქმნა 251 სააქციო საზოგადოება, 1996 წელს – 618, 1997 წელს – 214, 1998 წელს – 151, 1999 წელს – 160, 2000 წელს – 124, 2001 წელს – 211, 2002 წელს – 132 სააქციო საზოგადოება.

306 საწარმოს ფასიან ქაღალდებს მინიჭებული აქვს საერთაშორისო საინდეტიფიკაციო ნომერი.

2002 წელს ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟის” სავაჭრო სისტემაში დაშვებული იყო 282 საწარმო, ანუ ყველა არსებული სააქციო საზოგადოების 16 პროცენტი. საანგარიშებო წლის განმავლობაში ბირჟის სავაჭრო სისტემაში გარიგებები დაიდო 94 ემიტენტის, ანუ ბირჟაზე დაშვებული ემიტენტების 33 პროცენტის აქციებზე. სულ 2000-2002 წლებში გარიგებები დაიდო 136 ემიტენტის, ანუ ბირჟაზე დაშვებული ემიტენტების 48 პროცენტის ფასიან ქაღალდებზე.

2002 წელს გაგრძელდა საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაციის ზრდის დადებითი ტენდენცია. თუ 2000 წლის მანძილზე ის 50 მილიონის ფარგლებში იყო, 2001 წელს ეს მაჩვენებელი 130 მილიონ ლარს ქვემოთ არ ჩამოსულა. იყო შემთხვეები, როდესაც ბაზრის კაპიტალიზაციის დონე იყო 184 მილიონი

ლარი (2001 წლის დეკემბერი), 212 მილიონი ლარი (2002 წლის თებერვალი). 2002 წლის სექტემბრის მონაცემებით საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაციის ზომამ შეადგინა 135 მილიონი ლარი.

2002 წელს ბაზრის კაპიტალიზაციამ შეადგინა 218 მილიონი ლარი, რაც 2001 წლის იგივე მაჩვენებელზე (184 მილიონი ლარი) 18.7%-ით მეტია და იგი შეადგენს 2002 წლის მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) 2.99 პროცენტს.

2002 წელს ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟის” სავაჭრო სისტემაში შედგა 1347 გარიგება. გარიგებების ჯამურმა მოცულობამ 11.5 მილიონი აქცია, ხოლო ჯამურმა ღირებულებამ 8.4 მილიონი ლარი შეადგინა. 2001 წელთან შედარებით 15%-ით შემცირდა გარიგებების რაოდენობა (2001წ. – 13 მილიონი ლარი) და 6%-ით გაიზარდა გარიგებათა მოცულობა (2001წ. – 10.9 მილიონი აქცია).

2002 წელს ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟის” სავაჭრო სისტემაში 94 ემიტენტის აქციებმა, რომელზეც დაიღო გარიგება, შეადგინა სავაჭრო სისტემაში მიწოდებული ფასიანი ქაღალდების საერთო რაოდენობის 83%. ეს მეტია, ვიდრე წინა წლების მაჩვენებელი. 2000-2002 წლებში საფონდო

ბირჟაზე გარიგება დაიდო სავაჭროდ მიწოდებული ფასიანი ქაღალდების 80 პროცენტზე.

2002 წელს კიდევ უფრო განმტკიცდა კონტროლი ფასიანი ქაღალდების ბირჟის გარეთ ვაჭრობაზე. თუმცა ჯერ კიდევ ვერ იქნა დაძლეული საქართველოს სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის პირველ წლებში ფასიანი ქაღალდებით უკონტროლო ან უმნიშვნელო კონტროლის ქვეშ ვაჭრობის რუდიმენტები. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სახელმწიფო რეგულირებამ მნიშვნელოვნად შეამცირა ფასიანი ქაღალდების ბირჟის გარეთ ვაჭრობის ე.წ. “ნაცრისფერი ბაზრის” მოცულობა.

2000 წელს ბირჟის გარეთ ვაჭრობამ ფასიანი ქაღალდების საერთო მიწოდების 94% შეადგინა, 2001 წელს – 57%, 2002 წელს კი, წინასწარი მონაცემებით, ის იყო 45–48 პროცენტის ფარგლებში.

2002 წელს განხორციელდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრისადმი მნიშვნელოვანი სახელმწიფო მხარდაჭერა და პირველად მოეწყო სპეციალიზებული საბირჟო აუქციონები სახელმწიფო ქონების პრივატიზების პროგრამის ფარგლებში. 2002 წლამდე პრივატიზების პროცესში საერთოდ იგნორირებული იყო საფონდო ბირჟის, როგორც პრივატიზების

განხორციელების მექანიზმი. პირველი ასეთი აუქციონი გაიმართა 2002 წლის 10 დეკემბერს. ლადგან სპეციალიზებული აუქციონის გამართვა შესაძლებელი გახდა მხოლოდ წლის ბოლოს, ვაჭრობის მოცულობა არ იყო დიდი. სულ 2002 წელს სპეციალიზებულ აუქციონზე დაიდო 4 გარიგება 36646 აქციაზე, რომელთა ღირებულებამ შეადგინა 10148 ლარი. მთავარი აქ ისაა, რომ მხოლოდ 2002 წელს საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის არსებობის მესამე წლის ბოლოს, შესაძლებელი გახდა სპეციალიზებული საბირჟო აუქციონის ჩატარების შესახებ საქართველოს სახელმწიფო ქონების მართვის სამინისტროს, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნულ კომისიას და ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟას” შორის ჯერ კიდევ 2000 წლის 14 ივლისს ხელმოწერილი მემორანდუმის რეალიზება და სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული აქციების პრივატიზების დაწყება საფონდო ბირჟის მეშვეობით. როგორც ცნობილია, დღესაც მოქმედი კანონმდებლობით პრივატიზება ხდება კონკურსის, აუქციონის, იჯარა-გამოსყიდვისა და პირდაპირი მიყიდვის ფორმით. ყველა ამ ფორმის პირობებში

პრივატიზების მომსახურებას ახორციელებს თვითონ სახელმწიფო დაწესებულება. საფონდო ბირჟის მეშვეობით პრივატიზება ხელს უწყობს კონკურენტული გარეს ზრდას, პროცესი ხდება უფრო საჯარო და უსაფრთხო, ამასთან გასაყიდ ქონებაზე ყალიბდება რეალური, ობიექტური საბაზრო ფასი.

მთლიანად ბაზარზე, ფასიანი ქაღალდების ბრუნვა დაბალია. ამასთან, ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟაზე” 2000 წელს დადებული გარიგებების ღირებულების მოცულობის 95% ორ ემიტენტზე (“გაერთიანებულ ქართული ბანკი”, “საქართველოს ბანკი”), 2001 წელს დადებული გარიგებების ღირებულების მოცულობის 80% ასევე ორ ემიტენტზე (“საქართველოს ბანკი”, უნივერსალი თბილისი”), ხოლო 2002 წელს დადებული გარიგებების ღირებულების 58% სამ ემიტენტზე (“გაერთიანებული ქართული ბანკი”, “ბორჯომის მინერალური წყლები”, “საქადაქმუნპროექტი”) მოდის. პროგრესი 2002 წელს არის, თუმცა ტენდენციად ის არაა ჩამოყალიბებული.

ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟის” სავაჭრო სისტემაში 2000 წელს დაშვებული იყო 272, 2001 წელს – 15, ხოლო 2002 წელს 4 ემიტენტის ფასიანი

ქაღალდები (“ტოპოგეოდეზია”, “სპეცმშენი”, “გორიგაზი”, “იმედა”). 2000 წელს სავაჭრო სისტემიდან ამოღებული იქნა სამი ემიტენტი (“ხალიბი”, თბილისის სადღესასწაულო ცენტრი”, “სასტუმრო ვაკე”), სამივე სამეთვალყურეო საბჭოების გადაწყვეტილებებით. 2001 წელს სავაჭრო სისტემიდან ამოღებულ იქნა ორი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდები (“განთიადი”, “მშენმექანიზაცია”). პიველი – გაყოფისა და მეორე – სამეთვალყურეო საბჭოს გადაწყვეტილების გამო. 2002 წელს სავაჭრო სისტემიდან ამოღებულ იქნა ოთხი ემიტენტის ფასიანი ქაღალდები (“სილიკატი”, “კონცერნი საქგვირაბმშენი”, “ცენტრალური უნივერმადი”, “გამაბანკი”). ქედან პირველი ორი – გაკოტრების მესამე – ლიკვიდაციის გამო, ხოლო მეოთხე – სამეთვალყურეო საბჭოს გადაწყვეტილებით.

სულ ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟის” ამოქმედებიდან დღემდე საჯარო შეთავაზება განახორციელა სამმა ემიტენტმა (“საქართველოს საფონდო ბანკი”, 22 ივნისი 2000 წელი - ფასიანი ქაღალდების ემისია 520000 ლარის ღირებულებით; “საქგვირაბმშენი”, 12 ოქტომბერი 2000 წელი - ფასიანი ქაღალდების ემისია 1400000 ლარის

ღირებულებით; “ინდუსტრია ინვესტი”, 2 ოქტომბერი 2000 წელი - ფასიანი ქაღალდების ემისია 30000 ლარის ღირებულებით); აქედან ყველა მათგანის განთავსება მოხდა ბირჟის გარეთ.

2002 წელს ფასიანი ქაღალდების პირველად საჯარო შეთავაზებას ადგილი არ ჰქონია.

ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟაზე” საწარმოების ფასიანი ქაღალდების დაშვება ხორციელდება ორი დონით – ლისტინგი და სავაჭრო სისტემა.

2001 წლის 20 ივნისს საფონდო ბირჟის ლისტინგში დაშვებული იქნა ორი ემიტენტი: ს.ს. “საქართველოს ბანკი” და ს.ს. “ინდუსტრია-ინვესტი”. 2002 წლის განმავლობაში ლისტინგში დაშვებისათვის განსაზღვრულ მოთხოვნებს (100000 ლარზე მეტი კაპიტალი, იურიდიულ პირად არსებობის სამი წლის ისტორია და ამავე ხნის მანძილზე მომგებიანად ფუნქციონირება) კვლავ აკმაყოფილებდა ორივე ემიტენტი, მაგრამ ს.ს. “ინდუსტრია-ინვესტის” 2002 წლის 6 აგვისტოს განცხადების საფუძველზე მისი ფასიანი ქაღალდები მოიხსნა ლისტინგიდან, რის შედეგადაც 2002 წლის ბოლომდე ბირჟის ლისტინგში

დაშვებული იყო მხოლოდ ერთი ემიტენტის, - “საქართველოს ბანკის” - ფასიანი ქაღალდები.

საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დასაშვებად განსაზღვრულ მოთხოვნებს (აქციათა რეესტრი იწარმოება ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის მიერ) აკმაყოფილებდა 2002 წელს 282 ემიტენტი, რომლებიც დაშვებულნი არიან კიდევ აღნიშნულ სისტემაში.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ჯერ ვერ იძლევა ზუსტ ინფორმაციას საკუთრების სტრუქტურის შესახებ. საქართველოში პრივატიზების გზით მოხდა აქციონირება. ცენტრალიზებული, ერთიანი კაპიტალი დაიყო აქციებად (ისტორიულად და რეალურად პროცესი პირიქით მიმდინარეობს) და წარმოიშვა 500000-მდე აქციონერი. ეს პროცესი, - დაწყებული საპრივატიზებო ბარათებით, აქციების უფასოდ გადაცემით, ნულოვანი აუქციონებით და ა.შ. - დღესაც გრძელდება. მაგრამ იმის გამო, რომ აქციები საფონდო ბირჟაზე არ იყიდება, არავინ იცის მათი რეალური, ანუ საბაზრო ღირებულება. 2002 წელს ისე, როგორც წინა წლებში, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების საკუთრების სტრუქტურა მათ ნომინალურ ღირებულებაში იძლეოდა არარეალურ

სურათს. საქართველოს მაჩვენებელი ერთ სულზე ღირებულების მიხედვით აღემატება ბევრი განვითარებული ქვეყნის მაჩვენებელს. და თქმა უნდა “ცრუ” მაჩვენებელია და ერთერთი უმთავრესი ამოცანაა აქციათა ლიკვიდურობის ამადლება და რეალური ღირებულების დადგენა საფონდო ვაჭრობაში ჩართვის გზით. აქციების რეალური ღირებულება არ არის დადგენილი ლიკვიდურობის დაბალი ან არარსებული დონის გამო, რაც დაკავშირებულია ემიტენტების ცუდ ფინანსურ მდგომარეობასთან.

ინსტიტუციონალური ინვესტორები ფაქტიურად საქართველოში 2002 წელსაც არ არსებობდა. თავის დროზე საქართველოში, სხვა მსგავსი ქვეყნებისაგან განსხვავებით, სპეციალიზებული საპრივატიზაციო საინვესტიციო ფონდები ვერ გარდაიქმნენ თანამედროვე გაგებით “საინვესტიციო კომპანიებად”. რაც სხვა ფაქტორებთან ერთად გამოწვეული იყო იმით, რომ საპრივატიზაციო ბარათების გამოყენება ამ ფონდების გარეშე იქნა დაშვებული, რის გამოც ფონდებში საპრივატიზებო ბარათების მთელი მასის ოთხი პროცენტის მობილიზებაც კი ვერ მოხდა.

ინსტიტუციონალური ინვესტორები არ ფუნქციონირებდნენ სხვადასხვა მიზეზების გამო, აქ მიზეზი არის როგორც სადაზღვევო და საპენსიო სისტემის განვითარების დონეში, ისე სამართლებრივ საფუძვლებსა და სახელმწიფო მმართველობის ეფექტურობაში რეფორმების განხორციელების თვალსაზრისით. მაგალითად, თუ არ ჩავთვლით რამდენიმე წლის წინ ჩატარებულ პარამეტრულ რეფორმებს და ორ კერძო საპენსიო სქემას მთელი ქვეყნის მასშტაბით, საქართველოს საპენსიო სისტემა უცვლელია და არ შეესაბამება საბაზრო ეკონომიკის პრინციპებს.

ჯერ კიდევ დიდია სახელმწიფოს წილი საკუთრებაში. დღეისათვის 223 სააქციო საზოგადოებაში სახელმწიფო ფლობს საკონტროლო პაკეტს.

2002 წელს საქართველოში ფუნქციონირებდა: ერთი ლიცენზირებული საფონდო ბირჟა – ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟა” და ერთი ლიცენზირებული ცენტრალური დეპოზიტარი - შპს “საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი”.

საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგებების კრილინგი და ანგარიშსწორება ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის მიერ. დღეისათვის ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟაზე” სავაჭროდ დაშვებული ყველა – 282 საწარმოს ფასიანი ქაღალდი. 2002 წლის განმავლობაში ცენტრალურმა დეპოზიტარმა დროულად განახორციელა კრილინგი და ანგარიშსწორება საფონდო ბირჟაზე დადებული ყველა (1347) გარიგების მიხედვით. ამ გარიგებების დასადებად ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ დეპოზიტარში დეპონირებული იყო ერთ მილიარდამდე აქცია და 48 მილიონამდე ლარი.

საქართველოში საჯარო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა ხორციელდება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების კომისიის მიერ ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიების მეშვეობით. 2002 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით სახეზეა 35 ლიცენზირებული საბროკერო კომპანია. ყველა ეს კომპანია ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟის” მესაკუთრე-წევრია, ხოლო მათგან 33 – შპს “საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის” წევრია. 14 საბროკერო კომპანიას,

ბირჟის მიერ დამტკიცებული წესების მიხედვით, მინიჭებული აქვს უფლება ივაჭროს სავაჭრო დარბაზში.

საბროკერო კომპანიების მფლობელები არიან არა მხოლოდ საქართველოს რეზიდენტი ფიზიკური და იურიდიული პირები, არამედ ინვესტორები დიდი ბრიტანეთიდან, ირლანდიიდან და ამერიკის შეერთებული შტატებიდან.

35 საბროკერო კომპანიიდან: 33 შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებაა, 2 – სააქციო საზოგადოება (“ქაბარჯინა” და “ინდუსტრია-ინვესტი” ანგარიშგაღებული საწარმოა და მისი ფასიანი ქაღალდები დაშვებულია სავაჭროდ “საქართველოს საფონდო ბირჟის” სავაჭრო სისტემაში.

კომერციული ბანკები, “ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” საქართველოს კანონის შესაბამისად, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მონაწილეობენ შვილობილი საბროკერო კომპანიების მეშვეობით. ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიებიდან კომერციული ბანკების მიერ მთლიანი წილით დაფუძნებულია 6 შვილობილი საბროკერო კომპანია. ესენია: შპს “ქართული საფონდო კომპანია” (“გაერთიანებული ქართული ბანკი”), შპს “თბილისი

ბროკერი” (“თიბისი ბანკი”), შპს “ქართუ-ბროკერი” (“ქართუ ბანკი”), შპს “სბ-ინვესტი” (“საქართველოს ბანკი”), შპს “GMB GROUP” (“საქართველოს საზღვაო ბანკი”) და შპს “ბაზისი” (“ბაზისბანკი”)

საბროკერო კომპანიის ყველა თანამშრომელი, რომელსაც საქმე აქვს კლიენტებთან საბროკერო კომპანიის კანონით მინიჭებულ საქმიანობებთან დაკავშირებით, არის ლიცენზირებული ბროკერი. იგი საბროკერო საქმიანობაში მონაწილეობს მხოლოდ დამქირავებელი კომპანიის სახელით. 2002 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით ბროკერის ლიცენზია აქვს 125 ფიზიკურ პირს.

საბროკერო კომპანიების სიმრავლის მიუხედავად, მხოლოდ რამდენიმე მათგანი აქტიურობს ბაზარზე. საქართველოში ჯერ კიდევ მცირეა ფასიანი ქაღალდების ბაზრისადმი სადაზღვევო კომპანიებისა და კომერციული ბანკების ინტერესი. ასევე არ იგრძნობა უცხოეთის ფინანსური შუამავლების დაინტერესება.

აქციონერთა დიდი რიცხვის მქონე სააქციო საზოგადოებებისათვის დ აიმ სააქციო საზოგადოებებისათვის, რომელთა აქციები დაშვებულია სავაჭროდ საფონდო ბირჟაზე,

განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია თითოეული მფლობელის საკუთრებაში არსებული ფასიანი ქაღალდების და მათი გადაცემის ზუსტი ასახვა. სწორედ ამ მიზნით არსებობს საქართველოში ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორის ინსტიტუტი. 2002 წელს გაიცა ერთი ლიცენზია რეგისტრატორზე (შპს “რეესტრი–XXI”, 24 იანვარი). 2002 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით ფუნქციონირებს 8 ლიცენზირებული ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი, აქედან 7 – თბილისში, ხოლო 1 – ბათუმში. ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორების მიერ სულ 807 ემიტენტის რეესტრი იწარმოება. ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია ორგანიზაციას უწევს რეესტრის მწარმოებელ ფიზიკურ პირთა ატესტაციას, ფიზიკური პირები, რომლებიც წარმატებით გაივლიან ატესტაციას, ხდებიან ფასიანი ქაღალდების რეესტრის მწარმოებლის საკვალიფიკაციო ატესტატის მფლობელები და მათ ენიჭებათ უფლება აწარმოონ ფასიანი ქაღალდების რეესტრი ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორთან ან უშუალოდ ემიტენტთან. 2002 წელს რეესტრის ექვს მწარმოებელს მიენიჭა

საკვალიფიკაციო ატესტატი და 2002 წლის 31 დეკემბერის მდგომარეობით ასეთი საკვალიფიკაციო ატესტატის მფლობელია სულ 124 ფიზიკური პირი.²¹

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საქმიანობა და მისი რეგულირება ხორციელდება: “მეწარმეთა შესახებ” (1994წ.), “არასაკენსიო დაზღვევისა და უზრუნველყოფის შესახებ” (1998წ.), “ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” (1998წ.) საქართველოს კანონებითა და მათ შესაბამისად კომისიის მიერ მიღებული ნორმატიული აქტებით.

მიუხედავად იმისა, რომ ძირითადი სამართლებრივი ჩარჩო შექმნილია, საკანონმდებლო ბაზა ჯერ კიდევ მოითხოვს სრულყოფას. ამჟამად მიმდინარეობს მუშაობა ქვეყნის კანონმდებლობის ევროკავშირის კანონმდებლობასთან ჰარმონიზაციის, ქვეყანაში მოქმედი კანონმდებლობის ე.წ. “შიდა: ჰარმონიზაციისა და კანონქვემდებარე ნორმატიული აქტების მიღების მიმართულებით.

2002 წლის ჩათვლით საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ, რომლის საქმიანობის ერთერთი უმნიშვნელოვანესი

²¹ მიმინარაშვილი თ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება საქართველოში, თბ. 2005, გვ. 35

მიმართულებაა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე თამაშის წესების დადგენა, მიღებულ იქნა 30 ნორმატიული აქტი, აქედან 2002 წელს – 14.

კომისია ნორმატიული აქტების შემუშავების დროს ხელმძღვანელობდა საერთაშორისო გამოცდილებით. ამასთან, ნორმატიული აქტების მიღების დროს განზოგადებულია საქართველოს სპეციფიკა: რეალური სოციალურ-ეკონომიკური მდგომარეობა, ისტორიული გამოცდილება, მოქმედი კანონმდებლობა.

კორპორაციული მართვის გამოცდილების არქონისა და შესაბამისად, ამ სფეროში არასათანადო კულტურის გამო, ხშირად ირღვევა კანონის ისეთი ელემენტარული მოთხოვნებიც კი, როგორცაა სააქციო საზოგადოებათა მიერ საერთო კრებების ჩატარება. საქმე ეხება არა მარტო კრებების დროულად ჩატარებას, არამედ საერთოდ ჩატარებას.

მპირიული გამოცდილებებითა და დაკვირვებებით ასეთი პრაქტიკის ფართოდ გავრცელების შესახებ ცნობილია, თუმცა მასშტაბით ზუსტად განსაზღვრა შეუძლებელია იმიტომ, რომ ინგორმაცია სააქციო საზოგადოებების მიერ კრებების ჩატარების შესახებ შეიძლება გამოქვეყნებულიყო ნებისმიერ გაზეთში.

კომისიის 2002 წლის 15 აპრილის „ანგარიშვალდებული საწარმოს აქციონერთა საერთო კრების მოწვევის შეტყობინების გამოქვეყნებისა და აქციონერთათვის მოსაწვევთა დაგზავნის პროცედურების შესახებ” წესის მიღებით ეს საკითხი დარეგულირდა. კომისიამ ყოველწლიურად განსაზღვრავს იმ ბეჭდვით ორგანოებს, სადაც უნდა გამოქვეყნდეს ინფორმაცია სააქციო საზოგადოებათა კრების მოწვევის შესახებ.

2002 წელს კომისიამ მიიღო წესები ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორების მიერ ანგარიშების, ბროკერსა და კლიენტს შორის ხელშეკრულებებისადმი მოთხოვნების, საჯარო ფასიანი ქაღალდებით არასაბირჟო გარიგებების, ფასიანი ქაღალდების ნომინალური ფლობელობის შესახებ, რომლებმაც უნდა აამაღლოს ინვესტორთა უსაფრთხოება და შეამციროს “ნაცრისფერი ბაზრის” მოცულობა.

2002 წელს აქციონერთა უფლებების დაცვის თვალსაზრისით უმნიშვნელოვანესი იყო კომისიის მიერ მიღებული წესი “ანგარიშვალდებული საწარმოს ფასიანი ქაღალდების მფლობელების უფლებებისა და მათ მიმართ მმართველი ორგანოსწვევების

ვალდებულებების შესახებ”. ეს წესი მნიშვნელოვნად აამაღლებს ე.წ. “ნებაყოფლობითი” თანამდებობის პირების – სამეთვალყურეო საბჭოს თავჯდომარეებისა და წევრების პასუხისმგებლობას.

კომისიის მიერ მიღებული წესები მნიშვნელოვნად ზრდის ღიაობასა და საჯაროობის დონეს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მიმდინარე ოპერაციებთან დაკავშირებით. არდა იმისა, რომ საფონდო ბირჟაზე გარიგებების შესახებ ინფორმაცია საჯარო ხდება იმავე დღეს, კომისიის წესებით ღიაა ინფორმაცია საწარმოებში ხუთი და მეტი პროცენტის მქონე მესაკუთრეებზე, საწარმოების ანგარიშებში მოცემულ მონაცემებზე. ღიაობა კი საწარმოებზე საზოგადოებრივი კონტროლის საუკეთესო საშვალებაა, ზოგჯერ უფრო მოქნილი და ეფექტური, ვიდრე სახელმწიფო ზედამხედველობა.

ცნობილია, რომ კარგი კანონიც კი ვერ მოიტანს დადებით შედეგს, მათ აღსრულებაზე კარგი ზედამხედველობისა და კონტროლის გარეშე. საფინანსო სექტორის ზედამხედველობის მრავალი განსხვავებული მოდელი არსებობს მსოფლიოში,

თუმცა ქვეყნების უმრავლესობა უპირატესობას ერთიან საზედამხედველო ორგანოს ანიჭებს.

ზოგ შემთხვევაში საფინანსო სექტორის ზედამხედველობის ფუნქცია შეთავსებული აქვს ცენტრალურ ბანკს (მაგ.: ჩეხეთი, კვიპროსი), ხოლო სხვა შემთხვევაში, ამ მიზნით, ცალკე სტრუქტურული ერთეულია შექმნილი (მაგ. დიდი ბრიტანეთი, ბულგარეთი, ჩინეთი, დანია, ფინეთი, იაპონია, ჰონკონგი, შვედეთი). ქვეყნების უმრავლესობა მეორე მოდელს იყენებს.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კონტროლს 2007-08 წლამდე ახორციელებდა სამი სხვადასხვა მარეგულირებელი სტრუქტურული ერთეული: კერძოდ, ეროვნული ბანკის ზედამხედველობის დეპარტამენტი პასუხისმგებელი იყო კომერციული ბანკების, მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების, საკრედიტო კავშირებისა და ვალუტის გადამცვლელი პუნქტების საქმიანობაზე; დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახური – სადაზღვევო საქმიანობას, ხოლო ფასიანი ქაღალდების ბაზარს ზედამხედველობას უწევდა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიამ შექმნა მიეღწია მნიშვნელოვანი პროგრესისათვის თავისი პასუხისმგებლობის ისეთ ძირითად სფეროში, როგორცაა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა-ფუნქციონირება და ზედამხედველობა. კომისიის უმნიშვნელოვანესი საქმიანობა იყო ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებთან მუშაობა. კომისიის რეგულირების სფეროში მოექცა 450-მდე სააქციო საზოგადოება (საწარმო), მათგან 306 საწარმოს ფასიან ქაღალდებს მინიჭებული აქვთ საიდენტიფიკაციო ნომერი, ხოლო საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებულია 282 საწარმოს ფასიანი ქაღალდები.

“ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” საქართველოს კანონით და კანონქვემდებარე ნორმატიული აქტების შესაბამისად კომისია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეებისაგან პერიოდულად იღებდა ანგარიშგებებს.

ანგარიშვალდებული საწარმოდან 2008 წელს ანგარიშები წარადგინა: 294 საწარმომ – წლიური

ანგარიში; 253 საწარმო – ნახევარწლიური ანგარიში; 28 საწარმო – მიმდინარე ანგარიშები.

კომისია ყველა ამ ანგარიშს იხილავდა, აანალიზდა, აკეთებდა დასკვნებს, შენიშვნებს უგზავნიდა საწარმოებს და ა.შ.

კომისიის მუშაობას ართულებდა ის, რომ ჯერ კიდევ დიდია კანონის მოთხოვნების უგულებელმყოფი საწარმოებისა და მათი მმართველი ორგანოს წევრთა რიცხვი, რაც კანონმდებლობის იძულებით აღსრულების ფუნქციის რეალიზების აუცილებლობას იწვევს.

შესაბამის კანონებში 2007-08 წლებში განხორციელებული ცვლილებების შედეგად, ამ სამი საზედამხებლო ორგანოს ბაზაზე ჩამოყალიბდა საფინანსო სექტორის მარეგულირებელი ერთიანი ორგანიზაცია – საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტო.

4. 2. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი და მისი რეგულირება

საქართველოში ფასიანი ქაღალდებით მეორადი საჯარო ვაჭრობის ორგანიზატორია ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟა”. მისი საქმიანობის ძირითადი მიზანია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ღია და ლიკვიდური ორგანიზებული ბაზრის ჩამოყალიბება, ანუ ისეთი გარემოს შექმნა, რომელიც ყველა ინვესტორისადმი სამართლიან მოპყრობას, მათი უფლებებისა და ინტერესების დაცვას, აქციაზე სამართლიანი ფასის დადგენასა და ინვესტორების მიერ თავიანთი სახსრების დაბანდებისას შედარებით დაბალ რისკს უზრუნველყოფს. ბირჟის მიერ დაფუძნებულია შპს “საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი”, რომელიც ახორციელებს ბირჟაზე დადებული გარიგებების სწრაფ, საიმედო კრილინგსა და ანგარიშსწორებას. ბირჟის სავაჭრო სისტემასა და ცენტრალური დეპოზიტარის საკრილინგო – საანგარიშსწორებო სისტემებს შორის ელექტრონული კავშირი საშვალეობას იძლევა ვაჭრობა

განხორციელდეს სისტემით T+1, რაც გულისხმობს იმას, რომ ანგარიშსწორება ხდება ბირჟაზე გარიგების დადების მეორე დღეს.

“ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” საქართველოს კანონის მიხედვით ლიცენზირებული საფონდო ბირჟა და ცენტრალური დეპოზიტარი აღიარებულია თვითრეგულირებად ორგანიზაციებად. ეს იმას ნიშნავს, რომ ისინი, თავიანთი წესებისა და შინაგანაწესის შესაბამისად, უზრუნველყოფენ ამ წესების დაცვისა და შესრულების კონტროლს, ხოლო ორგანიზაციის წესების დარღვევისათვის სათანადო სანქციების გამოყენებას თავიანთი წევრების მიმართ. ეს წესები დადასტურებულია კომისიის მიერ. ისინი არ შეიძლება შეიცვალოს და გაუქმდეს კომისიის წინასწარი დასტურის გარეშე, ასევე არ შეიძლება დამტკიცდეს ახალი წესები კომისიის თანხმობის გარეშე.

საქართველოს სახელმწიფო ქონების მართვის სამონიტორინგო შესაბამისი ცვლილებები შეიტანა თავის ნორმატიულ აქტში, ხოლო ამის საფუძველზე, საფონდო ბირჟამ და ცენტრალურმა დეპოზიტარმა, როგორც თვითრეგულირებადმა ორგანიზაციებმა, მოამზადეს და კომისიაში წარადგინეს თავიანთ

წესებში შესაბამისი ცვლილებების პროექტები. “ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” საქართველოს კანონისა და “თვითრეგულირებადი ორგანიზაციის წესების დადასტურების და გაუქმების შესახებ” კომისიის წესის შესაბამისად კომისიის მიერ 2002 წლის 26 სექტემბრის ბრძანებით დადასტურებული იქნა აღნიშნული ცვლილებები. ამით შეიქმნა საკანონმდებლო საფუძველი პრივატიზების საბირჟო აუქციონის გზით წარმართვისათვის.

2002 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით ს.ს. “საქართველოს საფონდო ბირჟაზე” სავაჭროდ 282 ემიტენტის ფასიანი ქაღალდები იყო დაშვებული, აქედან ერთი ემიტენტის (ს.ს. “საქართველოს ბანკის”) ფასიანი ქაღალდები დაშვებულია ბირჟის ლისტინგში.

საანგარიშგებო პერიოდში ბირჟის ჩვეულებრივ სავაჭრო სესიებზე (102 სესია) დადებულია სულ 1343 გარიგება, 8401205 ლარის ღირებულების 11418196 ფასიან ქაღალდზე, ხოლო ვაჭრობის დაწყების პირველი დღიდან 2003 წლის 26 მარტიდან დაფიქსირებულია სულ 3535 გარიგება 26635620

ფასიან ქაღალდზე, გარიგების საერთო თანხამ შეადგინა 27370776 ლარი. ²²

2002 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით ბაზრის კაპიტალიზაციამ შეადგინა 218402008 ლარი. საფონდო ბირჟის წლიურმა ბრუნვამ შეადგინა ამ თანხის 3,85%. საანგარიშგებო პერიოდში საფონდო ბირჟაზე ყველაზე მეტი გარიგება დაფიქსირებულია ივლისის და ივნისში. გარიგებათა საერთო ღირებულებამ პიკს აპრილის თვეში მიაღწია და შეადგინა 2391696 ლარი, ხოლო ბრუნვაში მყოფი აქციათა რაოდენობის მიხედვით ყურადსადებია ოქტომბრის თვე, რომლის განმავლობაშიც დაფიქსირებულია 2881594 აქციაზე გადაცემა.

ეფექტური ფასიანი ქაღალდების ბაზარი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტია საბაზრო ეკონომიკაზე გადასავლის გზაზე. გარკვეულწილად იგი წარმოადგენს საბანკო სისტემის ალტერნატივას, რადგან ბევრ ევროპულ ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი გაცილებით მიმზიდველი და ეფექტურია დამატებითი დაფინანსების

²² მძინარაშვილი თ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება საქართველოში, თბ. 2005, გვ. 37

მოსაპოვებლად. ფულის დაბანდების მსურველებისთვისაც საბანკო დეპოზიტის ალტერნატივად განიხილება ფასიანი ქაღალდების პორტფელი, რომელიც ზოგჯერ მეტი მოგების საშუალებას იძლევა (რა თქმა უნდა მაღალი რისკის ფასად).

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რომელიც ძირითადად წარმოდგენილია საქართველოს საფონდო ბირჟით (www.gse.ge), ჯერ კიდევ ჩანასახოვან სტადიაშია. საქართველოს საფონდო ბირჟა დაარსების დღიდან (1999) გამოირჩევა ძალიან დაბალი აქტივობით. გარკვეული გარდატეხა მოხდა 2004 წელს, როცა ბირჟაზე დაშვებული იქნა საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახაზინო ვალდებულებები. ამ წლის განმავლობაში ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დადებული გარიგებების რაოდენობამ შეადგინა 1,094, გარიგებების ჯამურმა მოცულობამ - 30,51 მლნ. აქცია, ხოლო ჯამურმა ღირებულებამ - 46,68 მლნ. ლარი (შედარებისათვის 2003 წელს გარიგებების რაოდენობა 913, გარიგებების ჯამურმა მოცულობა 7,9 მლნ აქცია, ხოლო ჯამურმა ღირებულება 1,7 მლნ ლარი იყო).²³

²³ ლორთქიფანიძე მ., ფასიანი ქაღალდების ბაზრის

საქართველოს საფონდო ბირჟის სამეთვალყურეო საბჭოს 2008 წლის 27 მარტის სხდომაზე მიღებული იქნა ცვლილებები “საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდების სავაჭრო სისტემასა და ლისტინგში დაშვების შესახებ” დებულებაში. მიღებული ცვლილებებით მოხდა სსბ-ის სალისტინგო მოთხოვნების მსოფლიოს წამყვანი საფონდო ბირჟების სალისტინგო მოთხოვნებთან მიახლოება და, საქართველოს რეალობის გათვალისწინებით ლისტინგის ორი - A და B დონის შემოღება. ჩვლილებები ითვალისწინებს, როგორც ფასიანი ქაღალდების დაშვებას ბვირჟის სავაჭრო სისტემაში, ასევე მათ დაშვებას A და B კატეგორიის ლისტინგში – ახალი კრიტერიუმებით.

ამის შედეგად და, აგრეთვე, საგადასახადო კოდექსში მიღებული მნიშვნელოვანი ცვლილებების გათვალისწინებით, მოსალოდნელია უფრო მეტი ემიტენტების მოზიდვა საქართველოს საფონდო ბირჟის ლისტინგში.

სამეთვალყურეო საბჭოს გადაწყვეტილების შესაბამისად, A კატეგორიის ლისტინგში არსებული

ინფრასტრუქტურა, თბ. 2005, გვ. 8

‘საქართველოს ბანკი’ აქციების გარდა, B
კატეგორიის ლისტინგში უახლოეს დღეებში
დაშვებული იქნება 50-ზე მეტი საწარმოს ფასიანი
ქაღალდი.

იმედია, ეს ხელს შეუწყობს, ერთის მხრივ,
საქართველოში საჯარო, გამჭვირვალე კომპანიათა
რაოდენობის ზრდას, და მეორეს მხრივ, საფონდო
ბაზრის უფრო ეფექტურ ფუნქციონირებას

რეზიუმე

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მისი თანმხლები ფინანსური ინსტიტუტებით ის სფეროა, რომელშიც რეალიზდება საკუთრებით ურთიერთობანი. წარმოებს ეკონომიკური ზრდის დაფინანსების წყაროების ფორმირება და საინვესტიციო რესურსების კონცენტრაცია და განაწილება—გადანაწილება.

ქვეყნის მთლიან შიდა პროდუქტში საწარმოო ინვესტიციების ხვედრითი წონის გადიდება შეუძლებელია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პოტენციური რეზერვების გამოყენების გარეშე.

დასავლეთის განვითარებულ ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია, უპირველეს ყოვლისა, განისაზღვრება მათი მიზნობრივი დანიშნულებით. ამ ნიშნით ფასიანი ქაღალდები იყოფა: აქციებად და ობლიგაციებად.

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში ფუნქციონირებს ფასიანი ქაღალდების სამი ძირითადი ბაზარი: პირველადი (არასაბირჟო), მეორადი (საფონდო) და ბირჟის გარეშე (ქუჩის). პირველადი და მეორადი ბაზარი თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის (განსაკუთრებით

ფულად-საკრედიტო ურთიერთობათა სფეროს) უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელია.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ამოცანაა დანაზოგების რაც შეიძლება სრულად და სწრაფად განთავსება ინვესტიციებში ისეთ ფასებში, რომლებიც ორივე მხრისათვის იქნება მისაღები. ამ ამოცანის გადაწყვეტა შეუძლებელია ბაზრის შეამავლების, ბროკერებისა და საინვესტიციო დილერობის გარეშე.

ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგება ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე, რომელიც ორი ნაწილისაგან შედგება საფონდო ბირჟისა და არასაბირჟო ბაზრისაგან.

კორპორაციათა ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფუნქციაა აქციების გამოშვება, რომელიც კორპორაციების შექმნის საშუალებაა.

აქცია წარმოადგენს ფირმის საკუთრების ნაწილის ფლობის უფლებას. აქციის კურსი განსაზღვრავს ფულის თანხას, რომელსაც იხდის ინვესტორი საკუთრებაში მონაწილეობისთვის. აქციები ორი სახისაა: პრეფერენციული (პრივილეგირებული) და ჩვეულებრივი.

ობლიგაციების გამოშვებას ახდენს როგორც მთავრობა, ისე კორპორაციები. ის, ვინც ეწევა ობლიგაციების გამოშვებას კისრულობს განსაზღვრულ ვადაში უნდა აანაზღაუროს როგორც სესხი, ისე სასესხო პროცენტიც. კორპორაციული ობლიგაციები წარმოადგენს ფირმის სავალო ვალდებულებებს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ავსებს საბანკო კრედიტის ბაზარს და იმყოფება მასთან ურთიერთობაში.

არსებობს სხვა სახის ფასიანი ქაღალდებიც, კერძოდ, ორდერები, სასესხო ფონდების ფასიანი ქაღალდები, უძრავი ქონების ფასიანი ქაღალდები, ოფციონი, ფიუჩერსული კონტრაქტები და სხვა.

ნებისმიერ ქვეყანაში ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა განისაზღვრება მოსახლეობის კეთილდღეობის დონით.

2002 წელს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირება განსაზღვრული იყო საქართველოს ეკონომიკური სიტუაციით და მისი მდგომარეობა საერთო მდგომარეობის ადეკვატური იყო. ამასთან, 2002 წელი საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურისათვის

განსაკუთრებულია. უპირველეს ყოვლისა იმით, რომ ეს იყო პირველი წელი საქართველოს სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის აღდგენის შემდეგ, როცა ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრიას რაიმე პირდაპირი დახმარება დონორი ქვეყნებისაგან, ან რაიმე განსაკუთრებული სახელმწიფო ფინანსური მხარდაჭერა არ მიუღია. სისტემამ შეიძინა დამოუკიდებლად არსებობის იმუნიტეტი.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ჯერ ვერ იძლევა ზუსტ ინფორმაციას საკუთრების სტრუქტურის შესახებ. საქართველოში პრივატიზების გზით მოხდა აქციონირება. ცენტრალიზებული, ერთიანი კაპიტალი დაიყო აქციებად (იტორიულად და რეალურად პროცესი პირიქით მიმდინარეობს) და წარმოიშვა 500000-მდე აქციონერი. ეს პროცესი, - დაწყებული საპრივატიზებო ბარათებით, აქციების უფასოდ გადაცემით, ნულოვანი აუქციონებით და ა.შ. - დღესაც გრძელდება. მაგრამ იმის გამო, რომ აქციები საფონდო ბირჟაზე არ იყიდება, არავინ იცის მათი რეალური, ანუ საბაზრო ღირებულება.

საქართველოში მიუხედავად გარკვეული წარმატებებისა კვლავ რჩება ფუნდამენტური პრობლემები. აი, ზოგიერთი მათგანი:

1. საფონდო ბირჟის დაბალი აქტივობა: სააქციო საზოგადოებათა მენეჯერებს ჯერჯერობით აქვთ გაცნობიერებული ის პლიუსები, რასაც ფასიანი ქაღალდების ბაზარი სთავაზობს;

2. პრივატიზაციის პროცესში საფონდო ბირჟის შეზღუდული როლი, რამაც ბირჟის განვითარება გარკვეულწილად შეაფერხა. იგივე ტენდენცია გრძელდება დღესაც: დიდი ობიექტები ძირითადად პირდაპირი მიყიდვის წესით სხვისდება;

3. მატერიალურ ტექნიკური ბაზის სისუსტე და ა.შ.

შინაარსი

შესავალი	3
თავი I ფასიანი ქაღალდების ბაზრის არსი	
1. 1. ფასიანი ქაღალდები და მათი სახეები	8
1. 2. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტრუქტურა და ფუნქციები	-19
თავი II ფასიანი ქაღალდები ბაზრის ოპერაციები	
2. 1. საბირჟო ოპერაციები და საბირჟო ვაჭრობის პრინციპები	36
2. 2. ინვესტორის როლი ფასიანი ბაზრის ფუნქციონირებაში	47
2. 3. ფასიანი ქაღალდების თავისებურებანი თანამედროვე ეტაპზე	54
თავი III ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი რეგულირება	
3. 1. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამართლებრივი საფუძვლები	59
3. 2. საზღვარგარეთის ქვეყნების ფასიანი ქაღალდები და მათი რაობა	76
თავი IV ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში	
4. 1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა საქართველოში	-100
4. 2. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი და მისი რეგულირება	123
რეზიუმე	130