

ირაკლი ბურღული (რედ.)  
ბიორბი მახარობლიშვილი  
დემეტრე ებნატაშვილი  
თორნიკე ებნაიძე

კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების  
არსებული რეალობა და რეფორმის აუცილებლობა

*საკორპორაციო, საბანკო და  
ეკონომიკური სამართლის  
ინსტიტუტი (თსუ, იურიდიული  
ფაკულტეტი)*

თბილისი, 2017  
გამომცემლობა „იურისტების სამყარო“



კვლევა შეეხება კაპიტალის ბაზრის სუბსტანციურ საკითხებს, დაკავშირებულს იმ არსებით თვისებებთან, რომლებიც მისი მუშაობისათვისაა აუცილებელი. იგი, ძირითადად, განკუთვნილია ამ სფეროს სპეციალისტი იურისტებისა და ეკონომისტებისათვის.

გამოცემის ფინანსური მხარდამჭერია იურიდიული ფირმა „მაგლობლიშვილი ყიფიანი ძიძიგური“ (MKD).



- |                        |   |                                   |
|------------------------|---|-----------------------------------|
| ბურღული                | - | შესავალი, თავები I, /II, /III, IV |
| ბურღული/მახარობლიშვილი | - | თავი III                          |
| ბურღული/ეგნატაშვილი    | - | თავი II                           |
| ებანოიძე               | - | თავი V                            |

ყველა უფლება დაცულია. ამ წიგნის არც ერთი ნაწილი (ეს იქნება ტექსტი, ფოტო-ილუსტრაცია თუ სხვა) არანაერი ფორმით და საშუალებით (იქნება ეს ელექტრონული თუ მექანიკური), არ შეიძლება გამოყენებული იქნეს საავტორო უფლების მქონე სუბიექტის წერილობითი ნებართვის გარეშე.

საავტორო უფლებების დარღვევა ისჯება საქართველოს კანონმდებლობით.

© გამომცემლობა „იურისტების სამყარო“, 2017

© ავტორები



გამომცემლობა „იურისტების სამყარო“

თბილისი, მ. კოსტავას №75; ტელ.: 238 35 99; 557 51 51 34

ელ-ფოსტა: [Lawyers.world@yahoo.com](mailto:Lawyers.world@yahoo.com);

ვებ-გვერდი: [www.law.ge](http://www.law.ge)

<https://www.facebook.com/PublishingHouseLawyersWorld>

ISBN 978-9941-9476-8-1

# ს ა რ ჩ ე ვ ი

წინასიტყვაობა .....	6
I. შესავალი .....	9
II. კაპიტალის ბაზარი და კაპიტალის ბაზრის სამართალი. 19	
1. კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელობა .....	19
2. კაპიტალის ბაზრის სამართალი, როგორც კონსოლი- დირებული იურიდიული მატერია .....	25
2.1. კაპიტალის ბაზარი და კაპიტალის ბაზრის სამართა- ლი - მეთოდოლოგიური საფუძვლები .....	25
3. ბაზრის ფუნქციები .....	31
3.1. ალოკაციურ ფუნქციაუნარიანობას .....	31
3.2. ოპერაციული ეფექტურობა .....	33
ა) დანახარჯები ემიტენტისთვის .....	34
ბ) დანახარჯები ინვესტორისთვის .....	35
3.3. ინსტიტუციონალურობა .....	36
4. კაპიტალის ბაზრის ინსტიტუციონალური ეფექტურო- ბის პარადიგმა .....	38
4.1. ინვესტორთა ნდობა და აქციონერთა (პარტნიორთა) სტრუქტურა .....	38
4.2. ინსაიდერულ-სამართლებრივი თანახმორუ- ფლებიანობა .....	49
4.3. ნორმები ბაზრის მონაწილე შუამავლისთვის .....	57
5. ბაზრის მეორე ფუნქცია და ევროპული კონტექსტი .....	60
III. კაპიტალის ბაზრის ორგანიზაციული მოწყობა: ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, როგორც კაპიტალის ბაზრის ორ- განიზებული სისტემის ქვაკუთხედი .....	68
1. შესავალი .....	68
2. კაპიტალის ბაზრის არქიტექტურა .....	74
3. ბაზრის ორგანიზაცია .....	82
3.1. ამერიკული ბაზრის მოწყობა .....	83
3.1.2. აშშ-ის კაპიტალის ბაზრის რეგულაციური კონიუნქტურა .....	92

3.1.3. აშშ-ის კაპიტალის ბაზრის არსი და სტრუქტურა.....96

    ა) კაპიტალის ბაზარი როგორც ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის "ადგილი".....96

    ბ) კაპიტალის ბაზრის სახეები, სტრუქტურა და არსი.....98

        ბ.ა) კაპიტალის პირველადი ბაზარი.....98

        ბ.ბ) კაპიტალის მეორადი ბაზარი.....99

3.1.4. კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონალური სტრუქტურა ..... 103

3.2. გერმანული სამართლებრივი სივრცე..... 107

    3.2.1. გერმანული საფონდო ინდუსტრიის სისტემა 107

    3.2.2. მოვალეობები..... 116

        ა) მულტილატერალური სავაჭრო სისტემისადმი დაშვების საკითხი..... 116

        ბ) მონაცემთა განსაჯაროების მოვალეობა ..... 118

        გ) ფასთწარმოქმნის თაობაზე ინფორმაციის გამჟღავნება ..... 119

        დ) კურსის მნიშვნელოვანი „ვარდნა/გასწორება“ ..... 119

    3.2.3. ინტერნალიზირებული სავაჭრო სისტემები... 120

IV. ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობის სიტემათა სამართლებრივი კლასიფიკაცია: სავაჭრო სეგმენტები - საბირჟო და არასაბირჟო სეგმენტები..... 123

    1. რეგულირებადი ბაზარი..... 123

        1.1. ბირჟა, როგორც ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობის ორგანიზებული სავაჭრო პლატფორმა..... 123

            1.1.1. ბირჟა და ბირჟის ორგანოები ..... 123

                ა) ხელმძღვანელობითი ორგანო ..... 127

                ბ) ბირჟის საბჭო..... 128

                გ) „სავაჭრო ზედამხედველობის ადგილი“ ..... 129

                დ) სანქციის კომიტეტი ..... 130

        1.2. ბირჟის ამოცანა და მონაწილენი..... 130

            1.2.1. მონაწილენი..... 131

ა) პირი (საწარმო), რომლის დაშვებაც ხდება საბირჟო ვაჭრობისათვის.....	131
ბ) პირი, რომელიც უფლებამოსილია იმოქმედოს საბირჟო ვაჭრობისათვის დაშვებული საწარმოს სახელით .....	134
გ) ფასის დამდგენი პირი .....	135
2. თავისუფალი სავაჭრო ბაზარი - ღია ბაზარი და (კანონ- ისმიერი) „რეგულირებული“ ბაზარი (საბირჟო ვაჭრობისთვის ფასიანი ქაღალდების დაშვების კონტე- ქსტში).....	136
2.1. ღია ბაზარი.....	137
2.2. რეგულირებადი ბაზარი .....	140
V. ბაზრის სეგმენტები და სავაჭრო ბრუნვაუნარიანი ობიექტების დაშვების წინაპირობები საქართველოს მაგალითზე: არსებული რეალობა და რეკომენდაციები ....	143
1. საბირჟო და არასაბირჟო სეგმენტი.....	143
2. კაპიტალის ბაზრის ზედამხედველობა: ოპერატიული კონტროლის ფუნქცია და მისი განმახორციელებელი სუბიექტი.....	152
3. ბაზრის საზედამხედველო ფუნქცია თვითკონტროლის ჭრილში: ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, საფონდო ბირჟის თვითმმართველობა.....	159

## წინასიტყვაობა

საქართველოში დღეს არსებული ეკონომიკური მდგომარეობა და მისი განვითარების პერსპექტივა დიდად არის დამოკიდებული ქვეყანაში ფუნქციონირებადი და მდგრადი კაპიტალის ბაზრის არსებობაზე. თანამედროვე პოლიტიკურ-სამართლებრივი და, უპირველეს ყოვლისა, ეკონომიკური ვითარება უპირობოდ მოითხოვს სამეწარმეო-კორპორაციული საქმიანობის დაფინანსების დივერსიფიცირებულ მიდგომას, რაც საბანკო-სასესხო სექტორის ალტერნატივის დაფუძნებას განაპირობებს. ამით სახელმწიფოში სინერგული ეკონომიკური ეფექტის შექმნის დიდი ალბათობა იარსებებს, რაც ბევრად წაადგება ქვეყნის ეკონომიკური ევოლუციის საქმეს და ეს პირდაპირ აისახება მოსახლეობის სოციალურ მდგომარეობაზე. საქართველოს მთავრობის გაცხადებული რამდენიმეპუნქტიანი გეგმის ერთ-ერთი შემადგენელი ნაწილიც სწორედ ამგვარი მიდგომის - საფონდო ინდუსტრიის განვითარების - გამოხატულებას წარმოადგენს. ეს კი უალტერნატივოა.

საზოგადოების გარკვეულ სპეციალიზირებულ წრეებში კარგა ხანია მიდის დისკუსია კაპიტალის ბაზრის განვითარების თაობაზე, თუმცა საზოგადოების ფართო მასის ინფორმირებულობის მეტად დაბალი დონე ამ სფეროსადმი, მოსახლეობისა და ბიზნესის ნიჰილისტურ დამოკიდებულებას განაპირობებს. ამას ემატება ის გარემოებაც, რომ სახელმწიფოც არ დგამს მკვეთრ და პრინციპულ ნაბიჯებს ამ მიმართულებით სხვადასხვა ობიექტური თუ სუბიექტური მიზეზის გამო, რაც, საბოლოო ჯამში, ისევ ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკურ ვითარებაზე ახდენს გავლენას. ამ უკანასკნელ პერიოდში კი არსებული ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა, რომლის „კორექტირებაც“ დადგა დღის წესრიგში, უთუოდ ადასტურებს იმას, რომ ქვეყნის ეკონომიკური ვითარების გაჯანსაღებასა და კორპორაციული დაფინანსების, კაპიტალიზაციის წყაროების ალტერნატივების შექმნის აუცილებლობა ნამდვილად არ უნდა დადგეს ეჭვის ქვეშ. არადა სახელმწიფოს ეკონომიკური სიძლიერე კერძო სამეწარმეო

სუბიექტების გამართულ და წარმატებულ საქმიანობაზე დამოკიდებული. თავის მხრივ, კერძო ბიზნესს „კვების წყარო“ სჭირდება და იგი მხოლოდ საბანკო დაფინანსებაზე დამოკიდებული არანაირად არ უნდა იყოს.

კაპიტალის ბაზარს ორი ძირითადი ფუნქცია აქვს, რომლის გარეშეც მისი არსებობა წარმოუდგენელია. ეს ფუნქციები მის სუბსტანციას წარმოადგენს და არსებითად განსაზღვრავს მისი, როგორც ინსტიტუტის ფუნქციონირებას. ეს ფუნქციებია: ბაზრის, როგორც ორგანიზებული პლაცდარმის, ფუნქციაუნარიანობა და „ფულის დამბანდებლის“ - ინვესტორის უფლებების დაცვის უზრუნველყოფა.

აღნიშნულ ნაშრომში კაპიტალის ბაზრის პირველ ფუნქციაზე (მიზანზე) მახვილდება ყურადღება, რადგანაც ის, თუ როგორ არის გარანტირებული ამგვარ ბაზარზე ინვესტორის, „მომხმარებლის“ უფლებები, ბევრად არის დამოკიდებული თავად ბაზრის მოწყობაზე, მის ორგანიზაციულ არქიტექტურაზე, ზედამხედველობისა და მაკონტროლებელ დიქტომიაზე.

წინამდებარე ნაშრომში მოცემულია ინფორმაცია აშშ-ის, ევროპის (გერმანიის; პასაუბია ასევე ავსტრიული სამართლიდან) და საქართველოს კაპიტალის ბაზრის ორგანიზაციული აგებულების შესახებ, რაც მისცემს ქართველ მკითხველს შესაძლებლობას, თვალი შეავლოს მსოფლიოს ერთ-ერთ ყველაზე განვითარებულ საფონდო ინდუსტრიას (რა თქმა უნდა საქართველოს გამოკლებით) და მიიღოს საჭირო ინფორმაცია. წიგნში კაპიტალის ბაზრის სამართლის მეთოდოლოგიურ-დოგმატურ საკითხებთან ერთად შემოთავაზებულია კრიტიკული მიდგომა ქართული რეალობის შეფასების საფუძველზე და გარკვეული რეკომენდაციებიცაა ჩამოყალიბებული. ვფიქრობ, საზოგადოებისთვის და, განსაკუთრებით იურიდიული წრისათვის, ეს წიგნი საინტერესო უნდა იყოს, თუ გავითვალისწინებთ ასევე იმას, რომ ეს შედარებით-სამართლებრივ ჭრილში დანახ-

ული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონარიანობის თაობაზე პირველი ქართული იურიდიული ნაშრომია. თსუ-ის საკორპორაციო, ეკონომიკური და საბანკო სამართლის ინსტიტუტის მიზანიც სწორედ ისაა, რომ საქართველოში შეიქმნას ქართული კაპიტალის ბაზრის სამართალი, რაც აქამდე, როგორც დამოუკიდებელი იურიდიული მატერია, არ არსებობდა. ამ საქმეში იურიდიული ფაკულტეტი დიდ მადლობას უხდის იურიდიულ ფირმას „მაგლობლი“შილი ყიფიანი ძიძიგური“ (MKD), განსაკუთრებით კი მათ დამფუძნებელთა გარკვეულ ჯგუფს - ბატონ ვიქტორ ყიფიანსა და დავით ძიძიგურს, რომელთა დახმარების გარეშეც ეს მოკრძალებული მონოგრაფია ვერ გამოვიდოდა.

პროფ. დოქ. ირაკლი ბურდული  
თბილისი 2016 წ.