



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

# კაპიტალის ბაზრის განვითარება მცირე ზომის ეკონომიკებში: საერთაშორისო გამოცდილება

დეკემბერი 2020

**სალომე სხირტლაძე, CFA**

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის დეპარტამენტის უფროსი, სეზ

**ანა კვარაცხელია**

კორპორატიული ფინანსების განყოფილების უფროსი, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის დეპარტამენტი, სეზ

**შოთა ბახუაშვილი**

კვლევითი ჯგუფის წევრი, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის დეპარტამენტი, სეზ

**გივი გუჯარაიძე**

კვლევითი ჯგუფის წევრი, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის დეპარტამენტი, სეზ



## ნაწილი I: განვითარებული ქვეყნების ბაზრების მიმოხილვა

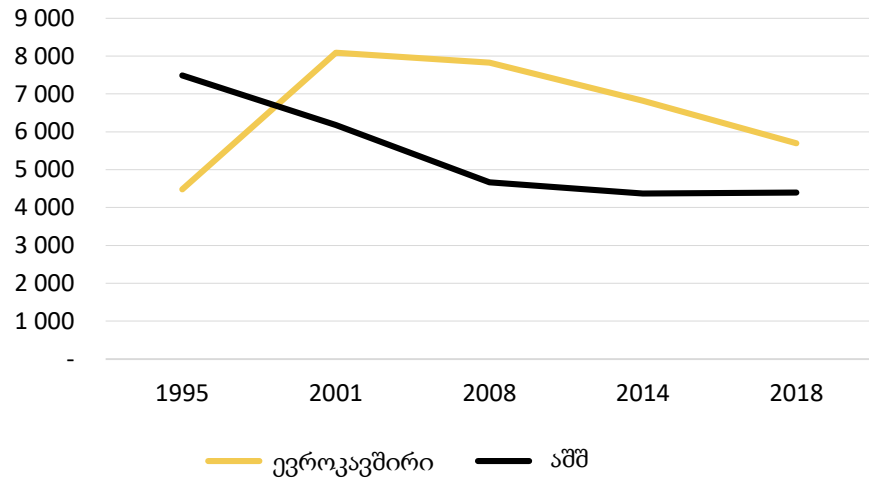
### ნაწილი II: მიგნებები განვითარებადი და მცირე ზომის ქვეყნების მიხედვით

- კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი
- საჯარო აქციების ბაზარი

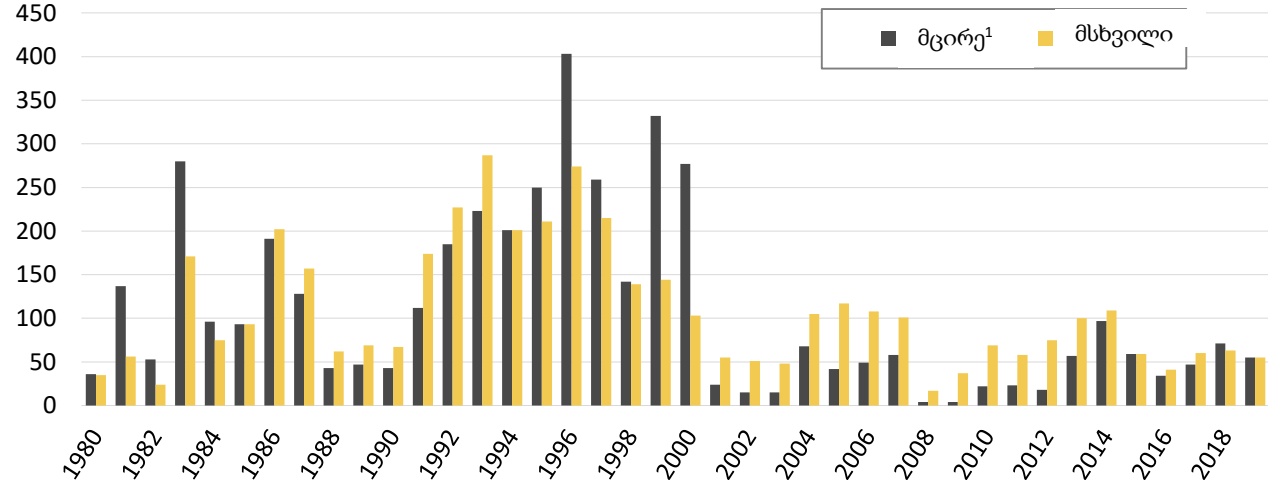
შეჯამება და დასკვნები მცირე ზომის ეკონომიკების კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის



დალისტული კომპანიების რაოდენობა: აშშ და ევროკავშირი



საჯარო შეთავაზებების (IPO) რაოდენობა აშშ-ს ბაზარზე (მსგავსი ტრენდი შეიმჩნევა სხვა განვითარებულ ბაზრებზეც)



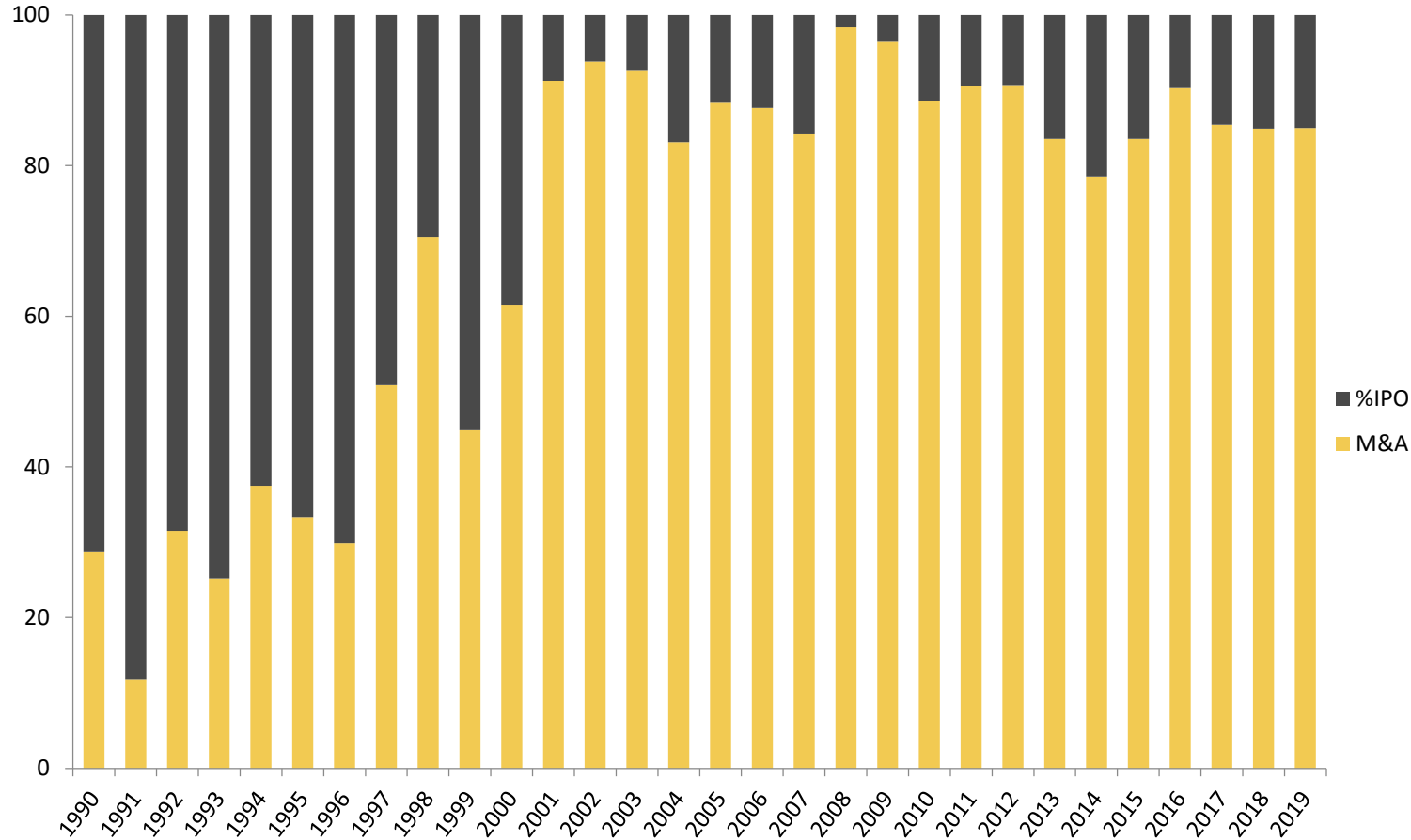
Dotcom კრიზისის შემდეგ, განვითარებულ ბაზრებზე მცირდება ემიტენტებისა და ახალი ემისიების (IPO) რაოდენობა. ამ ტენდენციის გამომწვევი ძირითადი ფაქტორებია:

- ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში, კერძო კაპიტალის ბაზარი, როგორც დაფინანსების ალტერნატიული წყარო, სწრაფად გაიზარდა (საპენსიო ფონდების, საინვესტიციო ფონდების, საოჯახო დანაზოგების და ა.შ.);
- მცირე ზომის ემიტენტების წილი მნიშვნელოვნად შემცირდა, რაც ძირითადად განპირობებულია კერძო კაპიტალზე გაზრდილი ხელმისაწვდომობით (IPO ხდება კომპანიის სიცოცხლის ციკლის გვიან ეტაპზე) და დაჩქარებული პროდუქტის/ინდუსტრიის სასიცოცხლო ციკლით. შედეგად, შედარებით დიდი ზომის ორგანიზაციებს უკეთ შეუძლიათ დაეწიონ ახალ ტექნოლოგიებს (IOSCO 2020, CFA 2018). მცირე კომპანიებისთვის ასევე კრიტიკულ როლს თამაშობს ლისტინგის ხარჯები, რაც კერძო კაპიტალით დაფინანსებას უფრო მიმზიდველს ხდის;
- დაბალი საპროცენტო განაკვეთების გარემო ქმნის მნიშვნელოვან სტიმულს „De-equitization“ - ისთვის (იხილეთ მე-5 სლაიდი).



# შერწყმა & შესყიდვა Vs საჯარო შეთავაზება

ვენჩურული კაპიტალით (VC) დაფინანსებული კომპანიების გასვლის გზების (exit) დინამიკა აშშ-ში



- დალისტული კომპანიების რაოდენობის შემცირების ერთ-ერთ მიზეზს წარმოადგენს საჯარო კომპანიების მიერ განხორციელებული შესყიდვების ზრდა;
- კომპანიები, კერძო კაპიტალის ფონდებიდან გამოსასვლელად, უფრო და უფრო აქტიურად იყენებენ შერწყმის და შესყიდვის ტრანზაქციებს (M&A), საჯარო შეთავაზებებთან შედარებით.

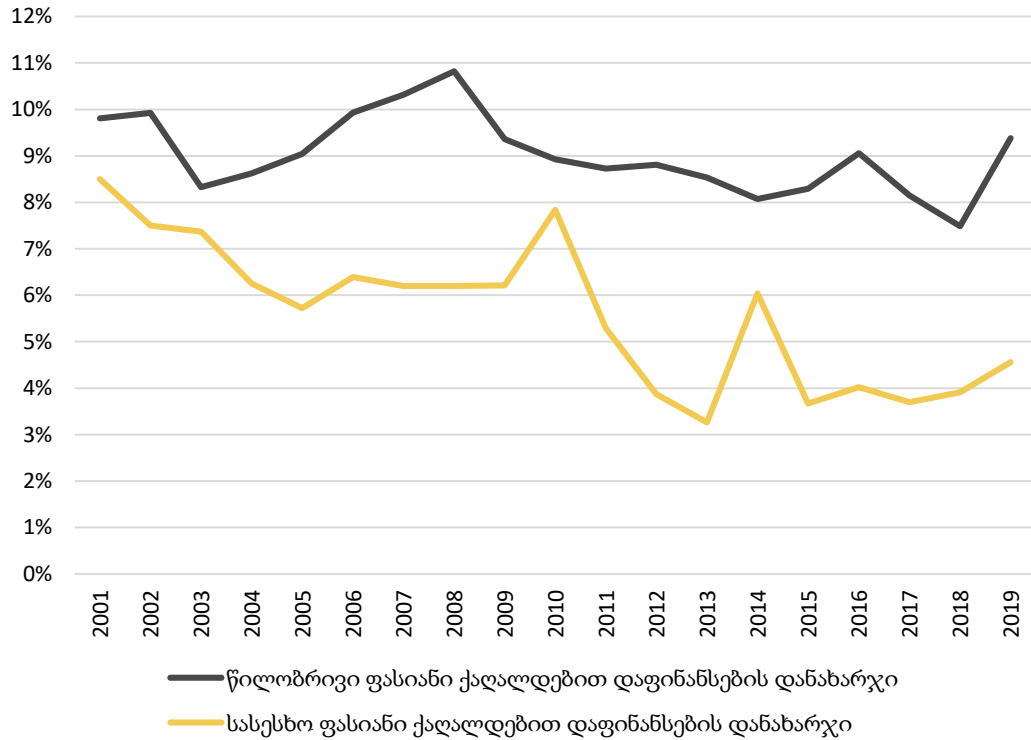
ნაწილი I: განვითარებული ქვეყნების ბაზრების მიმოხილვა

# დაფინანსების ხარჯები წილობრივი და სასესხო ფასიანი ქაღალდების მიხედვით: სტიმული “DE-EQUITIZATION”-ისთვის?

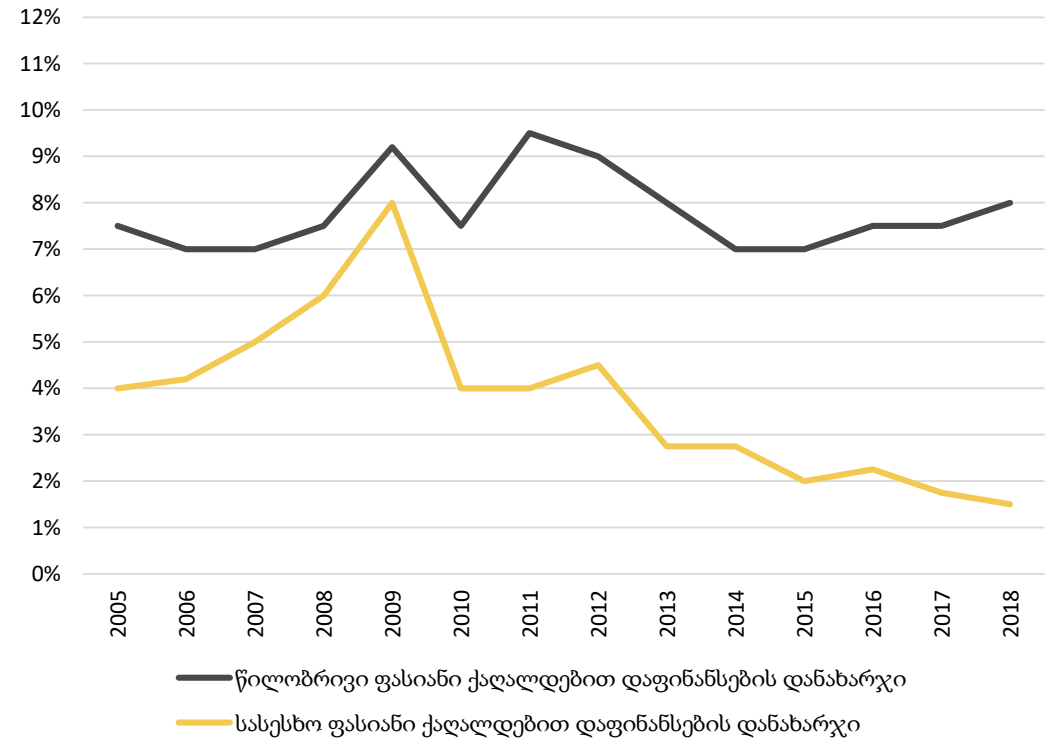


დაბალმა საპროცენტო განაკვეთების გარემომ გამოიწვია სასესხო დაფინანსების ხარჯების მნიშვნელოვანი კლება, რაც ნაკლებად აისახა წილობრივი ფასიანი ქაღალდებით დაფინანსების ხარჯებზე. სააქციო კაპიტალთან შედარებით უფრო იაფი სასესხო დაფინანსება „De-equitization“-ის სტიმულს ქმნის, რაც გამოიხატება აქციების მზარდ გამოსყიდვებში (buybacks), გაზრდილ ვალით დაფინანსებულ შერწყმასა & შესყიდვებში (M&A) და კლებად საჯარო შეთავაზებებში (IPO).

წილობრივი და სასესხო ფასიანი ქაღალდებით დაფინანსების დანახარჯები: აშშ



წილობრივი და სასესხო ფასიანი ქაღალდებით დაფინანსების დანახარჯები: ევროზონა



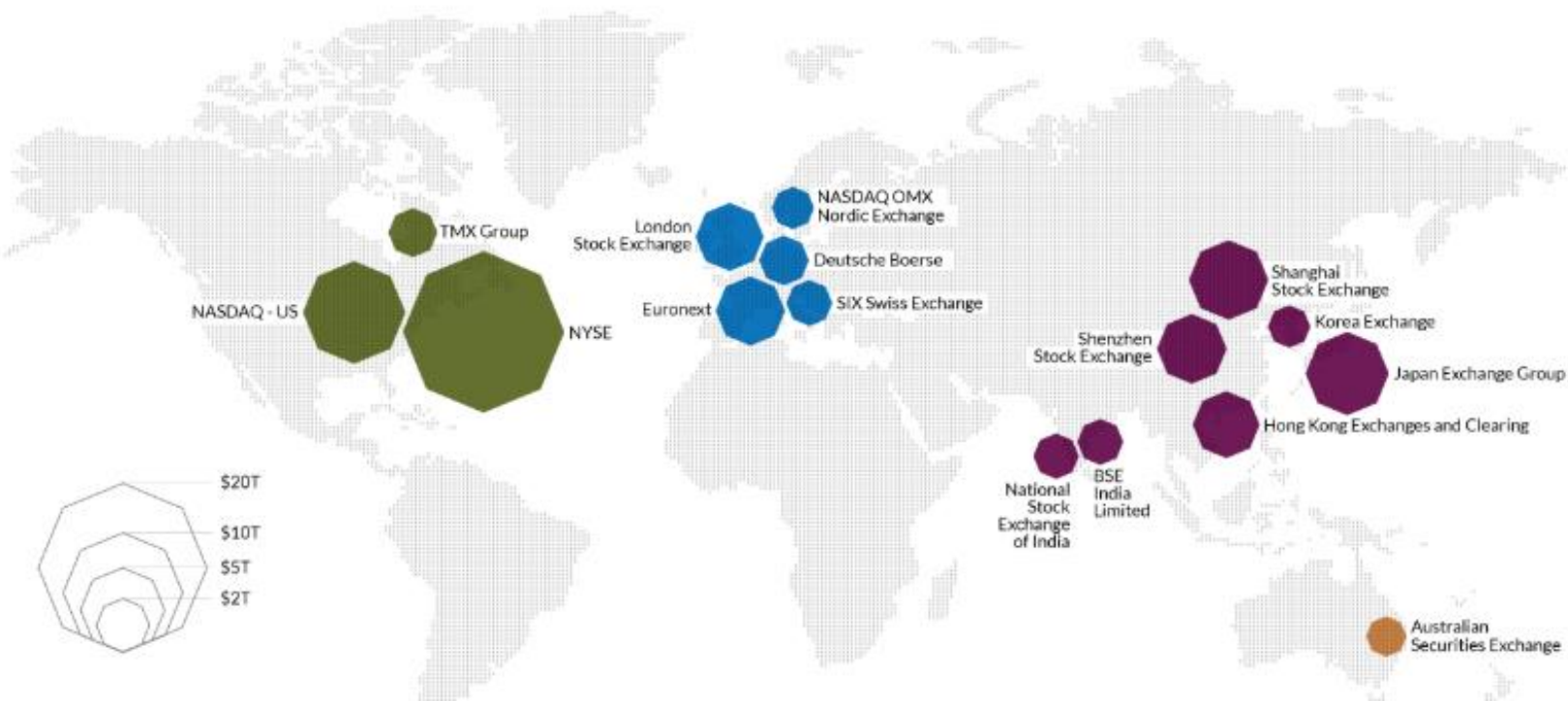


# საფონდო ბირჟები: მაღალი ლიკვიდურობის მქონე ბაზრები უფრო მიმზიდველი ხდება

ბაზრის ზომა განაპირობებს ლიკვიდურობას, შესაბამისად, ბოლო ათწლეულების განმავლობაში მსხვილი ბაზრები შთანთქავენ მცირე ან ნაკლებად ლიკვიდური ბაზრების ემიტენტებს;

ადგილობრივი ბაზრების კონკურენტუნარიანობის შესანარჩუნებლად და ლიკვიდურობის ადეკვატური დონის მისაღწევად, გაიზარდა ინვესტიციები ახალ ტექნოლოგიებში და საფონდო ბირჟები მიისწრაფვიან საერთაშორისო / რეგიონალური კონსოლიდაციისკენ. 2000-იან წლებში:

- ამსტერდამი, ბრიუსელი, ლისაბონი და პარიზი გაერთიანდნენ **Euronext**- ბირჟის ქვეშ.
- ჰელსინკი, ისლანდია, სტოკჰოლმი, ტალინი, რიგა და ვილნიუსი გაერთიანდნენ **NASDAQ Nordic** ბირჟის ქვეშ



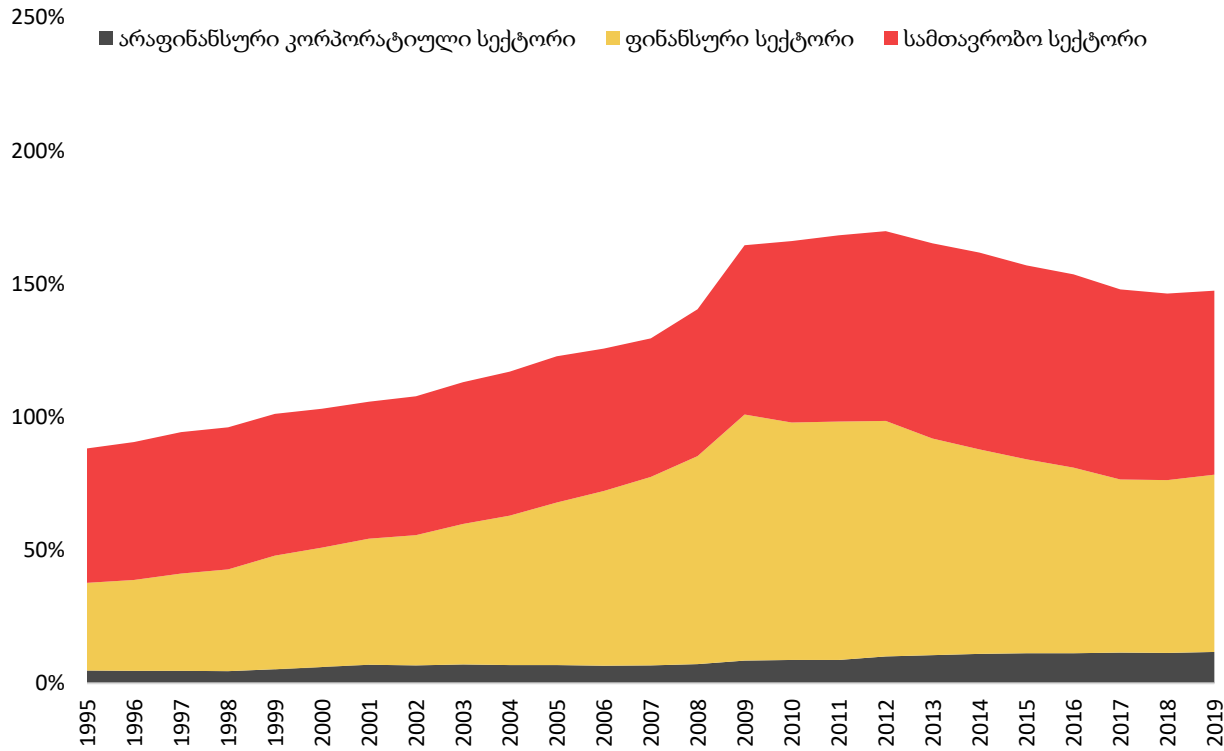
# ობლიგაციების ბაზრის მიმოხილვა



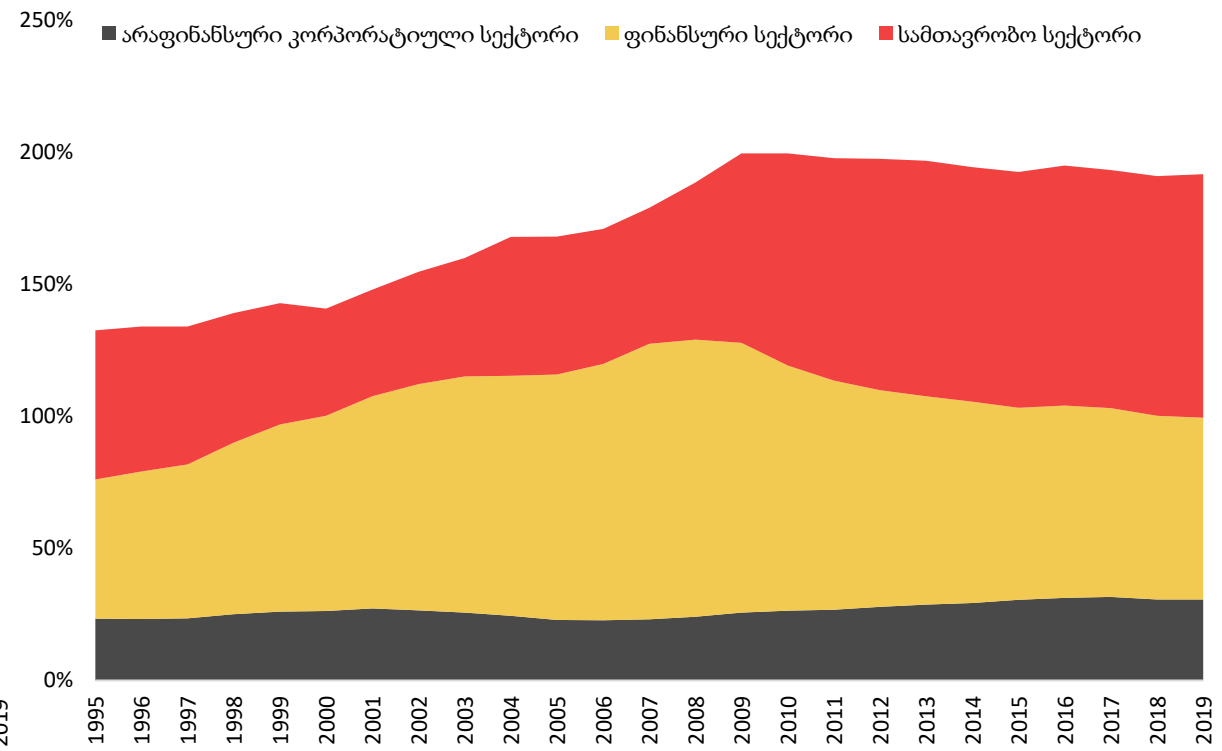
გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ, მსხვილი არაფინანსური კომპანიები უფრო მეტად იყენებენ საბაზრო დაფინანსების წყაროებს, თუმცა, კერძო სესხები (მათ შორის, საბანკო სესხები) კვლავ დაფინანსების მთავარ წყაროდ რჩება.

მიუხედავად ლევერიჯის შემცირების პროცესისა, რომელიც გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ დაიწყო, კომერციული ობლიგაციების ბაზარზე დიდწილად კვლავ ფინანსური კომპანიები დომინირებენ.

ობლიგაციების ნაშთები/GDP(%) სექტორების მიხედვით, ევროზონა



ობლიგაციების ნაშთები/GDP(%) სექტორების მიხედვით, აშშ



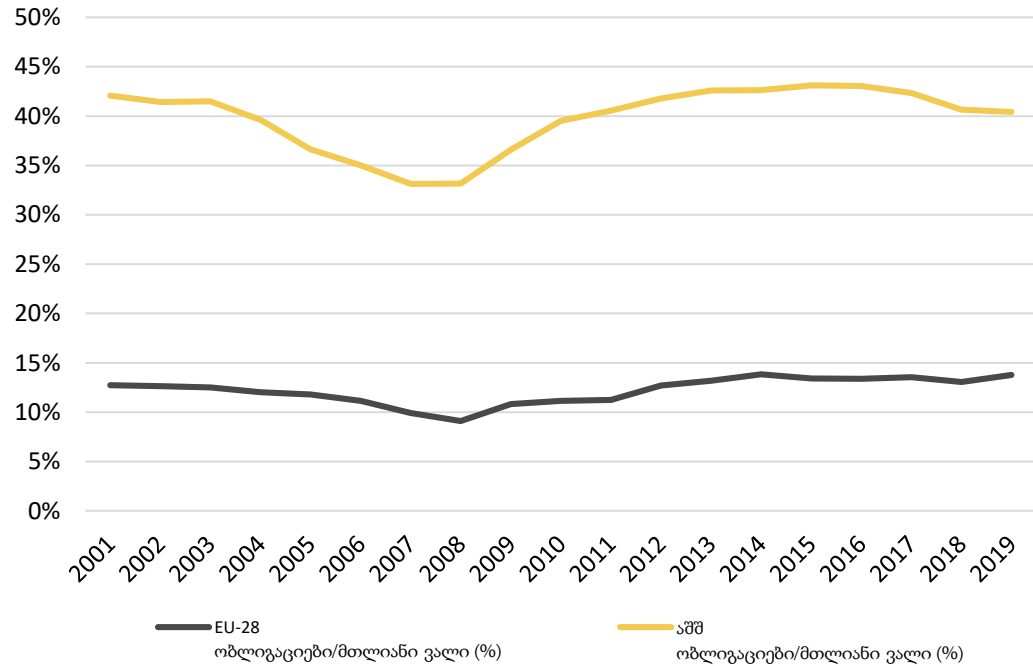
ნაწილი I: განვითარებული ქვეყნების ბაზრების მიმოხილვა



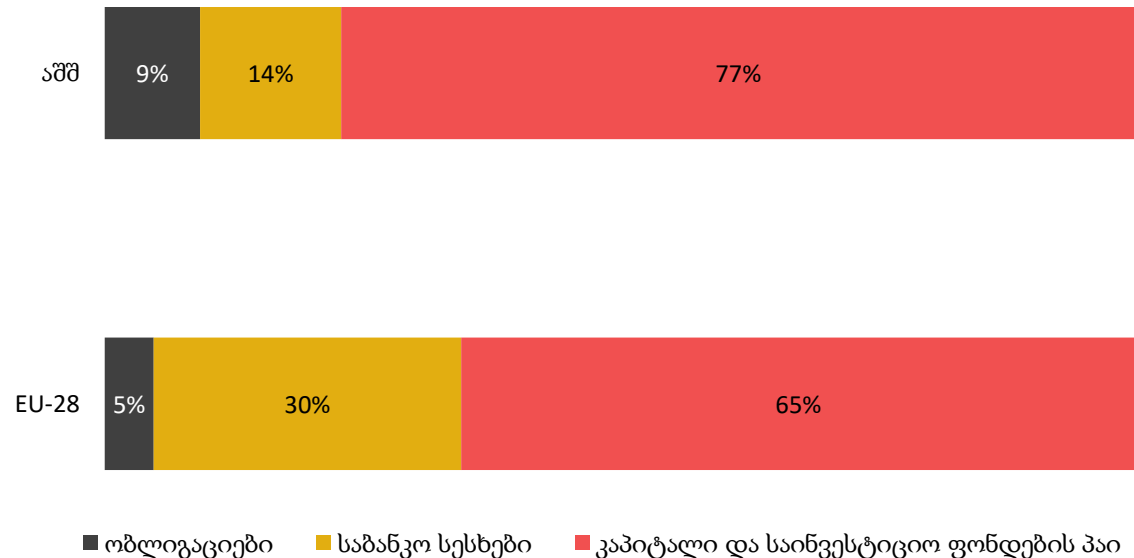
# ობლიგაციების ბაზარი: არაფინანსური კომპანიების დაფინანსების სტრუქტურა

ევროკავშირის არაფინანსური კომპანიებისთვის ობლიგაციების წილი მთლიან დაფინანსებაში კვლავ მცირეა (მთლიანი ვალის 14%; აშშ: 40%)

არაფინანსური კომპანიების ობლიგაციების წილი მთლიან ვალში: ევროკავშირი Vs. აშშ



არაფინანსური კომპანიების დაფინანსების სტრუქტურა 2019 წლისთვის: ევროკავშირი Vs. აშშ







## შინაარსი

---

ნაწილი I: განვითარებული ქვეყნების ბაზრების მიმოხილვა

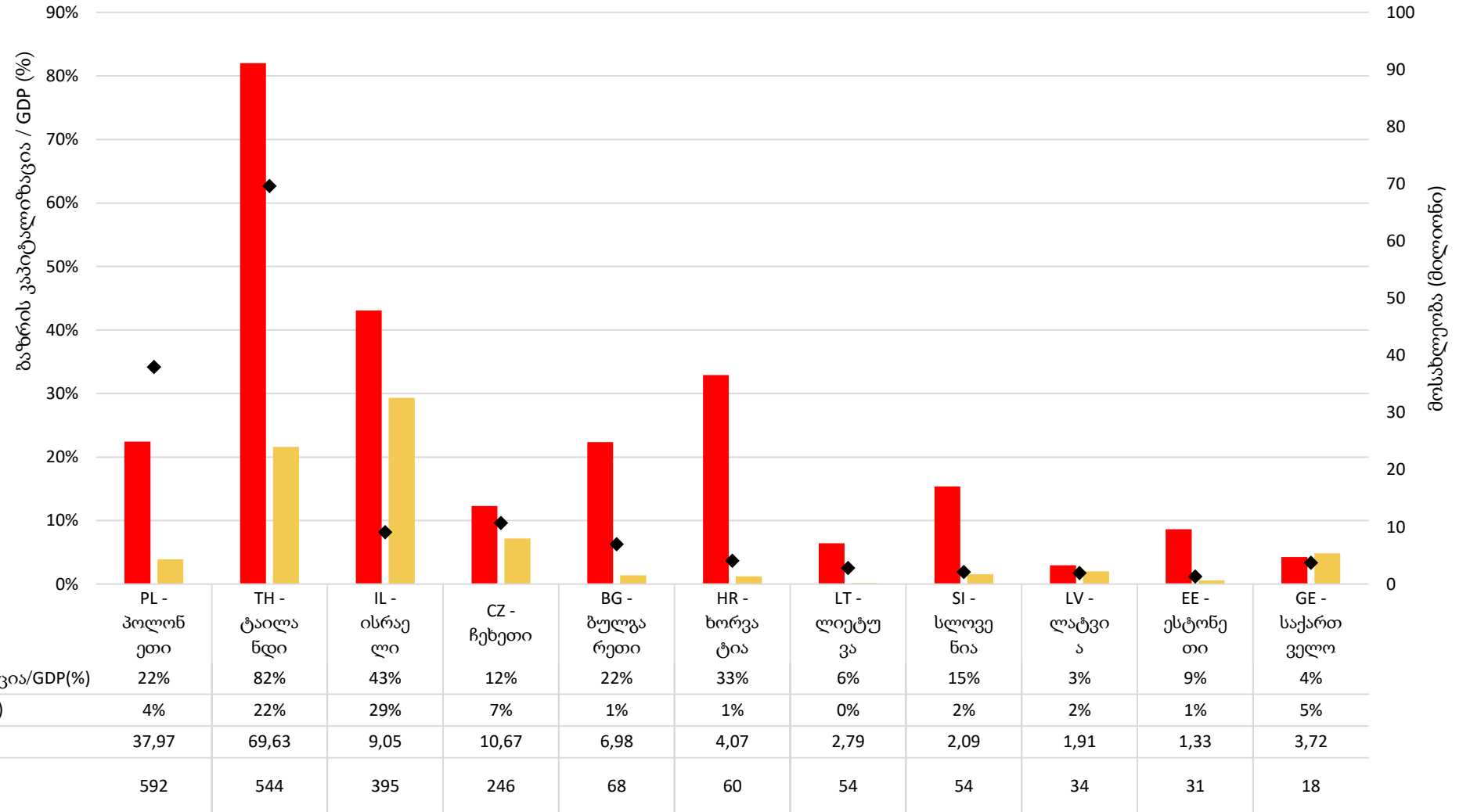
ნაწილი II: მიგნებები განვითარებადი და მცირე ზომის ქვეყნების მიხედვით

- კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი
- საჯარო აქციების ბაზარი

შეჯამება და დასკვნები მცირე ზომის ეკონომიკების კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის

# შერჩეული ბაზრები:

## ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარების დონე მჭიდრო კავშირშია ეკონომიკის ზომასთან



ნაწილი II: მიგნებები განვითარებადი და მცირე ზომის ქვეყნების მიხედვით



## შინაარსი

---

ნაწილი I: განვითარებული ქვეყნების ბაზრების მიმოხილვა

ნაწილი II: მიგნებები განვითარებადი და მცირე ზომის ქვეყნების მიხედვით

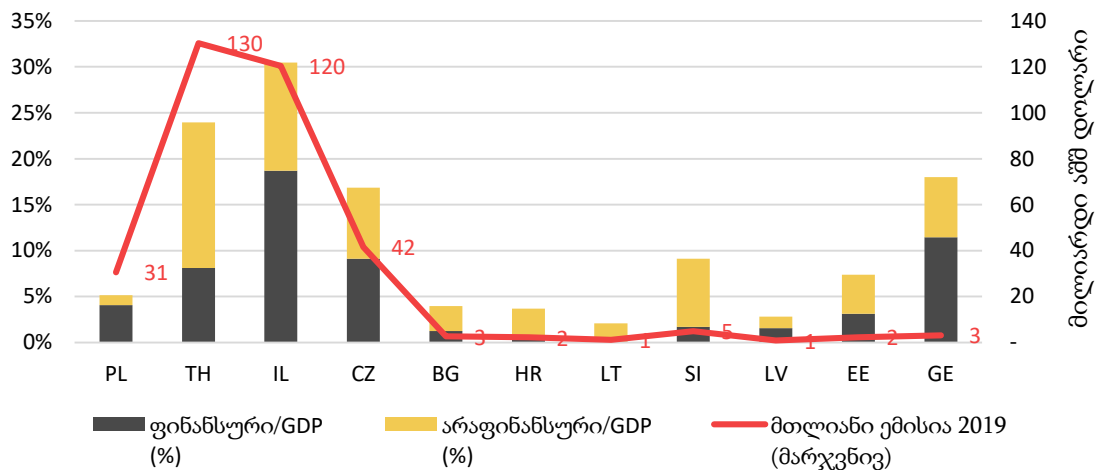
- კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი
- საჯარო აქციების ბაზარი

შეჯამება და დასკვნები მცირე ზომის ეკონომიკების კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის

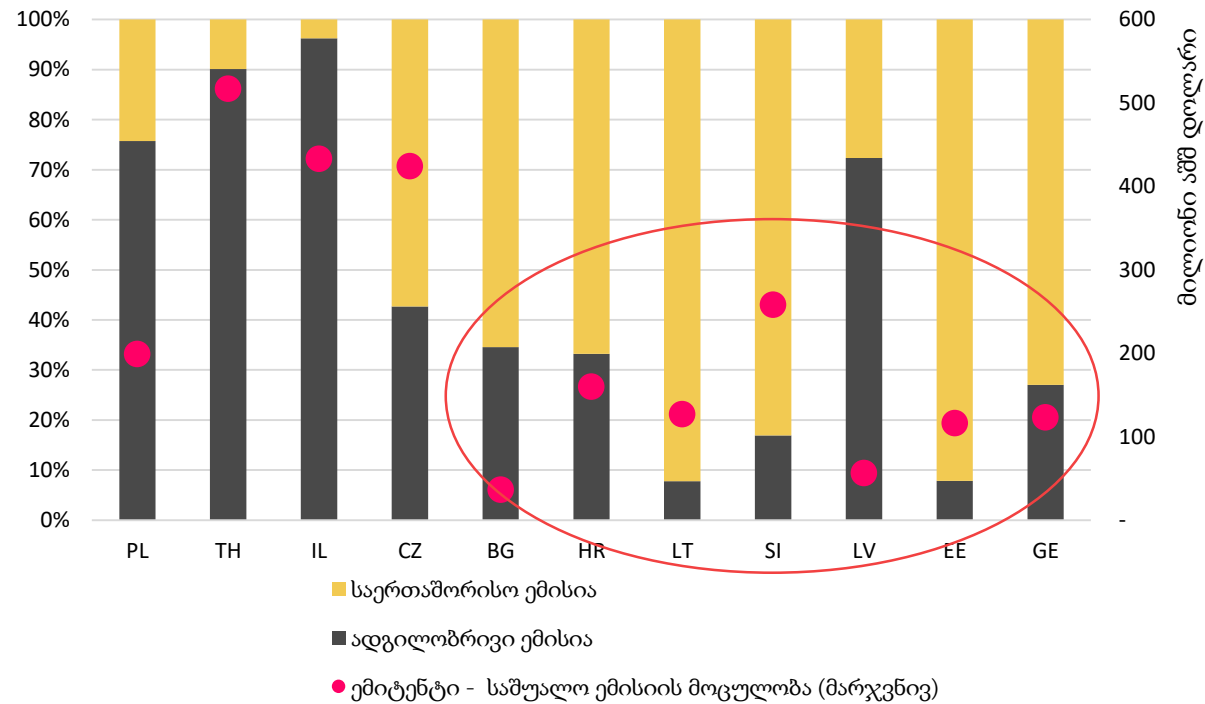


# კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი: მცირე ქვეყნების ემიტენტებისთვის დაფინანსების მთავარ წყაროს უცხოური ბაზრები წარმოადგენენ

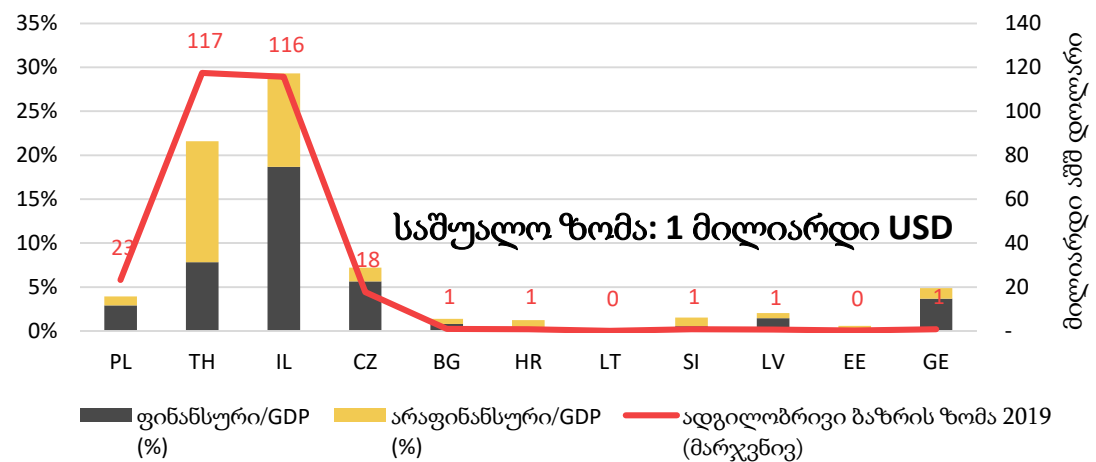
რეზიდენტი კომპანიების მიერ გამოშვებული კორპორატიული ობლიგაციები (ნაშთები)



კორპორატიული ობლიგაციები ადგილობრივი ბაზრის და საერთაშორისო ემისიების მიხედვით და ობლიგაციების საშუალო გამოშვების ზომა<sup>1</sup>



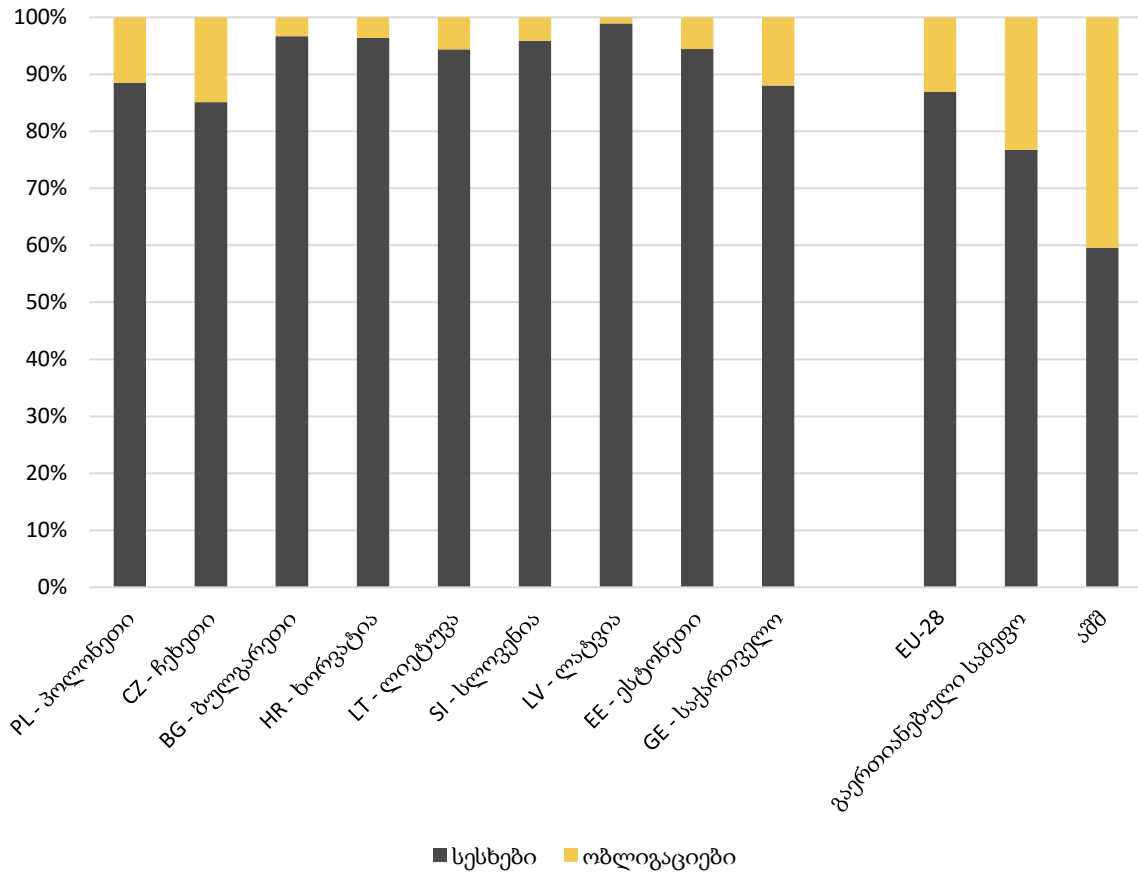
ადგილობრივ ბაზარზე რეზიდენტი კომპანიების მიერ გამოშვებული კორპორატიული ობლიგაციები (ნაშთები)



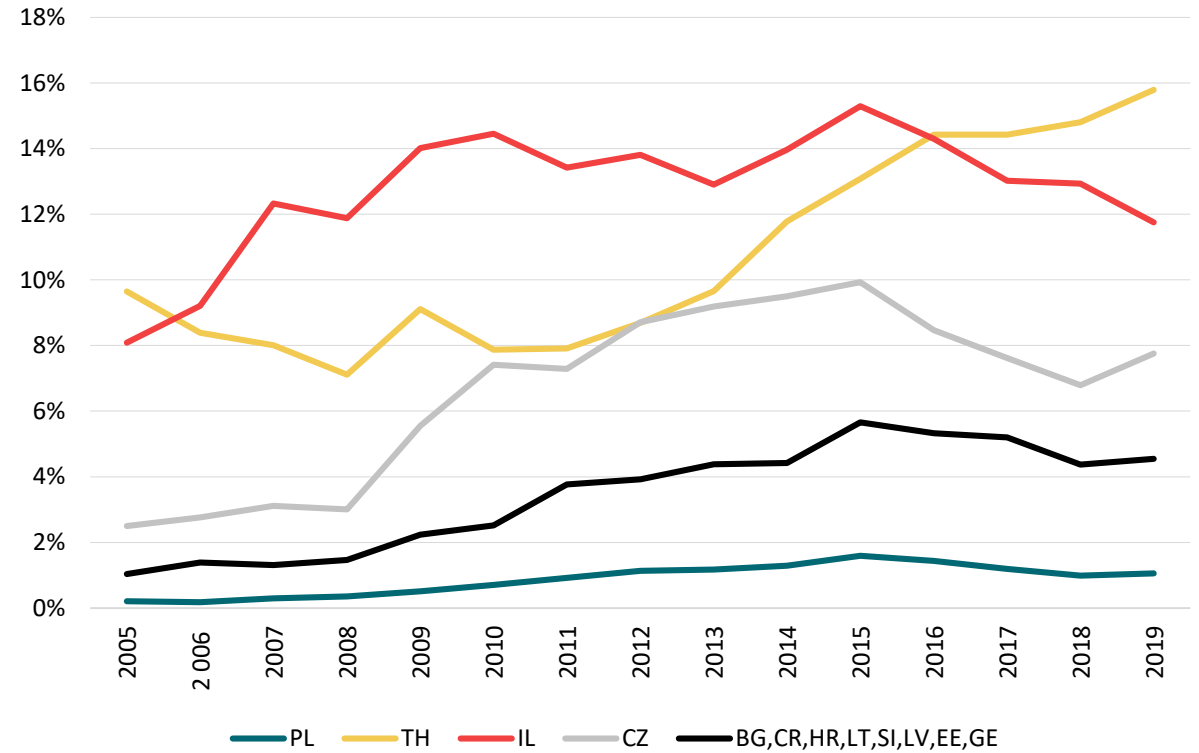


# არაფინანსური სექტორი<sup>1</sup>: კრიზისის შემდგომ საბაზრო დაფინანსება მნიშვნელოვნად გაიზარდა, თუმცა, კომპანიების უმრავლესობისთვის კერძო სესხები დაფინანსების მთავარ წყაროდ რჩება

არაფინანსური სექტორის ნასესხები სახსრების კომპოზიცია (2018 წლისათვის)



არაფინანსური სექტორის ობლიგაციები (ნაშთი, რეზიდენტი ემიტენტები) / GDP %

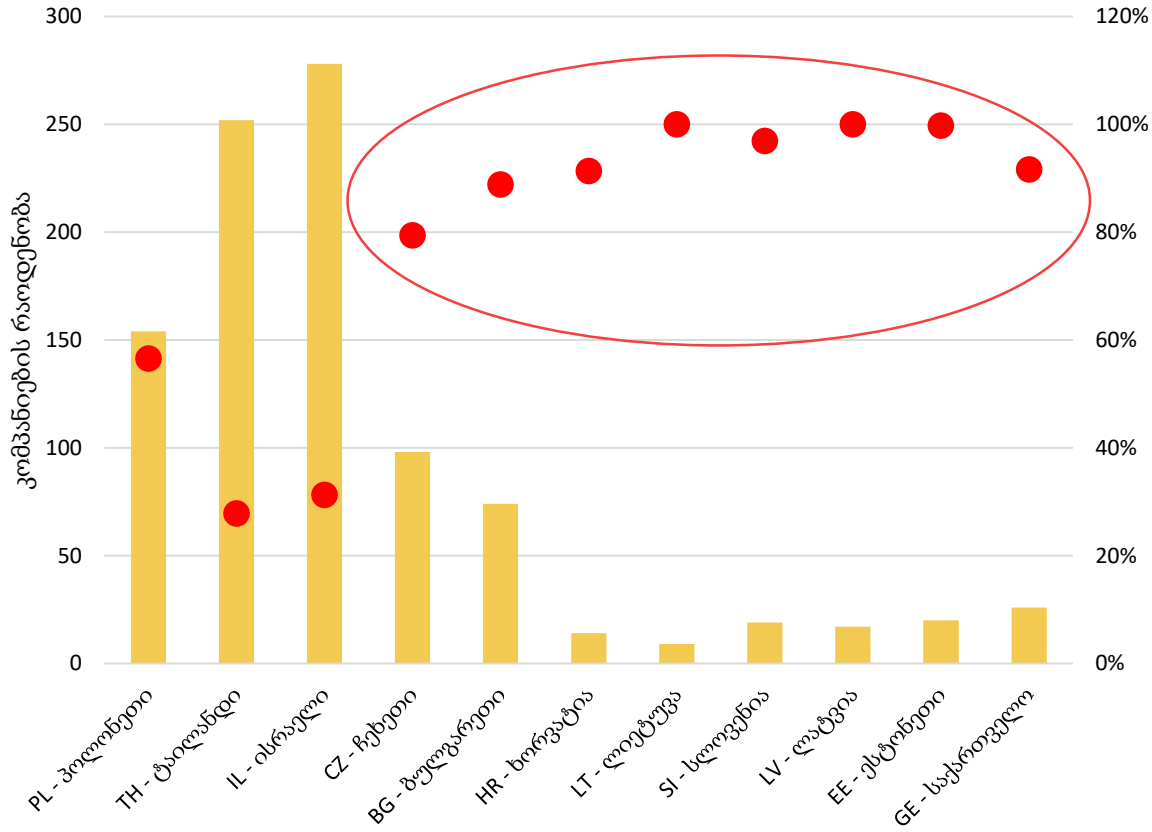


კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი



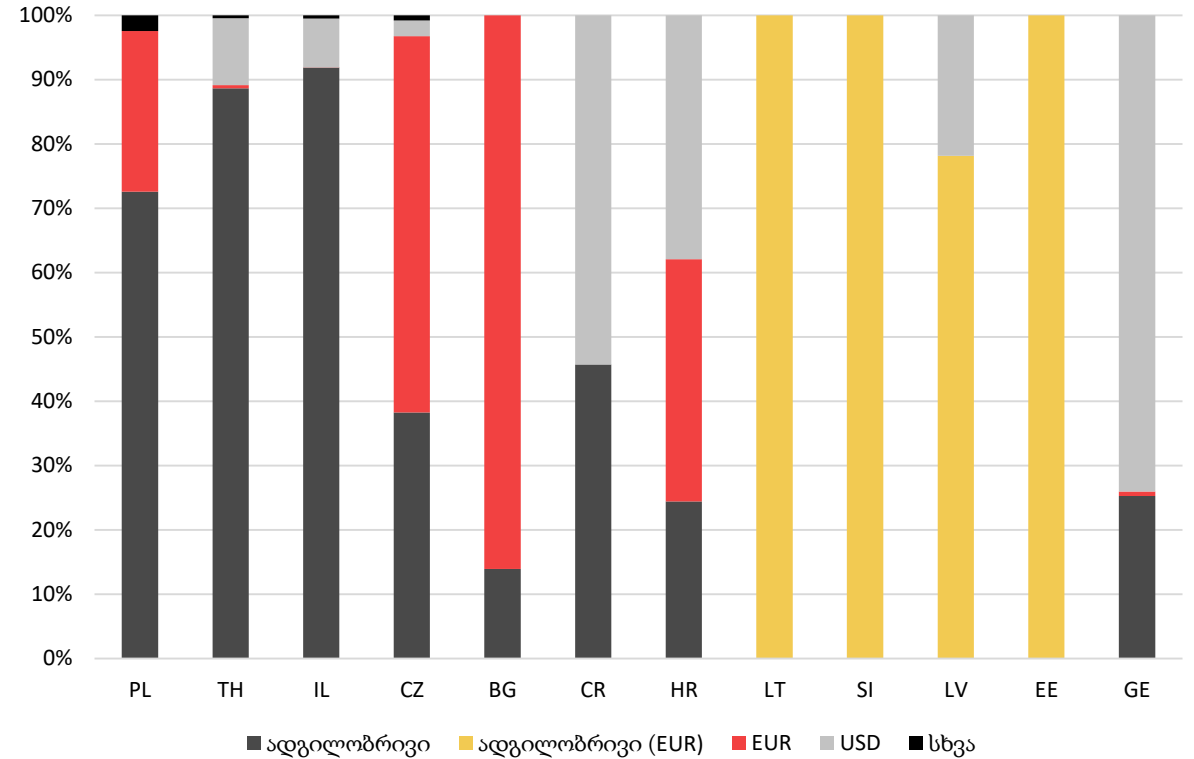
# არაფინანსური სექტორი: მცირე ბაზრები გამოირჩევა მსხვილი ემიტენტებისა და უცხოური ვალუტის მაღალი კონცენტრაციით (გამონაკლისია ევროზონის ქვეყნები)

არაფინანსური კორპორატიული ობლიგაციები: კონცენტრაცია ტოპ 5 გამომშვების მიხედვით



■ ობლიგაციების ემიტენტების რაოდენობა  
● ტოპ 5 ემიტენტის წილი (არაფინანსური სექტორი) მარჯვნივ

მცირე ქვეყნების არაფინანსური სექტორის კორპორატიული ობლიგაციები ძირითადად უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული

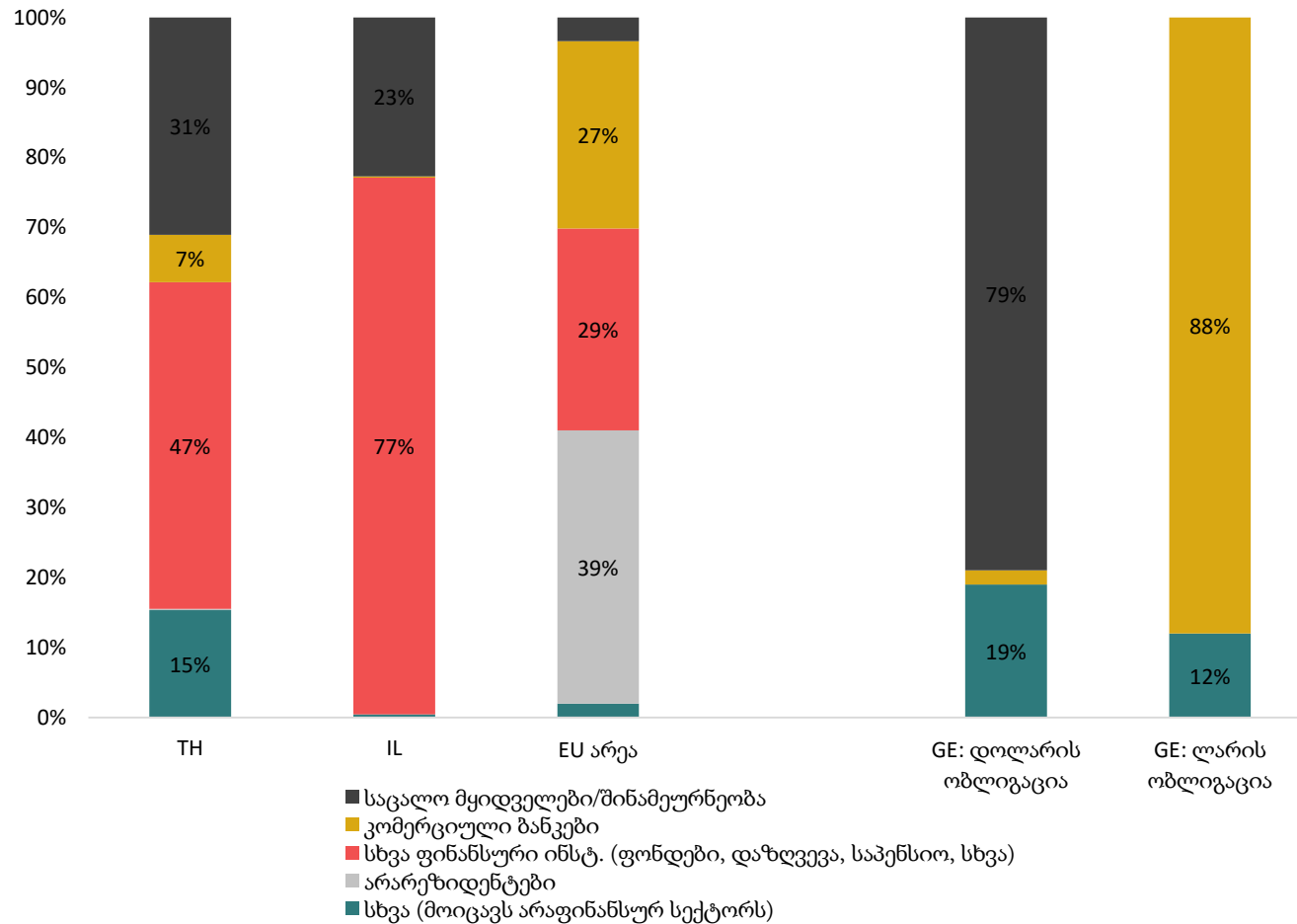


კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი

# ობლიგაციების ბაზარზე უმსხვილეს ინვესტორებს ადგილობრივი ინსტიტუციური ინვესტორები წარმოადგენენ (საპენსიო, საინვესტიციო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები).



ობლიგაციების ბაზრის ინვესტორების კომპოზიცია ( 2018 წლის ბოლო)



ინვესტიციები ობლიგაციების ბაზარზე ძირითადად ინსტიტუციური ინვესტორების შუამავლობით ხორციელდება (საპენსიო ფონდები, საინვესტიციო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები). პირდაპირი საცალო მყიდველების მონაწილეობა განვითარებულ ბაზრებზე (ევროზონა) უმნიშვნელოა.



## შინაარსი

---

ნაწილი I: განვითარებული ქვეყნების ბაზრების მიმოხილვა

ნაწილი II: მიგნებები განვითარებადი და მცირე ზომის ქვეყნების მიხედვით

- კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი
- საჯარო აქციების ბაზარი

შეჯამება და დასკვნები მცირე ზომის ეკონომიკების კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის

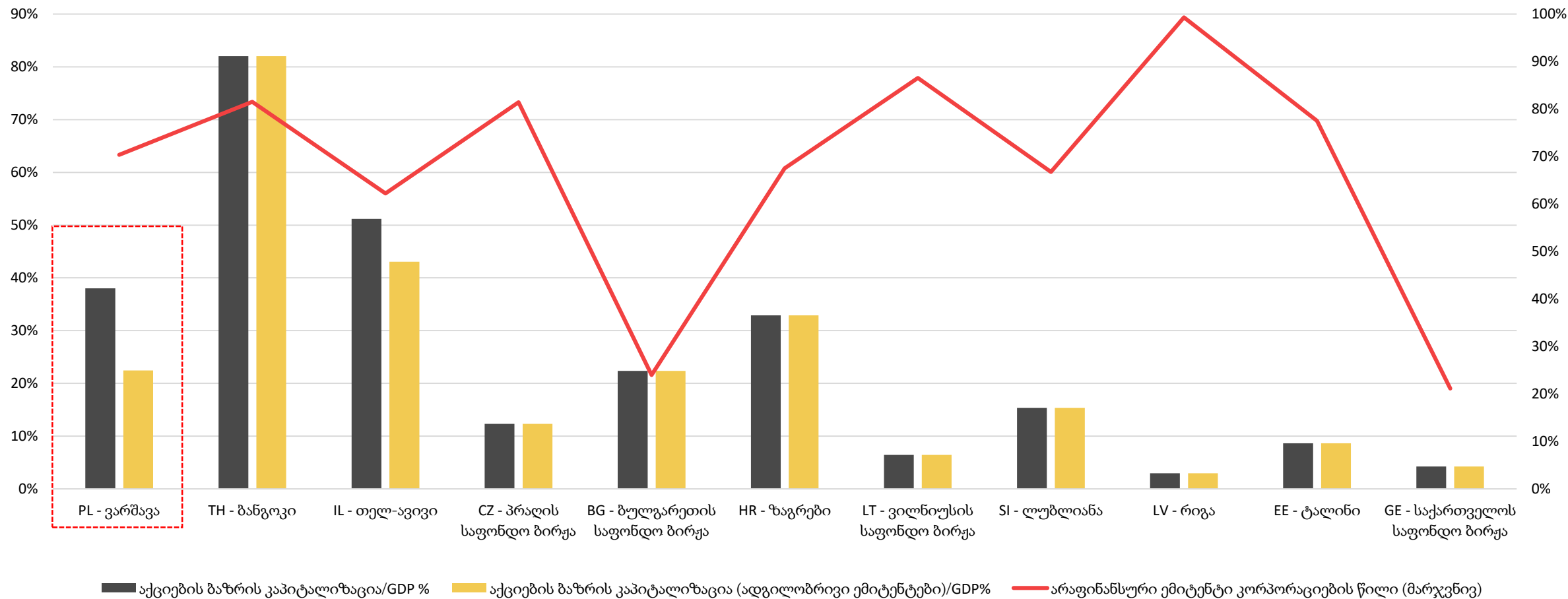




# ადგილობრივი აქციების ბაზრები კონცენტრირებულია ადგილობრივ არაფინანსურ კომპანიებზე

საჯარო აქციების ბაზრის კაპიტალიზაცია (2019 წლის ბოლო):

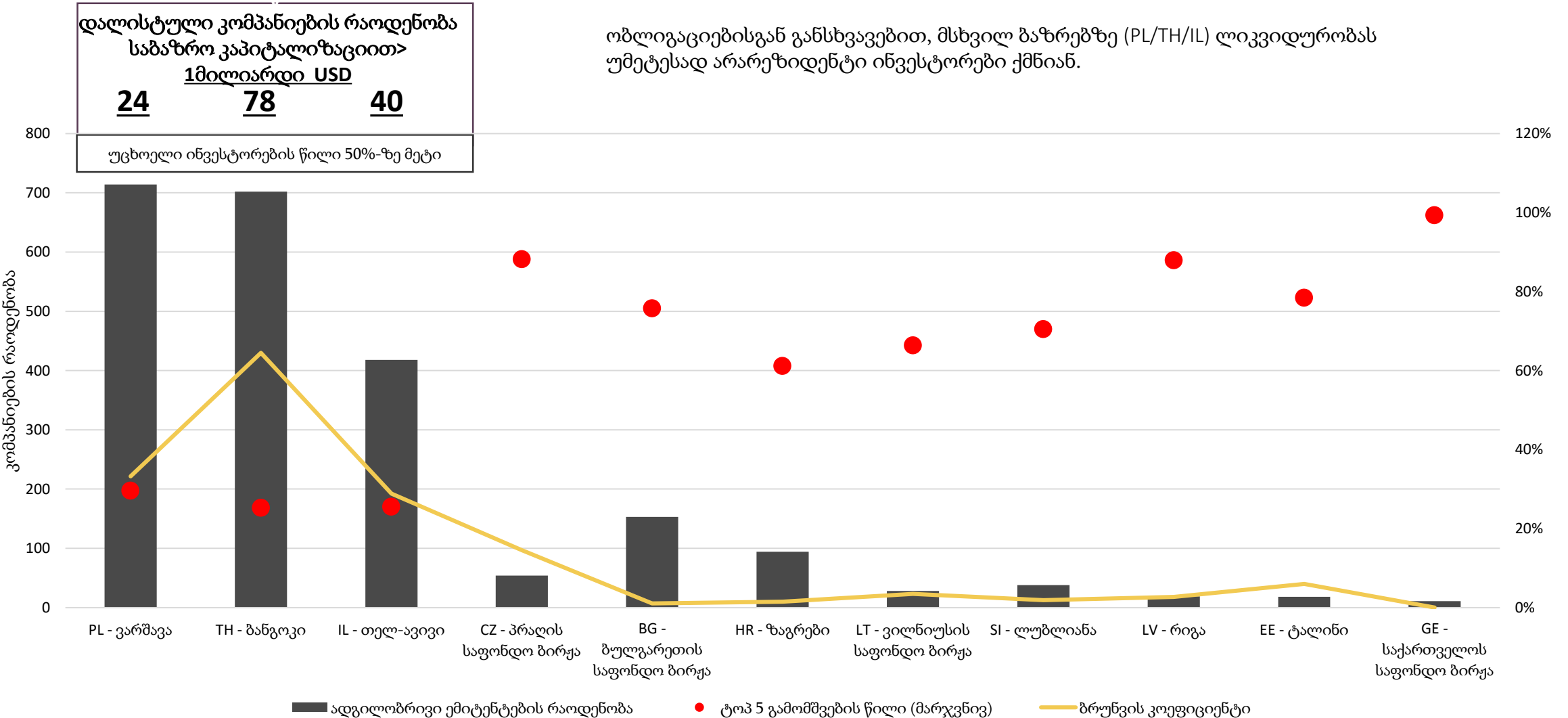
პოლონეთი, როგორც ფინანსური ცენტრი, წარმოადგენს გამონაკლისს



საჯარო აქციების ბაზარი

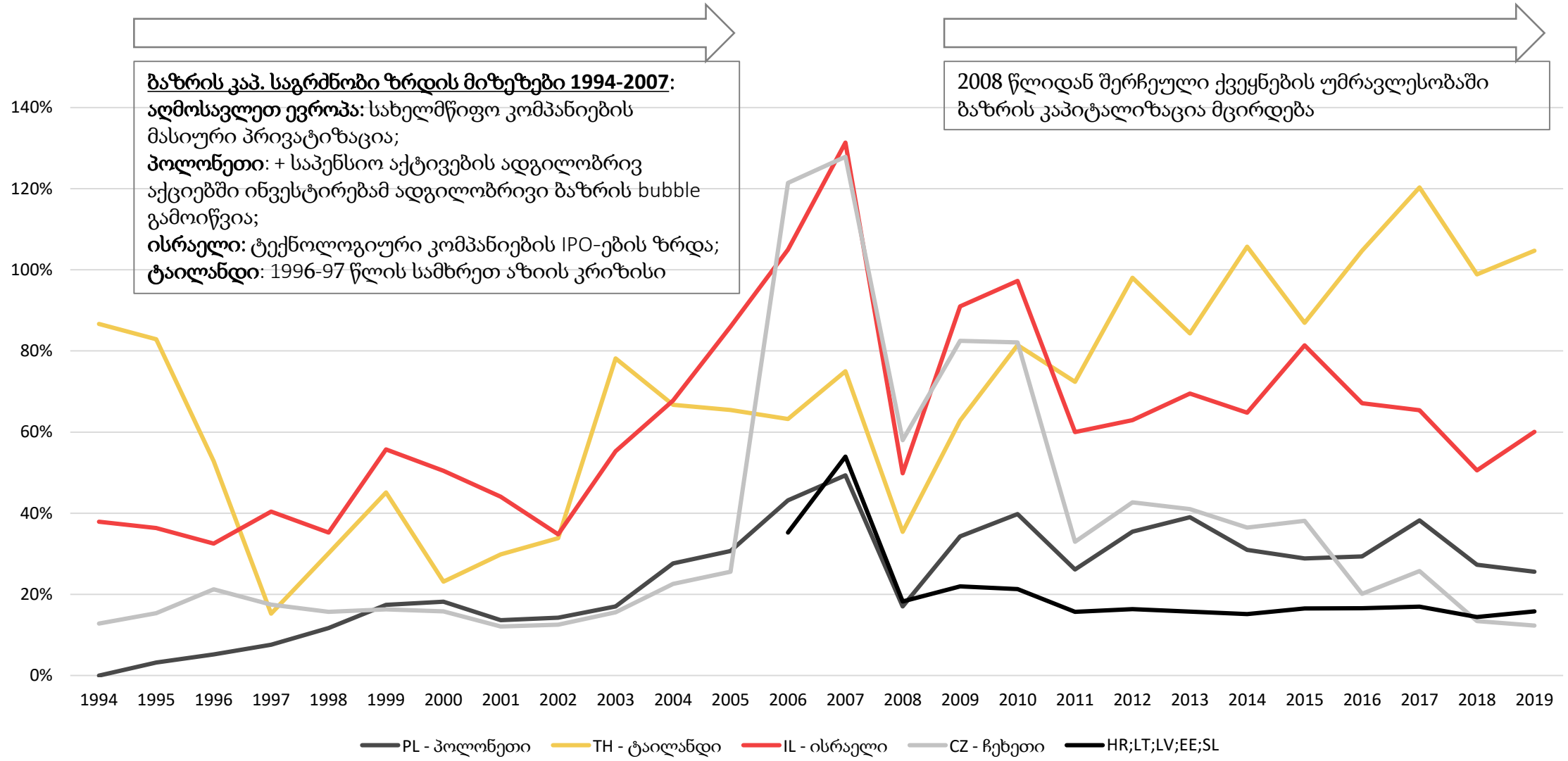


# ბაზრები, სადაც ბევრი მსხვილი ემიტენტია (ასევე, MSCI ინდექსში შემავალი), შედარებით მაღალი ლიკვიდურობით ხასიათდებიან





# საჯარო აქციების ბაზარი: ბაზრის ისტორიული კაპიტალიზაცია/GDP %





## შინაარსი

---

ნაწილი I: განვითარებული ქვეყნების ბაზრების მიმოხილვა

ნაწილი II: მიგნებები განვითარებადი და მცირე ზომის ქვეყნების მიხედვით

- კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი
- საჯარო აქციების ბაზარი

შეჯამება და დასკვნები მცირე ზომის ეკონომიკების კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის



## შეჯამება

- გასული ორი ათწლეულის განმავლობაში, საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრების განვითარებაზე მნიშვნელოვანი ზეგავლენა იქონია სისტემური და ციკლური ფაქტორების ერთობლიობამ;
- განვითარებულ და მცირე/განვითარებად ქვეყნებში აქციების ბაზრები შემცირების ტენდენციით ხასიათდებიან. ეს ცვლილებები განპირობებულია მზარდი და ფართოდ ხელმისაწვდომი კერძო კაპიტალით და „de-equitization“-ის ფენომენით, რაც თავის მხრივ გამოწვეულია სასესხო დაფინანსების ნაკლებ ხარჯიაონობით, სააქციო ბაზრებზე მცირე ზომის ემისიების წილის შემცირებით და საფონდო ბირჟებს შორის მწვავე კონკურენციით;
- ემპირიული ფაქტები აჩვენებს, რომ მსხვილი საფონდო ბირჟები თანდათანობით შთანთქავენ საერთაშორისო ემისიებს და ნაკლებად განვითარებულ ბაზრებს. შესაბამისად, მაღალი ლიკვიდურობის მქონე ბაზრები უფრო მიმზიდველი ხდება. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში საგრძნობლად გაიზარდა ადგილობრივი საფონდო ბირჟების საერთაშორისო / რეგიონალური კონსოლიდაცია, თუმცა მცირე რეგიონებისთვის/ბაზრებისთვის კვლავ რთულია სასურველი შედეგების მიღწევა;
- გლობალური ფინანსური კრიზისიდან მოყოლებული, განვითარებულ და განვითარებად/მცირე ქვეყნებში გაიზარდა არაფინანსური კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარი, თუმცა კომპანიების უმრავლესობისათვის კერძო სესხები დაფინანსების მთავრ წყაროდ რჩება.
- მცირე ზომის ქვეყნებში ობლიგაციების ბაზრები ხასიათდება ემიტენტების და უცხოური ვალუტების მაღალი კონცენტრაციით და რეზიდენტების მიერ გამოშვებული ობლიგაციები ძირითადად ივაჭრება საერთაშორისო ბაზრებზე. ადგილობრივი აქციების ბაზრებიც ჯერ კიდევ სუსტადაა განვითარებული და ხასიათდება შედარებით დაბალი ლიკვიდურობით.
- ემპირიული ფაქტები ასევე აჩვენებს რომ ადგილობრივი აქციების და ობლიგაციების ბაზრის განვითარების დონე მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული ბაზრის ზომაზე (მსხვილი, მასშტაბური კორპორაციების რაოდენობა და ინსტიტუციური და უცხოელი ინვესტორების ზომა).



## კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის ძირითადი მიმართულებები მცირე ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში

- მუდმივად დაბალმა გლობალურმა საპროცენტო განაკვეთებმა განვითარებადი და მცირე ზომის ქვეყნებისთვის მაღალრისკიან დაფინანსებაზე წვდომის შესაძლებლობა გააჩინა. გამომდინარე იქედან რომ, ბაზრის მცირე ზომა მთავარ შემაფერხებელ ფაქტორად რჩება, კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიები ფოკუსირებული უნდა იყოს ცალკეულ ინსტრუმენტებზე/საშუალებებზე, რათა მოხდეს ამ გამოწვევის გადალახვა;
- საინვესტიციო ფონდების ბაზრის განვითარების მხარდაჭერამ, შესაძლოა მაღალრისკიანი კაპიტალის დეფიციტის პრობლემა გადაჭრას და მასშტაბის ზრდის საშუალებით გააუმჯობესოს ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობა (უზრუნველყოფილი ობლიგაციების ფონდები, ობლიგაციების ფონდები, ა.შ.)
- არაორგანული ზრდის მოდელები (რეგიონალური/საერთაშორისო ფინანსურ ცენტრად ტრანსფორმაცია ან უცხოურ ლიკვიდურ ბაზრებთან კონსოლიდაცია) და რეგიონალურ დონეზე მასშტაბის ეკონომია შესაძლოა ქმედითი გამოსავალი იყოს მცირე ზომის საფონდო ბირჟებისთვის.
- ადგილობრივი ბაზრების სპეციფიკურობის გათვალისწინებით, სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია რელევანტური ჰეჯირების ინსტრუმენტების/მექანიზმების მხარდაჭერა.
- ფინანსური განათლება (პოტენციური ემიტენტების და ინვესტორების) გრძელვადიანი სტრატეგიის მნიშვნელოვანი კომპონენტია. ამ ამოცანის მხარდაჭერა შესაძლოა განხორციელდეს ვაჭრობადი და შედარებით ურისკო ადგილობრივი ინსტრუმენტების დანერგვით (ბანკის მიერ გამოშვებული სასერტიფიკატო დეპოზიტები, საცალო სამთავრობო ფასიანი ქაღალდები და ა. შ.)



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

კითხვების შემთხვევაში, მოგვწერეთ:  
[cm.corporate@nbg.gov.ge](mailto:cm.corporate@nbg.gov.ge)