



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

საქართველოს კაპიტალის ბაზრის მიმოხილვა

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის
დეპარტამენტი

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისა და კვლევის
განყოფილება

კვ2, 2026

შინაარსი

1. საქართველოს ობლიგაციების ბაზარი
 1. ადგილობრივი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი
 2. ადგილობრივი არასამთავრობო ობლიგაციების ბაზარი
 3. ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი
2. მსგავსი ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების ბაზრების შედარება
 1. ობლიგაციების ბაზარი
 2. აქციების ბაზარი
3. ინვესტორთა ბაზა და აქტივობა მეორად ბაზარზე
4. ლარის საპროცენტო განაკვეთების გარემო
5. ფინანსური სექტორი
 1. ფინანსური სექტორის მიმოხილვა
 2. საინვესტიციო ფონდები
 3. საქართველოს საპენსიო ფონდი
6. საქართველოს არაფინანსური კორპორაციების დაფინანსების წყაროები

განმარტებები

BIS -----	ანგარიშსწორების საერთაშორისო ბანკი;
EBRD -----	ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი;
IFI -----	საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები
სებ -----	საქართველოს ეროვნული ბანკი
სსბ -----	საქართველოს საფონდო ბირჟა
სფს -----	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

საქართველოს ობლიგაციების ბაზარი

ადგილობრივი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი¹

აქტიური სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი კრიტიკულად მნიშვნელოვანია კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის:

სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობის მრუდი მნიშვნელოვანი ბენჩმარკია კორპორაციული ობლიგაციების ფასწარმოქმნისთვის.

ჩვეულებრივ, სახაზინო ობლიგაცია, როგორც ყველაზე ნაკლებად რისკიანი ფასიანი ქაღალდი ქვეყანაში, საბანკო დეპოზიტის პირველი ფინანსური ალტერნატივაა ინვესტორებისთვის.

როგორც წესი, პირველ რიგში ინვესტიციის ალტერნატივად თავს იმკვიდრებს სახაზინო ობლიგაცია, რასაც მოჰყვება ინვესტორების დანაშოგების განთავსება შედარებით უფრო რისკიან აქტივებში, მაგალითად, როგორიცაა კორპორაციული ობლიგაციები.

ადგილობრივი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ბოლო წლებში მნიშვნელოვნად გაიზარდა:

ადგილობრივი სახაზინო ობლიგაციების ნაშთი 2025 წლის ბოლოს არსებული 11.4 მილიარდი ლარიდან 2026 კვ-2 ბოლოს 12.4 მილიარდ ლარამდე გაიზარდა. 2025 წლის ბოლოს ბაზრის ზომა მშპ-ს დაახლოებით 11%-ს შეადგენდა (იხ. გრაფიკი 1).

გრაფიკი 1: ადგილობრივი სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი, ნაშთი



¹ მოცემული თავის ქვეშ, წარმოდგენილია მხოლოდ ადგილობრივ ბაზარზე ლარში გამოშვებული სახაზინო სავალდებულო ფასიანი ქაღალდები. შესაბამისად, იგი არ მოიცავს საზღვარგარეთ სფს-ის მიერ გამოშვებულ 500 მილიონი დოლარის ღირებულების ევროობლიგაციას.

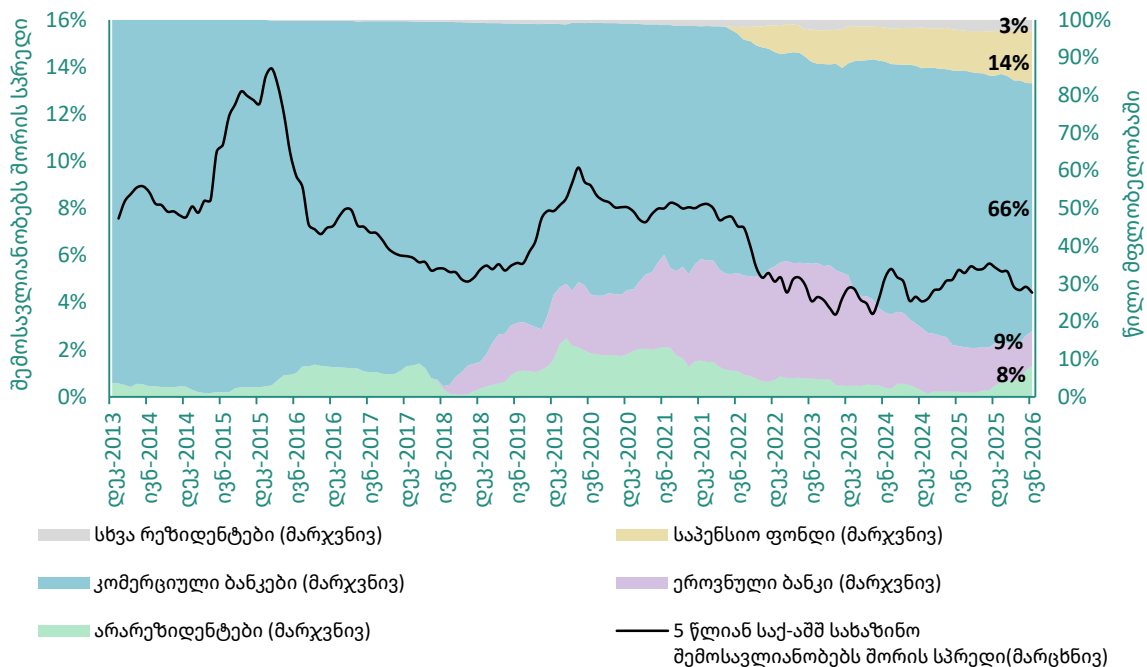
სახაზინო ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა ხასიათდება ინსტიტუციური ინვესტორების მაღალი წილითა და ბოლო პერიოდში, არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდადი ტენდენციით:

სახაზინო ფასიანი ქაღალდების უმეტეს ნაწილს კვლავ კომერციული ბანკები, ეროვნული ბანკი² და საპენსიო ფონდი ფლობენ, რომელთა ჯამური წილი 2026 კვ2-ის ბოლოს 89%-ს შეადგენდა (იხ. გრაფიკი 2). აღნიშნული ინვესტორები, როგორც წესი, ამჯობინებენ ობლიგაციების ფლობას ვადის გასვლამდე, რის გამოც, სავაჭრო აქტივობა მეორად ბაზარზე არის დაბალი.

აღნიშნული ფაქტორი გარკვეულწილად აფერხებს სახაზინო ობლიგაციების მიერ ბენჩმარკის როლის ეფექტურად შესრულების ფუნქციას კორპორაციული ობლიგაციების საბაზრო ფასის დადგენისთვის.

არარეზიდენტი ინვესტორების წილი, რომელიც 2025 წლის კვ2-ის ბოლომდე შემცირების ტენდენციით ხასიათდებოდა და დაახლოებით 1%-ს შეადგენდა, ბოლო ერთი წლის განმავლობაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა. მათი წილი 2025 წლის ბოლოსთვის დაახლოებით 3%-მდე, ხოლო 2026 კვ2-ის ბოლოსთვის 8%-მდე გაიზარდა³.

გრაფიკი 2: სახაზინო ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა



წყარო: სეზ, სფს

² ეროვნული ბანკი, 2018 წლიდან 2023 წლამდე, ღია ბაზრის ოპერაციების ფარგლებში ახორციელებდა სახაზინო ობლიგაციების შესყიდვას მეორად ბაზარზე.

³ არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდა ნაწილობრივ განპირობებული იყო 2026 წლის მაისში საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სინდიკატის მეთოდით 400 მლნ ლარის ობლიგაციების ემისიით. თუმცა, არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდის ტენდენცია აღნიშნული ობლიგაციების ემისიამდეც შეინიშნებოდა და აპრილის მდგომარეობით 5%-ს მიაღწია

ადგილობრივი არასამთავრობო ობლიგაციების ბაზარი

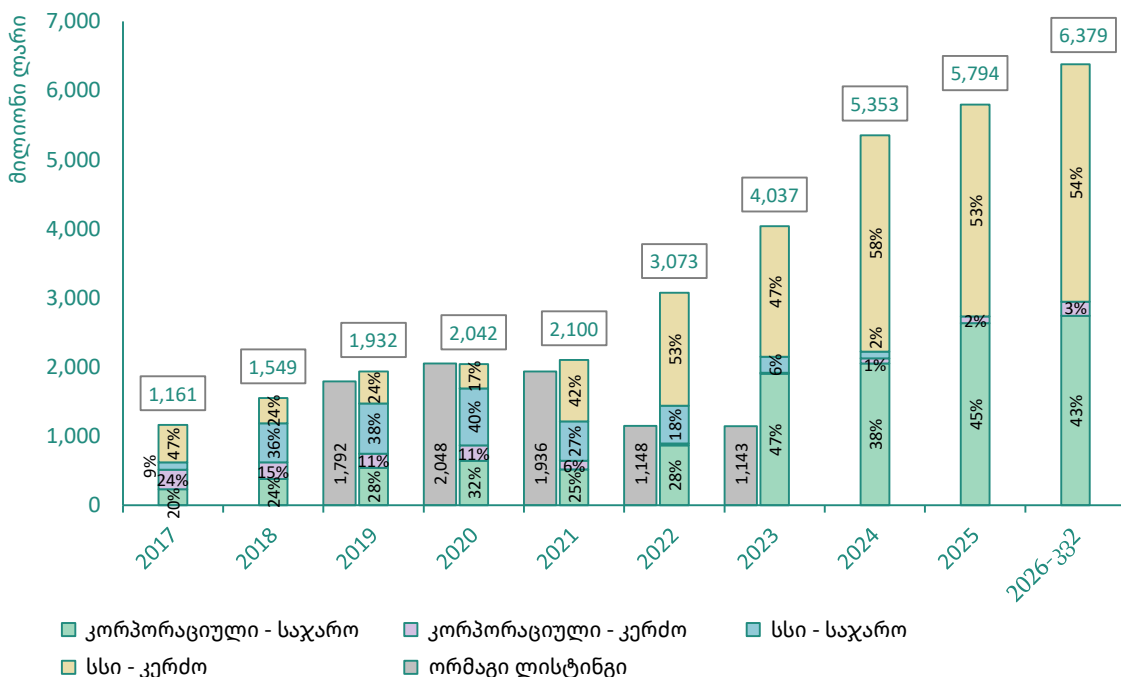
ადგილობრივი არასამთავრობო ობლიგაციების ბაზარი, 2014-2025 წლებში მნიშვნელოვნად, 106 მილიონი ლარიდან, 6.4 მილიარდ ლარამდე, გაიზარდა:

საჯარო კორპორაციული და IFI ობლიგაციები ჯამურად მთლიანი არასამთავრობო ობლიგაციების 97%-ს შეადგენს (43% და 54%, შესაბამისად).

დალისტული კორპორაციული ობლიგაციების უპირატესობები (საგადასახადო შეღავათები, გამჭვირვალობა, ლიკვიდურობა და სხვა) კერძო ემისიებს⁴ ნაკლებად მიმზიდველს ხდის.

ისტორიულად, მხოლოდ სამი ემისია (რომელიც თავდაპირველად უცხოურ ბაზრებზე იყო გამოშვებული) იყო ორმაგად დალისტული საქართველოს ბაზარზე. აღნიშნული ემისიები განხორციელდა 2019 წელს, ჯამური ღირებულებით დაახლოებით 1.8 მილიარდი ლარი.

გრაფიკი 3: არასამთავრობო ობლიგაციები, ნაშთი



წყარო: სებ

⁴ მონაცემები მოიცავს მხოლოდ იმ კერძო კორპორაციულ ობლიგაციებს, რომელთაც სებ-ისგან მინიჭებული აქვს ISIN

ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი

ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი 2022 წლის მეორე ნახევრიდან გადავიდა აქტიური ზრდის ფაზაში:

2022–2023 წლებში CMS⁵ პროგრამის მხარდაჭერით 7-მა ემიტენტმა ჯამურად 450 მლნ ლარის კორპორაციული ობლიგაციები განთავსა.

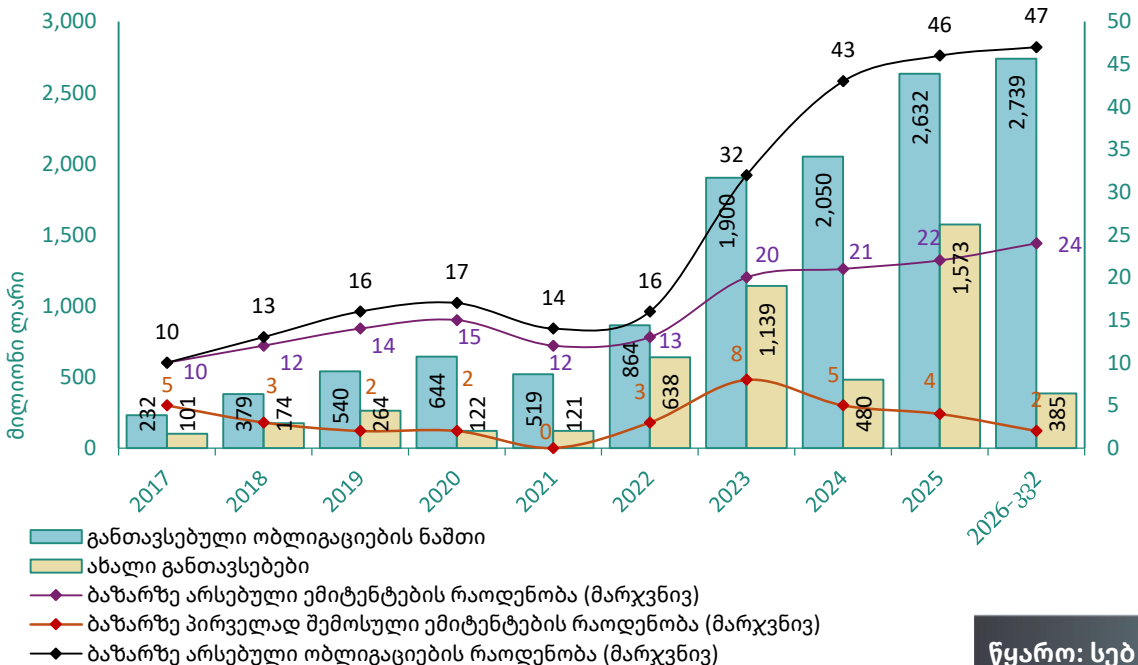
აღნიშნული პერიოდის განმავლობაში საჯაროდ 1.8 მლრდ ლარის ობლიგაციები განთავსდა, რის შედეგადაც 2023 წლის ბოლოს ბაზრის ზომამ 1.9 მლრდ ლარს, მშპ-ის 2.3%-ს მიაღწია (იხ. გრაფიკები 4 და 5).

2023 წლის მაღალი აქტივობის შემდეგ, 2024 წელს საემისიო აქტივობა შემცირდა, თუმცა 2025 წელს მკვეთრად აღდგა და ისტორიულ მაქსიმუმს მიაღწია:

2024: 11-მა ემიტენტმა გამოუშვა 21 ახალი ობლიგაცია, ჯამურად 480 მლნ ლარი, საიდანაც 236 მლნ ლარი (49%) აწარმოე საქართველოს⁶ კაპიტალის ბაზრის მხარდაჭერის სახელმწიფო პროგრამის⁷ დახმარებით განთავსდა.

2025: 14-მა ემიტენტმა გამოუშვა 20 ახალი ობლიგაცია, ჯამურად 1.57 მლრდ ლარი, საიდანაც 668 მლნ ლარი (42%) ამავე პროგრამის მხარდაჭერით განთავსდა.

გრაფიკი 4: ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი



⁵ კაპიტალის ბაზრის მხარდაჭერის პროგრამა (CMS) განხორციელდა ევროკავშირის დაფინანსებით, ეროვნული ბანკის თანაინიციატივითა და EBRD-ის ორგანიზებით. პროგრამის ფარგლებში დაფინანსდა ობლიგაციის გამოშვებასთან დაკავშირებული ხარჯები (მათ შორის საკრედიტო რეიტინგის ხარჯები), ჩატარდა საგანმანათლებლო სესიები (სულ 8), რომლებიც მიზნად ისახავდა ემიტენტების ცნობიერების ამაღლებას.

⁶ 2026 წლის 22 მაისიდან, სსიპ „აწარმოე საქართველო“-ს უფლებამოსილებით/სამართალმემკვიდრეს წარმოადგენს სს „საქართველოს ეკონომიკის განვითარების კორპორაცია“.

⁷ აღნიშნული პროგრამის ფარგლებში ფინანსდება საბროკერო კომპანიისთვის ასანაზღაურებელი მომსახურების საფასური და საკრედიტო რეიტინგის მოპოვებასთან დაკავშირებული ხარჯები

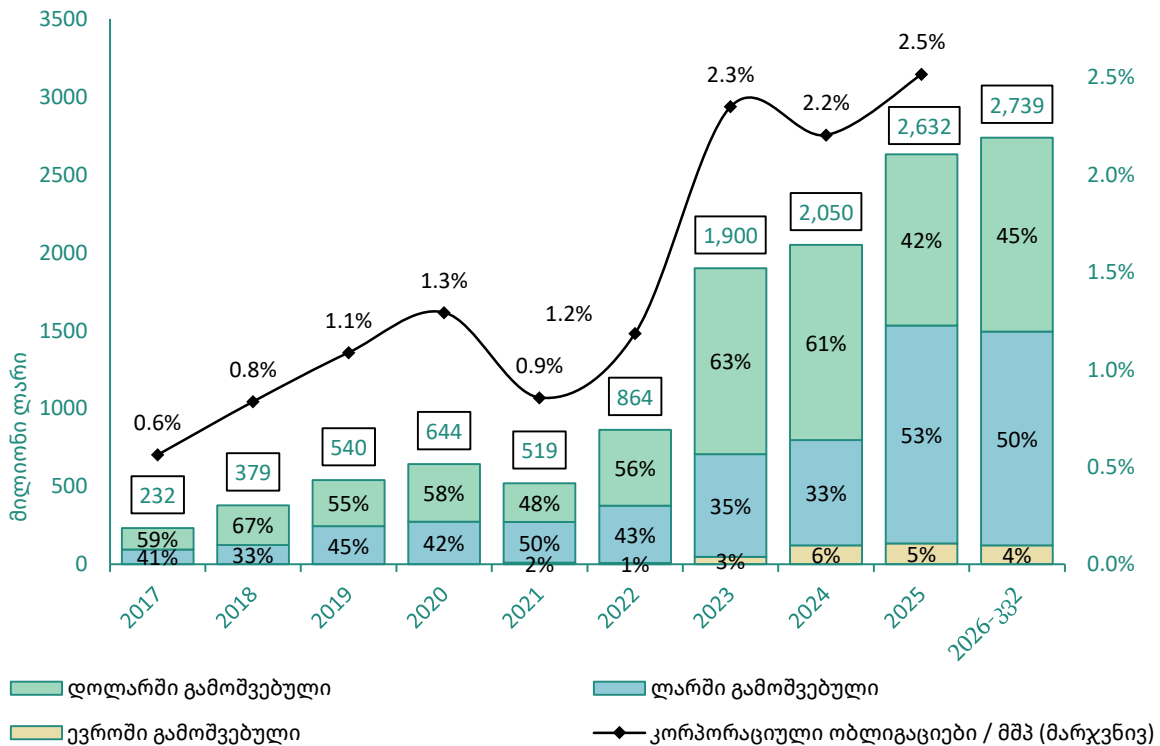
საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარმა განაგრძო ზრდა 2026 წლის პირველ ნახევარშიც და მიაღწია 2.74 მილიარდ ლარს:

2026 წლის პირველ ნახევარში, 5 ემიტენტის მიერ საჯარო შეთავაზების გზით გამოშვებული 8 ობლიგაციის ჯამურმა ღირებულებამ შეადგინა 385 მილიონი ლარი (იხ. გრაფიკი 4), რაც 2.6-ჯერ აღემატება 2025 წლის ანალოგიური პერიოდის მაჩვენებელს, 150 მილიონ ლარს.

ახალი ემისიების 49% (ღირებულებით), რაც შეადგენდა დაახლოებით 190 მილიონ ლარს, განხორციელდა აწარმოე საქართველოს⁶ პროგრამის მხარდაჭერით.

2025 წლის ბოლოსთან შედარებით, 2026 კვ2-ის ბოლოსთვის, ობლიგაციების ნაშთი 2.63 მილიარდი ლარიდან 2.74 მილიარდ ლარამდე გაიზარდა, მიმოქცევაში არსებული ობლიგაციების რაოდენობა 46-დან 47-მდე, ხოლო ემიტენტების რაოდენობა 22-დან 24-მდე გაიზარდა (იხ. გრაფიკი 4).

გრაფიკი 5: ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციები ვალუტების მიხედვით, ნაშთი



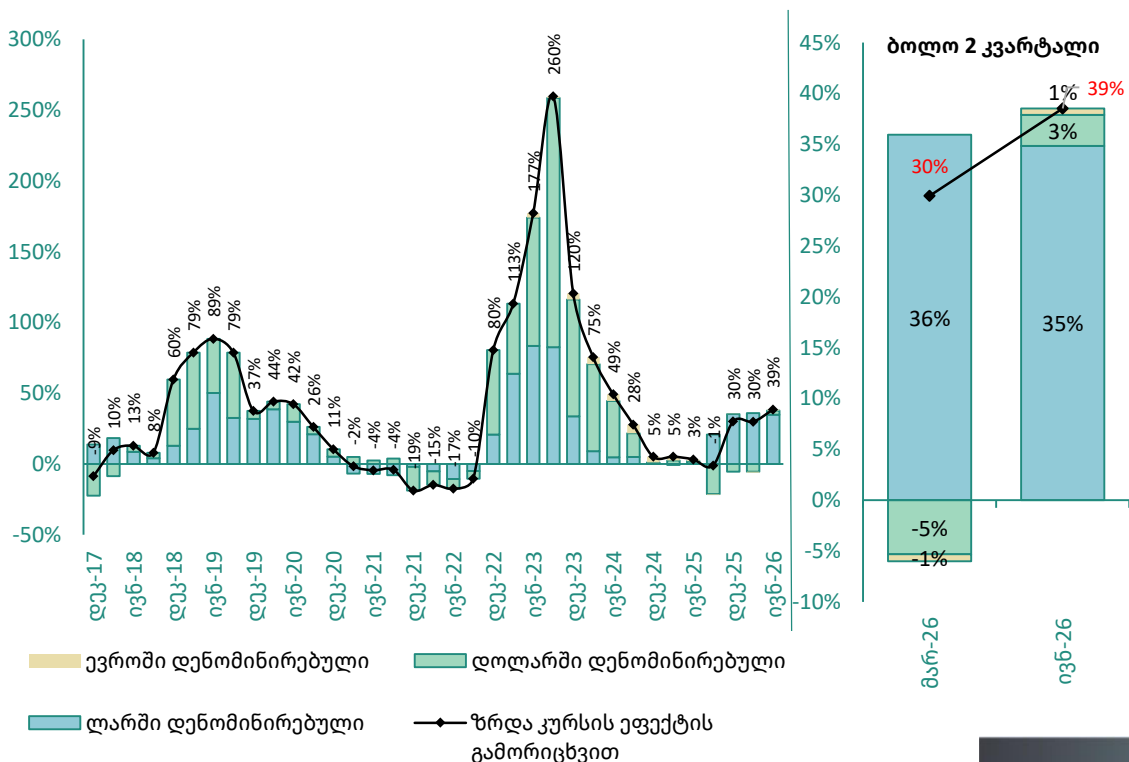
წყარო: სებ

2026 წლის მეორე კვარტალში საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთი წლიურად 39%-ით გაიზარდა (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, წინა წლის ანალოგიურ პერიოდთან შედარებით) და ვალუტის ჭრილში მეტად დაბალანსებული გახდა:

ზრდის მთავარი წყარო ლარში დენომინირებული ობლიგაციები იყო, რომელთა წვლილმაც მთლიან ზრდაში 35 პროცენტული პუნქტი შეადგინა (იხ. გრაფიკი 6).

2026 კვ2-ის ბოლოს, საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების 2.74 მლრდ ლარის ნაშთიდან დაახლოებით 1.37 მლრდ ლარი (50%) ლარში იყო დენომინირებული (იხ. გრაფიკი 5).

გრაფიკი 6: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის წლიური ზრდის დეკომპოზიცია ვალუტების მიხედვით, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით



წყარო: სეპ

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის დამატებითი მახასიათებლები:

ვადიანობის პროფილი: მნიშვნელოვნად განსხვავდება გამოშვების ვალუტის მიხედვით:

- **უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული:** ხასიათდება შედარებით მოკლევადიანი ემისიებით (იხ. გრაფიკი 7). ზოგადად შეიძლება ითქვას, რომ ბაზარზე მოკლევადიანი ემისიების მაღალი წილი დადებით კავშირშია ბაზრის არალიკვიდურობასთან. ეს თანხვედრაშია იმ მოსაზრებასთან, რომ, როგორც წესი, არალიკვიდურ ბაზრებზე (გვ.19) ლიკვიდურობის პრემია ვადიანობის ზრდასთან ერთად მკვეთრად იზრდება.
- **ლარში გამოშვებული ობლიგაციები:** ემისიები უმეტესად გრძელვადიანია (იხ. გრაფიკი 7), რაც შესაძლოა დაკავშირებული იყოს ამ სეგმენტში ინსტიტუციონალური ინვესტორების დომინირებასთან.

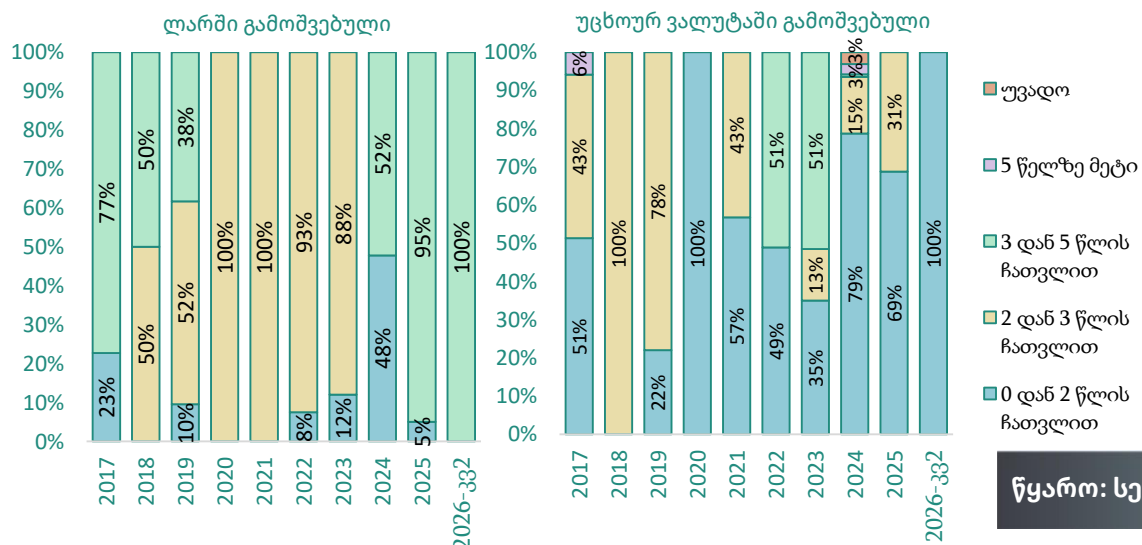
საკრედიტო რეიტინგი: რეიტინგი დაკავშირებულია ხარჯებთან, შესაბამისად მათი მოპოვება როგორც წესი ინვესტორთა მოთხოვნითაა განპირობებული.

- ძირითადად, საკრედიტო რეიტინგები მინიჭებული აქვთ იმ ემიტენტებს, რომელთა ობლიგაციებიც **განთავსებულია ლარში** (იხ. გრაფიკი 8), რადგან, როგორც წესი, ამას ინვესტორები, კომერციული ბანკები და საქართველოს საპენსიო ფონდი, მოითხოვენ (მაგ. მარეგულირებელ მოთხოვნებთან შესაბამისობისთვის).
- **უცხოურ ვალუტაში** დენომინირებული ობლიგაციების ინვესტორთა ბაზა მეტად დივერსიფიცირებულია (იხ. გრაფიკი 19), რის გამოც საკრედიტო რეიტინგზე მოთხოვნა ისტორიულად შედარებით დაბალია (იხ. გრაფიკი 8).

2026 წლის პირველ ნახევარში უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული ობლიგაციების 87% რეიტინგის მქონე ემიტენტებზე მოდიოდა, რაც ძირითადად ორი უკვე რეიტინგის მქონე ემიტენტის მიერ განხორციელებულ ემისიებს უკავშირდებოდა, რომელთაც მანამდე ლარში დენომინირებული ობლიგაციებიც ჰქონდათ გამოშვებული. ამ ეტაპზე ბაზარზე საერთო ტენდენციის ცვლილება არ შეინიშნება.

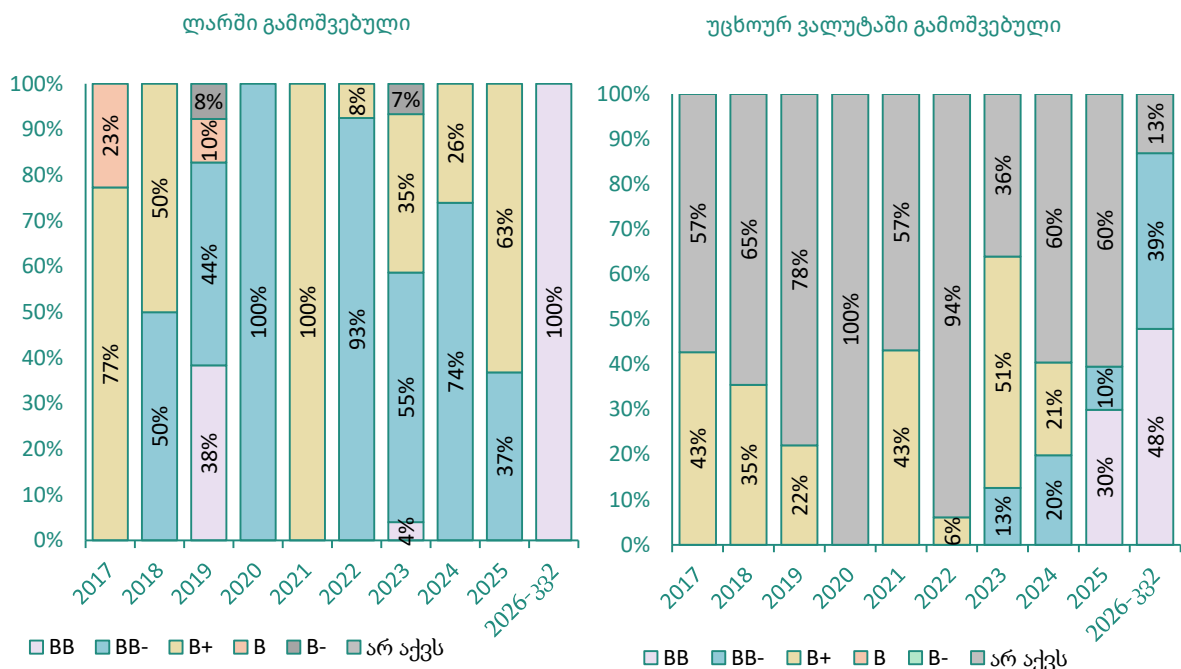
GSSS⁸ სტატუსი: ობლიგაციების (ნაშთი) 42%-ს გააჩნია GSSS-სტატუსი (იხ. გრაფიკი 9).

გრაფიკი 7: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები ვადიანობის მიხედვით

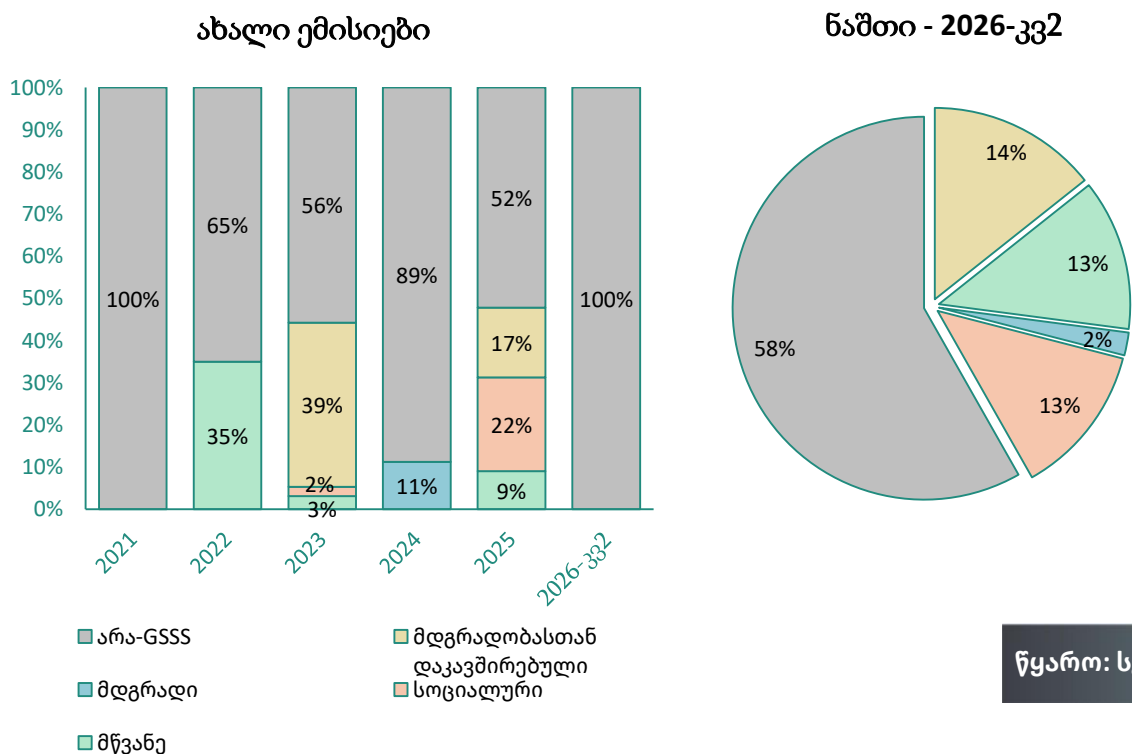


⁸ GSSS – (Green, Social, Sustainable and Sustainability Linked) მწვანე, სოციალური, მდგრადი და მდგრადობასთან დაკავშირებული

გრაფიკი 8: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები ემიტენტის საკრედიტო რეიტინგების მიხედვით



გრაფიკი 9: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების განაწილება GSSS სტატუსის მიხედვით



წყარო: სეპ

სექტორული განაწილება: ობლიგაციების ბაზრის სექტორული დივერსიფიკაცია მუდმივად უმჯობესდება (იხ. გრაფიკი 10).

- 2018 წლის განმავლობაში ობლიგაციები 4 ეკონომიკური სექტორიდან იყო გამოშვებული. რაც 2022 წელს 6, ხოლო 2023 წელს 10 სექტორამდე გაიზარდა.
- 2026 წლის მეორე კვარტლის ბოლოს, ნაშთის მიხედვით, ობლიგაციები წარმოდგენილი იყო 14 სექტორიდან; თუმცა, მთლიანი ნაშთის თითქმის 47%-ს იკავებდა 3 სექტორი: სხვა ფინანსური სერვისები, ავტომობილები და ჯანდაცვის აქტივობები.

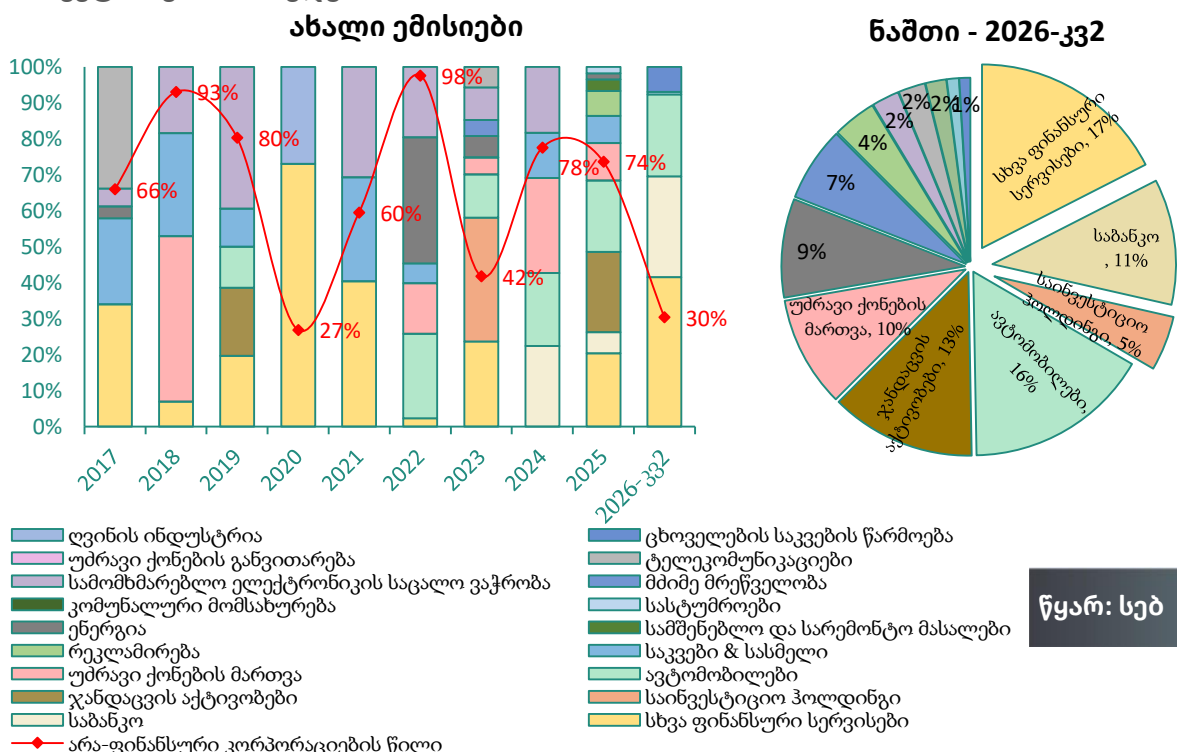
მოზიდული სახსრების მიზნობრიობა⁶ ძირითადად, კვლავ საბანკო სესხებისა და ობლიგაციების რეფინანსირება წარმოადგენს, რაც ობლიგაციების მზარდი ბაზრისთვის ბუნებრივია.

- 2023 წლიდან იზრდება იმ ემისიების წილი, რომელთა მიზანს მხოლოდ ბიზნესის გაფართოებისა და კაპიტალური დანახარჯების დაფინანსება წარმოადგენს. ასეთი ემისიების წილმა 2026 წლის პირველ ნახევარში 28%-ს მიაღწია (იხ. გრაფიკი 11).

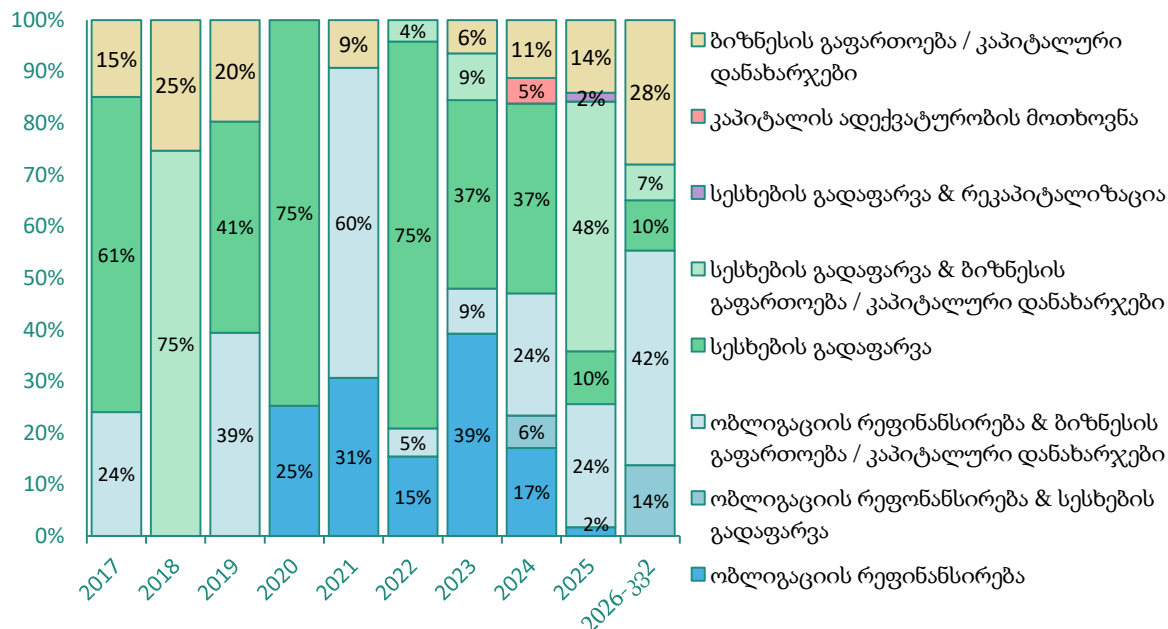
შემოსავლების კატეგორია⁷: ადრეულ წლებში ახალი ემისიების ღირებულების ყველაზე დიდი წილი II კატეგორიის ემიტენტებზე (20–100 მლნ ლარი) მოდიოდა, ხოლო 2024 წლიდან I კატეგორიის ემიტენტები (>100 მლნ ლარი) დომინირებენ. ამას ნაწილობრივ ისიც განაპირობებს, რომ საჯარო ემისია მცირე კომპანიებისთვის შედარებით უფრო ხარჯიანია, მათ შორის გამჭვირვალობის, კორპორაციული მართვისა და მიმდინარე ინფორმაციის გამჟღავნების მოთხოვნების გამო.

- 2026 წლის პირველ ნახევარში ხუთივე ემიტენტი I ან II კატეგორიას მიეკუთვნებოდა: სამი — II, ხოლო ორი — I კატეგორიას. ემისიების ღირებულების მიხედვით მათი წილი თითქმის თანაბარი იყო — შესაბამისად, 49% და 51% (იხ. გრაფიკი 12).

გრაფიკი 10: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების განაწილება სექტორების მიხედვით

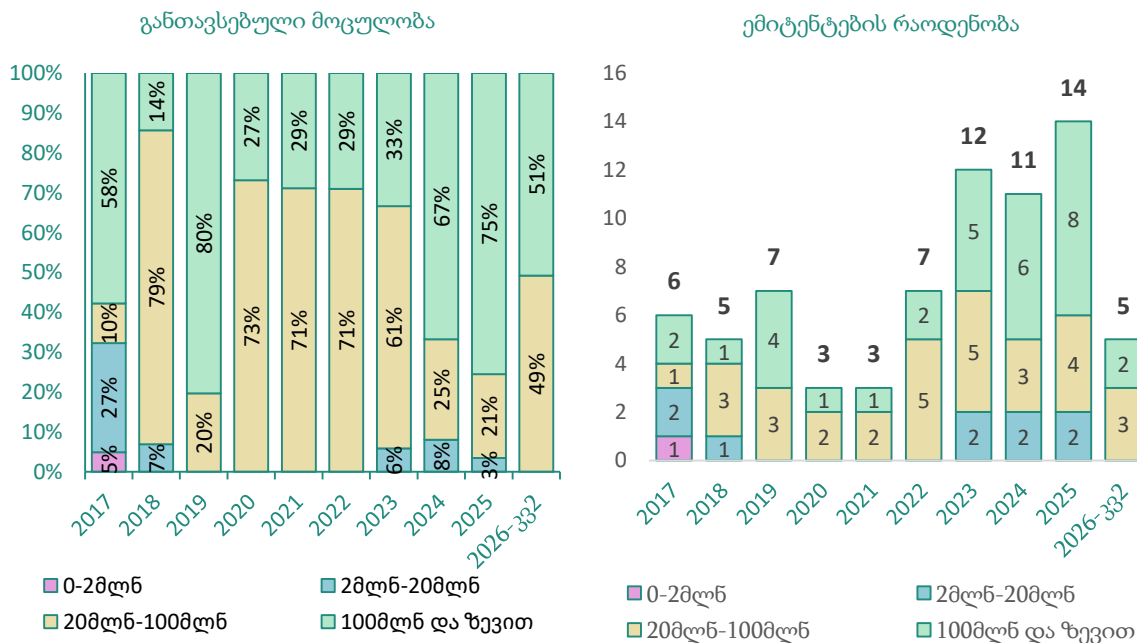


გრაფიკი 11: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები მოზიდული სახსრების ძირითადი მიზნობრიობის მიხედვით⁹



წყარო: სებ

გრაფიკი 12: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები ემიტენტების ძირითადი შემოსავლების მიხედვით¹⁰



წყარო: სებ

⁹ მოზიდული სახსრების გამოყენების მიზნობრიობა ასახავს ობლიგაციების პროსპექტებში მითითებულ განზრახვებს; ამ პრეზენტაციის მიზნებისთვის მიღებული სახსრების ფაქტობრივი გამოყენება არ გადამოწმებულია.

¹⁰ ობლიგაციის გამოშვების თარიღისთვის ხელმისაწვდომი ბოლო აუდიტირებული ფინანსური ანგარიშგებების მიხედვით.

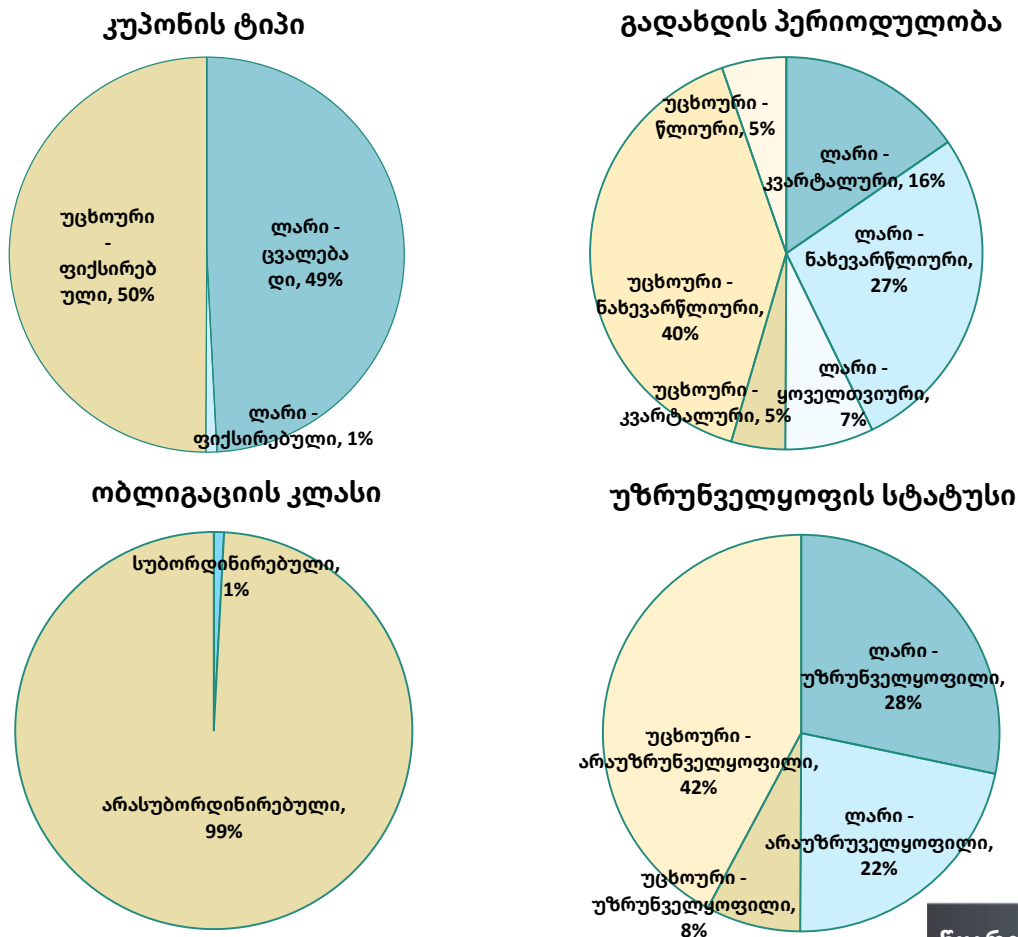
კუპონის ტიპი და გადახდის პერიოდულობა განსხვავდება ვალუტების მიხედვით.

- ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციები ძირითადად ცვალებადი კუპონით ხასიათდება და გადახდა უმეტეს შემთხვევაში ნახევარწლიურად ან კვარტალურად ხდება, ხოლო უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ობლიგაციების შემთხვევაში კუპონი ძირითადად ფიქსირებულია და გადახდა უმეტესად ნახევარწლიურად ხორციელდება (იხ. გრაფიკი 13).

ობლიგაციების კლასი და უზრუნველყოფის სტატუსი: ადგილობრივ ბაზარზე არსებული კორპორაციული ობლიგაციები თითქმის მთლიანად არასუბორდინირებულია, თუმცა უზრუნველყოფის სტატუსი ვალუტების მიხედვით განსხვავდება.

- 2026 წლის II კვარტლის ბოლოს, უზრუნველყოფილი ობლიგაციების წილი ლარში დენომინირებული ობლიგაციების ნაშთის 56.5%-ს, ხოლო უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ობლიგაციების ნაშთის 15.5%-ს შეადგენდა.

გრაფიკი 13: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების მახასიათებლები. ნაშთი - 2026 კვ2



მსგავსი ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების ბაზრების შედარება

ობლიგაციების ბაზარი

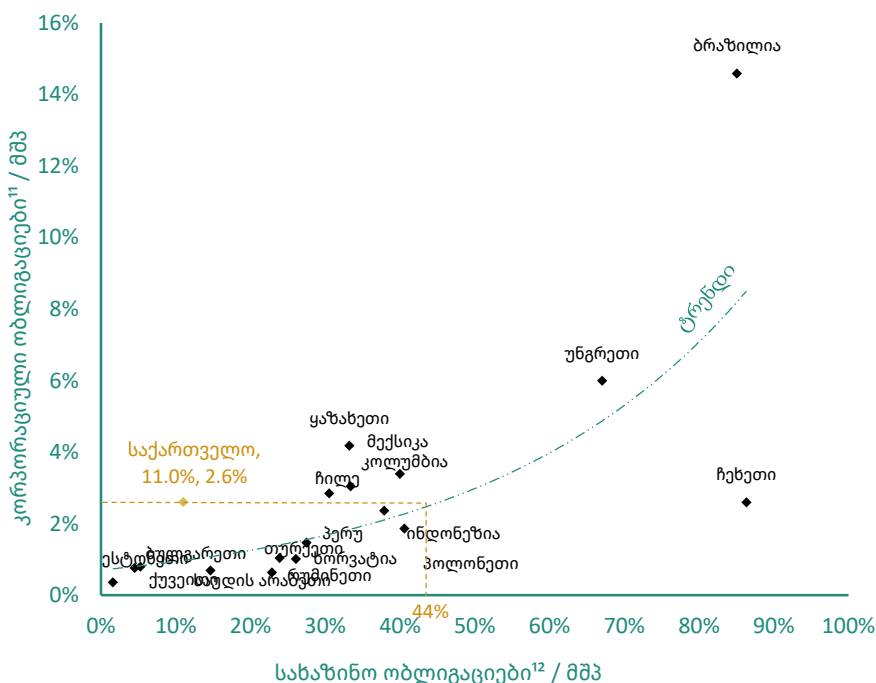
სახაზინო ობლიგაციების ბაზარს საქართველოში ზრდის მნიშვნელოვანი პოტენციალი გააჩნია:

კორპორაციული ობლიგაციებისა და სახაზინო ობლიგაციების ბაზრებს შორის არსებობს დადებითი ექსპონენციალური ურთიერთკავშირი.

ქვეყნების უმეტესობაში სახაზინო ობლიგაციების ბაზრის ზომა მკვეთრად აღემატება კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ზომას.

თუ ვივარაუდებთ, რომ განვითარებად ქვეყნებში არსებული ტენდენცია სახაზინო და კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრებს შორის ოპტიმალურ თანაფარდობას ასახავს, 2025 წლის ბოლოს საქართველოში სახაზინო ობლიგაციების მოცულობა მშპ-ის დაახლოებით 44%-ს უნდა შეადგენდეს, რაც ფაქტობრივ 11%-იან მაჩვენებელს დაახლოებით ოთხჯერ აღემატება (იხ. გრაფიკი 14).

გრაფიკი 14: კორპორაციული Vs. სახაზინო ობლიგაციები (2025)



წყარო: სებ, Bloomberg

¹¹ ადგილობრივ ბაზარზე ადგილობრივი და უცხოური კომპანიების მიერ ნებისმიერ ვალუტაში საჯაროდ გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები (IFI-ის და ორმაგი ლისტინგის გამოკლებით).

¹² სახაზინო ობლიგაციები მოიცავს, ცენტრალური ან/და რეგიონალური მთავრობების მიერ ქვეყნის ფარგლებში გამოშვებულ სავალო ფასიან ქაღალდებს, მიუხედავად გამოშვების ვალუტისა

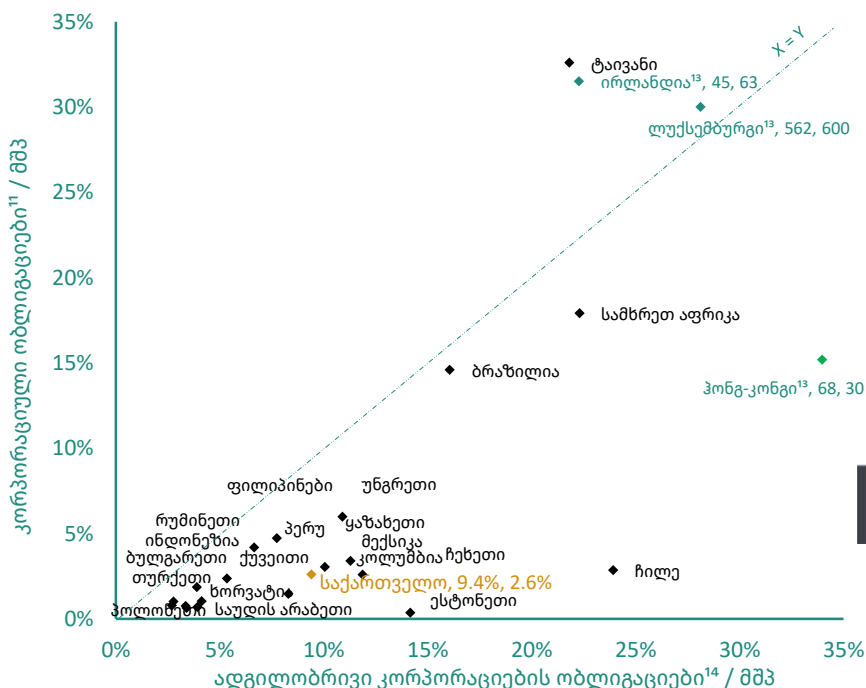
ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის პარალელურად მოსალოდნელია ქართული კომპანიების ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე დაბრუნება:

განვითარებად ქვეყნებში, ადგილობრივი კომპანიების მიერ ადგილობრივ და საერთაშორისო ბაზარზე ჯამურად გამოშვებული ობლიგაციები უმეტესად აჭარბებს ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების¹¹ ბაზრის ზომას (იხ. გრაფიკი 15).

ზემოაღნიშნულისგან განსხვავებით, ისეთ რეგიონალურ ჰაბებში, როგორიცაა ირლანდია, ლუქსემბურგი და ტაივანი (რომლებიც 45⁰-იანი ღერძის ზემოთ მდებარეობენ), ადგილობრივი ბაზარი უფრო მეტ კორპორაციულ ობლიგაციას იზიდავს უცხოეთიდან, ვიდრე ადგილობრივი კომპანიები უშვებენ საზღვარგარეთ.

გრაფიკ 15-ზე საქართველო 45⁰-იანი ღერძის ქვევით მდებარეობს.

გრაფიკი 15: ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი Vs. ადგილობრივი კომპანიების ობლიგაციები (2025)



წყარო: სებ, Bloomberg

¹³ ვიზუალის კარგად აღსაქმელად, ლუქსემბურგის, ირლანდიის და ჰონგ-კონგის მაჩვენებლები პროპორციულად არის შემცირებული, ზუსტი მონაცემები გრაფიკზე უწერიათ ამ ქვეყნებს სახელების გვერდით.

¹⁴ ადგილობრივი კორპორაციების მიერ ადგილობრივ და საერთაშორისო ბაზარზე ნებისმიერ ვალუტაში, საჯაროდ გამოშვებული ობლიგაციები.

აქციების ბაზარი

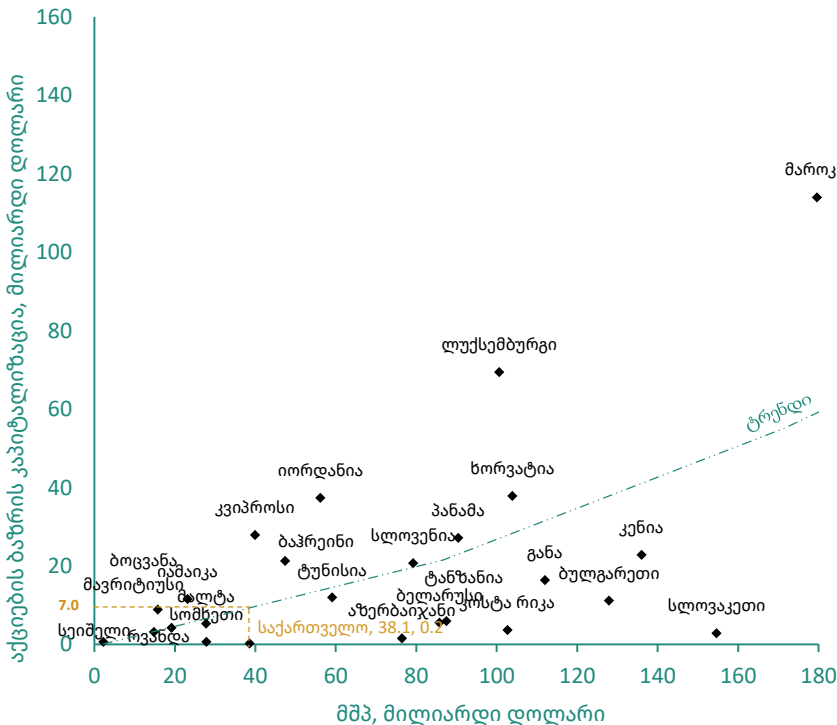
საქართველოს საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული აქციების ჯამური კაპიტალიზაცია მნიშვნელოვნად დაბალია ქვეყნის ეკონომიკის ზომასთან შედარებით:

2025 წლის ბოლოს, ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული იყო ორი კომპანიის აქცია, 631 მილიონი ლარის (234 მილიონი დოლარი)¹⁵ ჯამური კაპიტალიზაციით.

მშპ-სა და აქციების ბაზრის კაპიტალიზაციას შორის არსებობს დადებითი კორელაცია (იხ. გრაფიკი 16).

თუ ვივარაუდებთ, რომ 79 ქვეყნის მონაცემებზე დაფუძნებული ტენდენცია მშპ-სა და აქციების ბაზრის ზომას შორის ოპტიმალურ თანაფარდობას ასახავს, 2025 წელს საქართველოს 38.1 მლრდ აშშ დოლარის მშპ-ის პირობებში, აქციების ბაზრის ზომა დაახლოებით 7 მლრდ აშშ დოლარს (18.9 მლრდ ლარს) უნდა შეადგენდეს, რაც ფაქტობრივ 234 მლნ აშშ დოლარის მაჩვენებელს დაახლოებით 30-ჯერ აღემატება.

გრაფიკი 16¹⁶: აქციების ბაზრის ზომა მშპ-სთან მიმართებით (2025)



წყარო: სებ, Bloomberg

¹⁵ აქციების ბაზრის კაპიტალიზაცია წინა „კაპიტალის ბაზრის მიმოხილვასთან“ (კვ2 2025) შედარებით მნიშვნელოვნად შემცირდა, რაც ძირითადად 2025 წლის მეორე ნახევარში სამი კომპანიის ბირჟიდან გასვლით იყო განპირობებული.

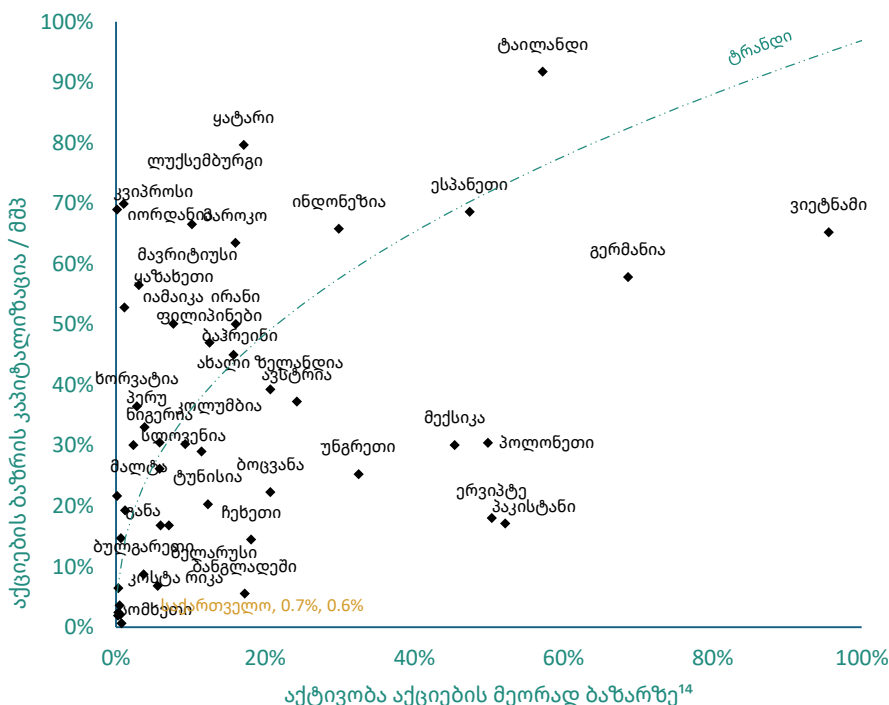
¹⁶ გრაფიკები 16&17 აგებულია 79 საფონდო ბირჟის მონაცემებით, გრაფიკები ვიზუალურად უკეთესად აღსაქმელად მოახლოებულია და არ უჩვენებს ყველა დაკვირვების წერტილს, თუმცა ტრენდების ასაგებად გამოყენებულია მთლიანი პოპულაცია.

აქციების ბაზრის მცირე ზომიდან გამომდინარე, მეორად ბაზარზე დაფიქსირებული აქტივობა უმნიშვნელო ზრდას აჩვენებს:

მიუხედავად იმისა, რომ აქციების ბაზრის ზომასა და ბაზარზე აქტივობას შორის კავშირი დადებითია, განვითარების საწყის ეტაპზე აქტივობა მეორად ბაზარზე აჩვენებს მხოლოდ უმნიშვნელო ზრდას.

საქართველოს აქციების ბაზრის აქტივობის მაჩვენებელი¹⁷ მხოლოდ 0.7%-ს შეადგენს, რაც განხილული 79 საფონდო ბირჟიდან ერთ-ერთი ყველაზე დაბალი მაჩვენებელია (იხ. გრაფიკი 17). თუმცა, ბაზრის ზომიდან გამომდინარე ეს არ არის გასაკვირი.

გრაფიკი 17¹⁶: აქციების ბაზრის ზომა Vs. აქტივობა მეორად ბაზარზე¹⁷ (2025)



წყარო: სუბ, Bloomberg

17. მეორადი ბაზრის აქტივობის მაჩვენებელი ითვლება, წლის განმავლობაში განხორციელებული ტრანზაქციების შეფარდებით 2024 და 2025 წლების საშუალო საბაზრო კაპიტალიზაციასთან.

ინვესტორთა ბაზა და აქტივობა მეორად ბაზარზე

სავალო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის აქტივობა მნიშვნელოვნად განსხვავდება ემისიის ვალუტისა და ემიტენტის ტიპის მიხედვით:

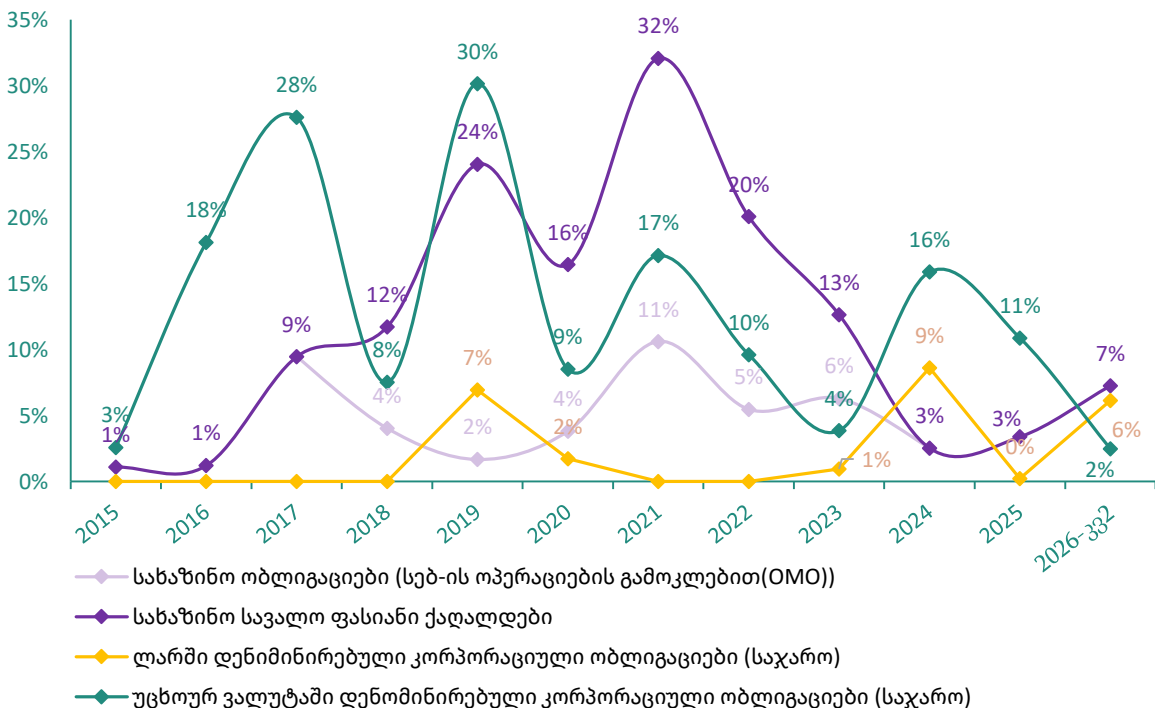
შედარებით მაღალი აქტივობით გამოირჩევა უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების მეორადი ბაზარი (იხ. გრაფიკი 18).

უმეტესწილად, შედარებით დაბალი აქტივობით ხასიათდება სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი

2018–2023 წლებში სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე მაღალი აქტივობა ძირითადად სებ-ის დია ბაზრის ოპერაციებით იყო განპირობებული.

ლარში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები მეორად ბაზარზე იშვიათად ივაჭრება (2024 და 2026 წლის მაღალი აქტივობა ერთჯერადი ტრანზაქციების შედეგია).

გრაფიკი 18: აქტივობა¹⁸ საქართველოს სავალო ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზრებზე



წყარო: სებ, სსბ, სფს

¹⁸ აქტივობა ითვლება წლიური ტრანზაქციების ჯამის შეფარდებით საშუალო წლიურ ნაშთთან. კორპორაციული ობლიგაციებისთვის, მონაცემები მოიცავს როგორც საქართველოს, ისე თბილისის საფონდო ბირჟაზე დადებულ და მათზე დაფიქსირებულ ტრანზაქციებს. 2026-კვ2 აქტივობის მონაცემები გაწლიურებულია შესადარისობისთვის

სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სეგმენტების აქტივობებს შორის განსხვავება შეიძლება აიხსნას მფლობელობის სტრუქტურით:

არასაბანკო ინვესტორთა ჯგუფების მონაწილეობის ზრდის შედეგად, 2026 წლის პირველ ნახევარში, ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა მეტად დივერსიფიცირებული გახდა (იხ. გრაფიკი 19).

- მიუხედავად ამისა, ბაზარზე კვლავ დომინირებენ ინვესტორები, რომლებიც უმეტესად ვადის გასვლამდე ფლობენ ობლიგაციებს.

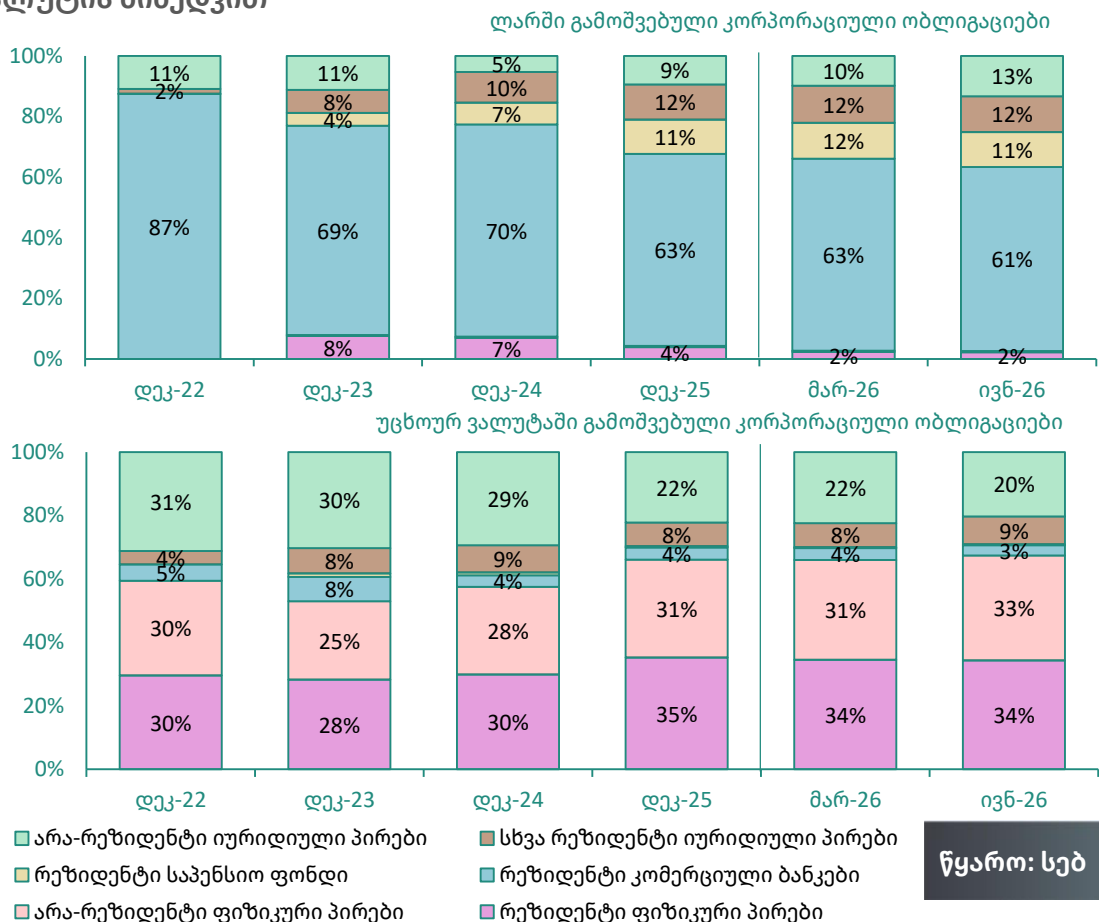
უცხოური ვალუტის ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა მეტად დივერსიფიცირებულია, მაღალია საცალო ინვესტორების წილი და შესაბამისად, მეორადი ბაზარი შედარებით მაღალ ლიკვიდურობას აჩვენებს

სახაზინო ობლიგაციების მფლობელების სტრუქტურა ნაჩვენებია მე-2 გრაფიკზე (გვერდი 4).

საცალო ინვესტორების წილსა და მეორადი ბაზრის აქტივობას შორის მიზეზ-შედეგობრივი კავშირია:

არააქტიურ ბაზრებზე ყიდვა-გაყიდვის (Bid-Ask) სპრედი, როგორც წესი, უფრო მაღალია, რაც ამცირებს როგორც რეზიდენტ, ისე არარეზიდენტ საცალო ინვესტორთა დაინტერესებას. შესაბამისად, ასეთ ბაზრებზე დომინირებენ დაფარვამდე ფლობის სტრატეგიის მქონე ადგილობრივი გრძელვადიანი ინვესტორები.

გრაფიკი 19: კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა ვალუტის მიხედვით



ლარის საპროცენტო განაკვეთების გარემო

მიუხედავად იმისა, რომ ლარში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები შედარებით მაღალი შემოსავლიანობით ხასიათდება, საცალო ინვესტორები ნაკლებად არიან მათში ინვესტირებით დაინტერესებულნი.

აღნიშნულის პოტენციური მიზეზები შეიძლება იყოს შემდეგი:

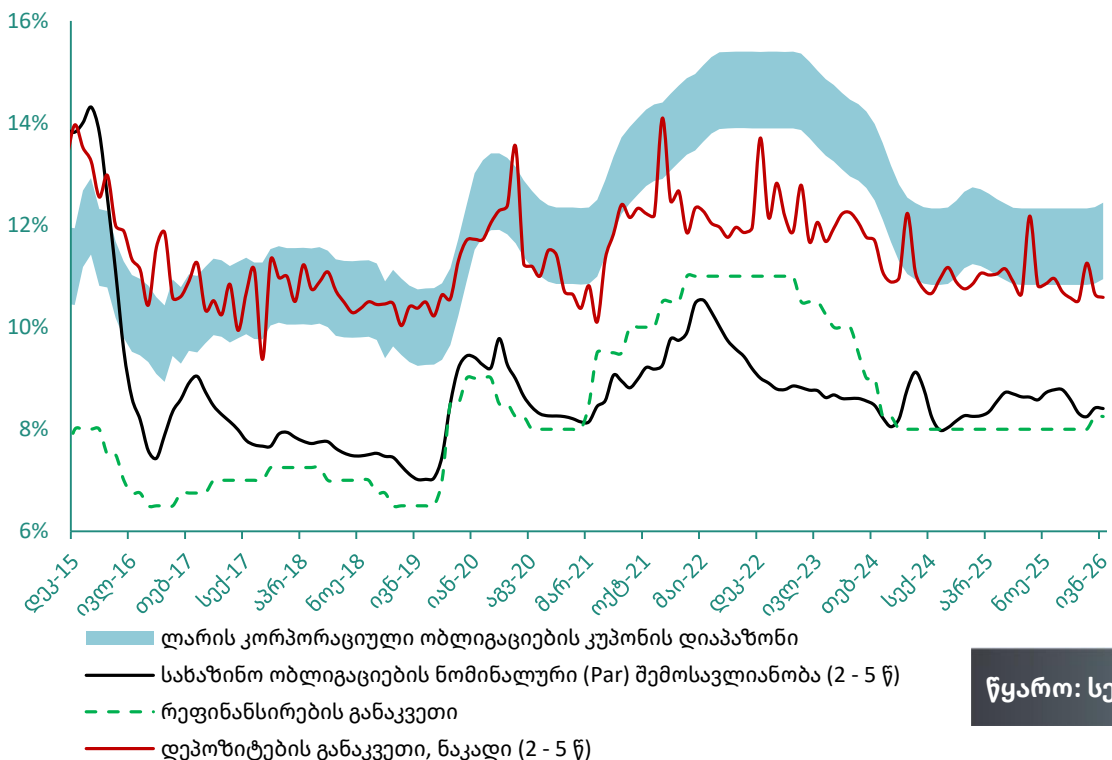
დედოლარიზაციის დადებითი ტენდენციის მიუხედავად, შინამეურნეობების მნიშვნელოვანი ნაწილისათვის, აშშ დოლარი კვლავ რჩება დაზოგვის მთავარ საშუალებად;

მოსახლეობაში ფინანსური განათლების ნაკლებობა;

სპრედი კორპორაციული ობლიგაციებისა და დეპოზიტების შემოსავლიანობებს შორის შესაძლებელია არ იყოს საკმარისი რისკ პრემიუმის დასაფარად.

რისკისა და ლიკვიდურობის პრემიუმის გათვალისწინებით, სხვა ქვეყნებთან შედარებით, გრძელვადიანი დეპოზიტებისა და სახაზინო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა არის მაღალი. აღნიშნული ფაქტორი ხელს უშლის საცალო ინვესტორების დაინტერესებას სახაზინო ობლიგაციების ბაზრით და უარყოფითად აისახება მეორადი ბაზრის აქტივობაზე.

გრაფიკი 20: ლარის საპროცენტო განაკვეთების გარემო

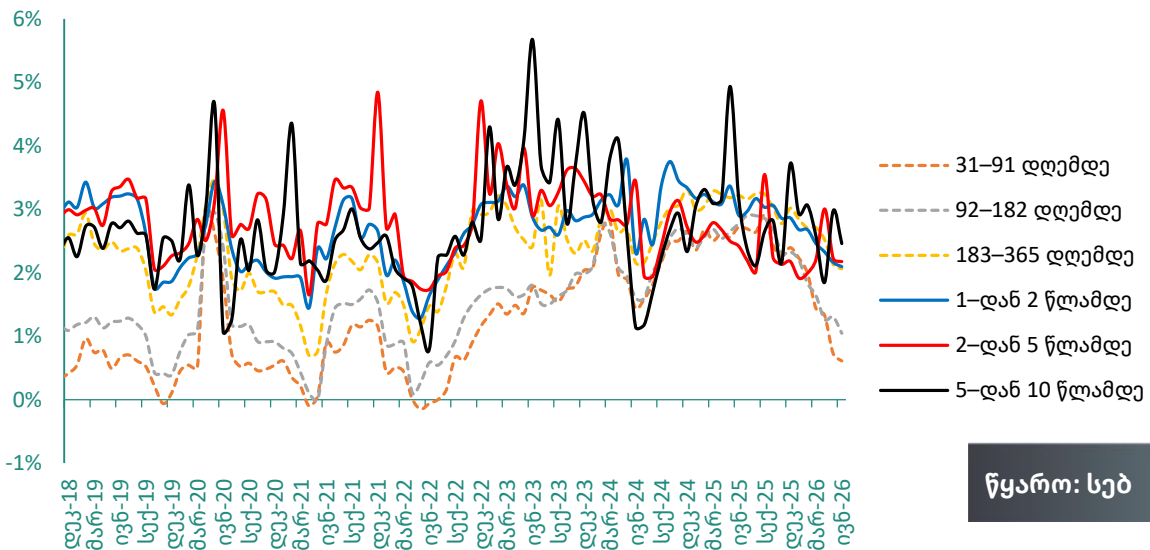


სადეპოზიტო განაკვეთებსა და სახაზინო ობლიგაციებს შორის მაღალი სპრედი შესაძლებელია გამოწვეული იყოს 2 ძირითადი მიზეზით:

სესხებისა და დეპოზიტების დოლარიზაციის დონეებს შორის განსხვავების გამო გაზრდილი ლარის დეპოზიტების შემოსავლიანობით;

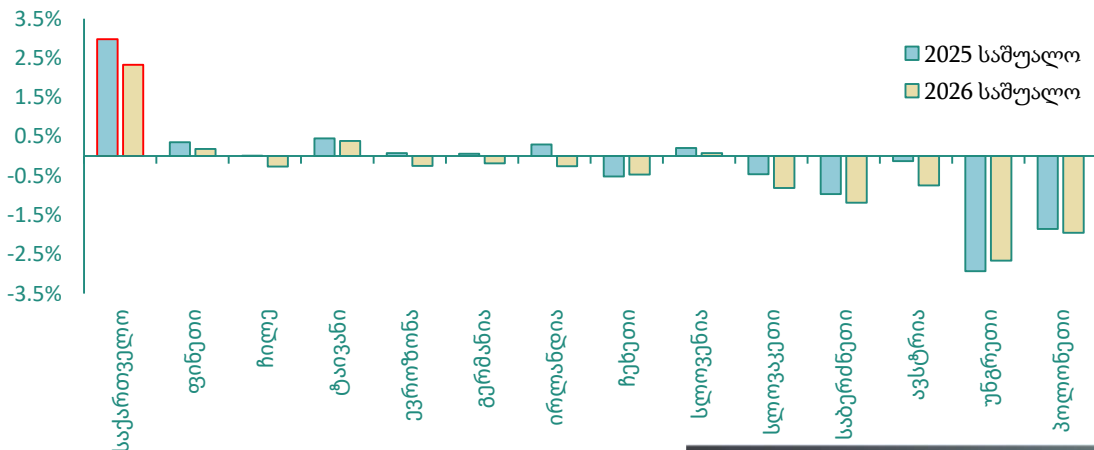
ინსტიტუციური ინვესტორების მაღალი მოთხოვნის გამო შემცირებული სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობით.

გრაფიკი 21: თანაბარი ვადიანობის დეპოზიტების სარგებელსა¹⁹ და სახაზინო ობლიგაციების ნომინალურ (Par) შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა



წყარო: სებ

გრაფიკი 22: გრძელვადიან (1 წელზე მეტი) დეპოზიტების სარგებელსა და სახაზინო ობლიგაციების ნომინალურ (Par) შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა სხვა ქვეყნებში



წყარო: სებ, სხვა ცენტრალური ბანკები

¹⁹ რადგან საპროცენტო გარემოს ვაკვირდებით საცალო ინვესტორის პერსპექტივით, დეპოზიტების განაკვეთები მოიცავს მხოლოდ შინამეურნეობების მიერ, მითითებულ თვეში, ბანკში ახლად განთავსებულ ლარის დეპოზიტებს და სადეპოზიტო სერტიფიკატებს (CDs). რაც უფრო გრძელვადიანია დეპოზიტი, მით უფრო მეტია მათში CD-ების წილი.

ფინანსური სექტორი²⁰

ფინანსური სექტორის მიმოხილვა

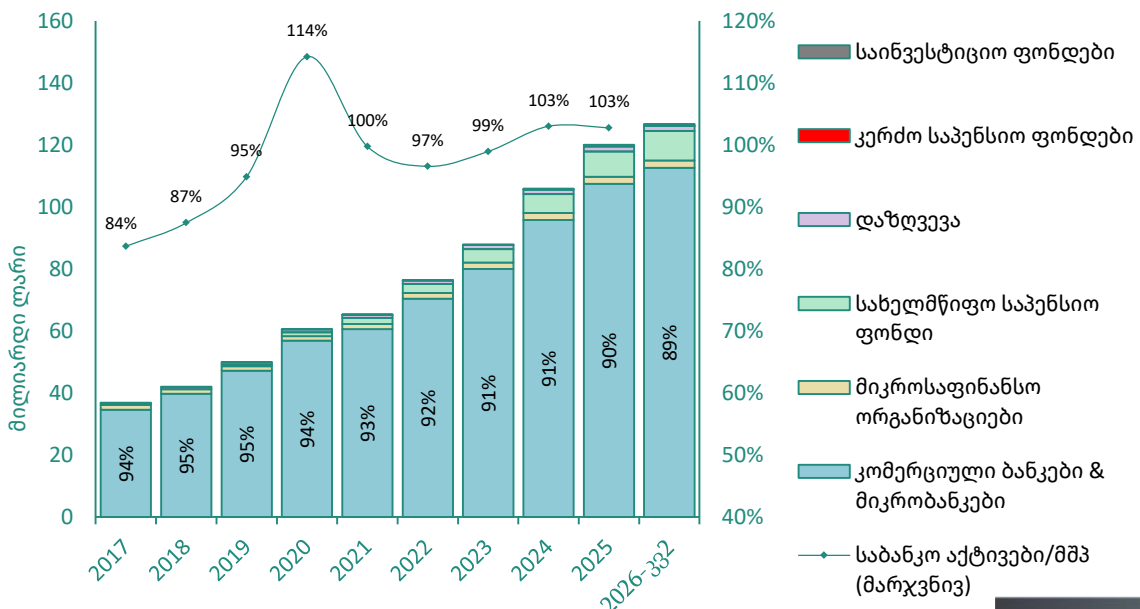
კომერციული ბანკები წარმოადგენენ საქართველოს ფინანსური სექტორის უმსხვილეს მოთამაშეებს. თუმცა, შეინიშნება სექტორში მათი წილის ოდნავი კლება:

ბანკების წილმა ფინანსური სექტორის აქტივებში 2019 წელს მიაღწია ყველაზე მაღალ მაჩვენებელს - 95%-ს.

საქართველოს საპენსიო ფონდის დაარსების შემდგომ, კომერციული ბანკების წილმა დაიწყო კლება და 2026 კვ.2-ის ბოლოს მდგომარეობით 89% შეადგენა (იხ. გრაფიკი 23).

პანდემიის პერიოდში 114%-მდე მკვეთრი ზრდის შემდეგ (რაც დიდწილად 2020 წლის მშპ-ის შემცირებით იყო განპირობებული) კომერციული ბანკების აქტივების მშპ-სთან თანაფარდობა ნორმალურ ზრდის ტრაექტორიას დაუბრუნდა.

გრაფიკი 23: აქტივების გადანაწილება ფინანსურ სექტორში²¹



წყარო: სეპ

²⁰ ამ თავის მიზნებისთვის, „ფინანსურ სექტორში“ იგულისხმება მხოლოდ ის ინსტიტუტები, რომლებიც საკუთარ შეხედულებით ანაწილებენ/განაწილებენ სახსრებს (მაგ., იღებენ ინვესტიციების განაწილების გადაწყვეტილებებს ან გასცემენ სესხებს). კლიენტის მითითებით, არადისკრედიტულ რეჟიმში მოქმედი საბროკერო კომპანიები ამ ანალიზიდან გამორიცხულია.

²¹ სადაზღვევო კომპანიების, კერძო საპენსიო ფონდების და მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების აქტივების შესახებ 2026-კვ2-ის ინფორმაცია წარმოადგენს საპროგნოზო მაჩვენებლებს.

საინვესტიციო ფონდები

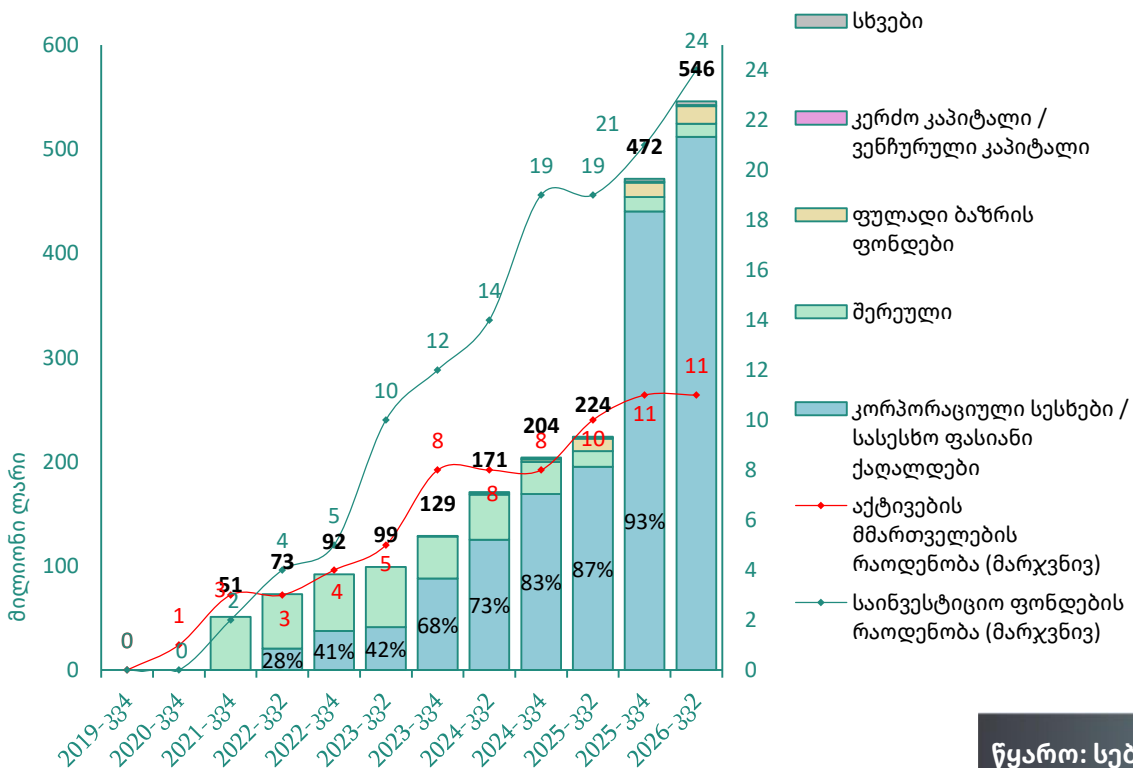
2026 კვ.2-ის მდგომარეობით, საქართველოში ოპერირებდა 11 აქტივების მმართველი კომპანია და 24 საინვესტიციო ფონდი, რომელთა მართვის ქვეშ მყოფი აქტივები ჯამურად შეადგენდა 546 მილიონ ლარს:

24 საინვესტიციო ფონდიდან 11 წარმოადგენდა „კორპორაციული სესხები / სასესხო ფასიანი ქაღალდები“ ტიპის ფონდებს, რომლებიც ჯამში განკარგავდნენ მთლიანი სექტორის მართვის ქვეშ მყოფი აქტივების 94%-ს (იხ. გრაფიკი 24).

2024 წელს საქართველოში დაარსდა პირველი ლარის, ხოლო 2026 წელს - პირველი დოლარის საჯარო (ავტორიზებული) ფულადი ბაზრის ფონდები (MMF), რომლებიც სრულად აინვესტირებენ სახსრებს შესაბამის ვალუტაში დენომინირებულ ფინანსურ აქტივებში.

საინვესტიციო ფონდები ახალისებენ დაზოგვას საინვესტიციო ალტერნატივების შეთავაზებით, ამასთანავე ზრდიან მოთხოვნას ფასიან ქაღალდებზე და ხელს უწყობენ ბაზრის განვითარებას.

გრაფიკი 24: საინვესტიციო ფონდების აქტივების განაწილება



წყარო: სეპ

საქართველოს საპენსიო ფონდი

2026 წლის ივნისის მდგომარეობით საპენსიო ფონდის აქტივების ღირებულებამ 9.6 მილიარდ ლარს, ხოლო ჯამურმა ამონაგებმა 2.8 მილიარდ ლარს მიაღწია:

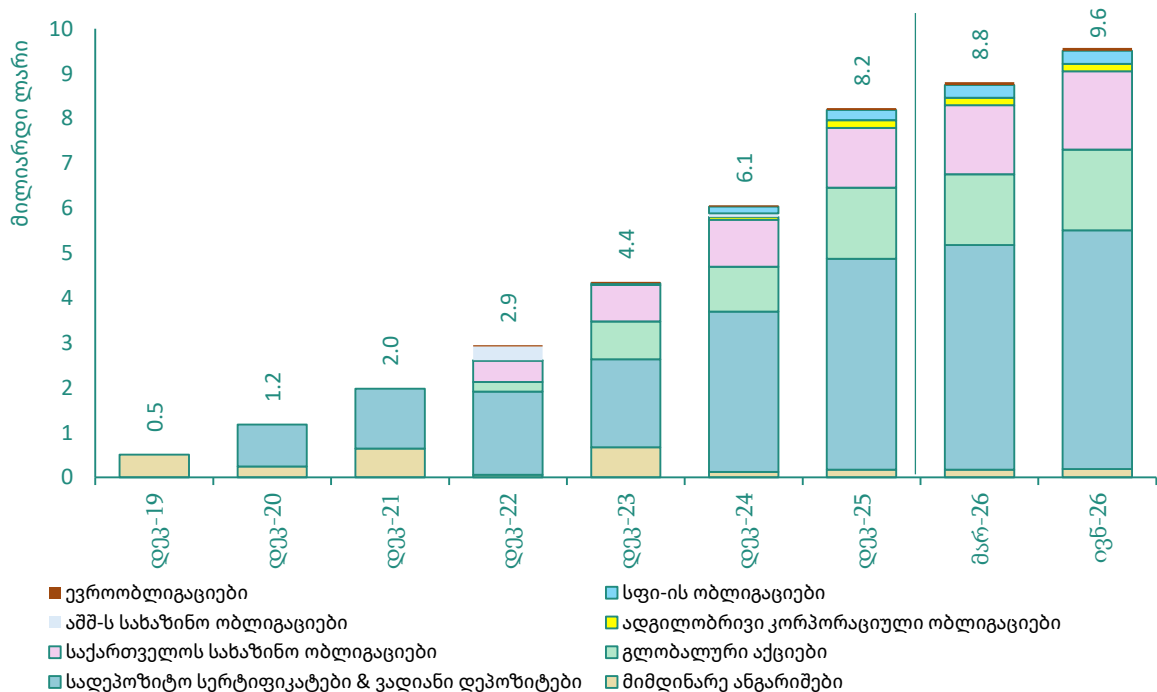
ყველაზე მსხვილი - კონსერვატიული პორტფელის (მთლიანი პორტფელის 99%) - გაწლიურებული წმინდა ნომინალური ამონაგები, დაარსების თარიღიდან 2026 წლის ივნისამდე 10.35%-ს შეადგენდა (რეალური გაწლიურებული ამონაგები - 4.33%).

2025 წლის ბოლოს საპენსიო ფონდს მთლიანი პორტფელის 1.7% (160 მლნ ლარი) ჰქონდა ინვესტირებული ლარში დენომინირებულ ადგილობრივ კორპორაციულ ობლიგაციებში (იხ. გრაფიკი 25) რაც თავის მხრივ, ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის 11.5%-ს შეადგენდა (იხ. გრაფიკი 19).

- ინვესტიციები უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ადგილობრივ ობლიგაციებში გაცილებით მცირეა, კერძოდ: 5.3 მილიონი ლარი, რაც საპენსიო ფონდის მთლიანი პორტფელიკის 0.06%-ს, ხოლო უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის 0.3%-ს შეადგენს.

საპენსიო ფონდი მსხვილი გრძელვადიანი ინსტიტუციური ინვესტორია, რომელიც ადგილობრივი ლარში დენომინირებული სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის ზრდასთან ერთად ხელს უწყობს ემიტენტების კორპორაციული მართვის კულტურის გაჯანსაღებას.

გრაფიკი 25: საპენსიო ფონდის აქტივების განაწილება



წყარო: სეზ

საქართველოს არაფინანსური კორპორაციების დაფინანსების წყაროები

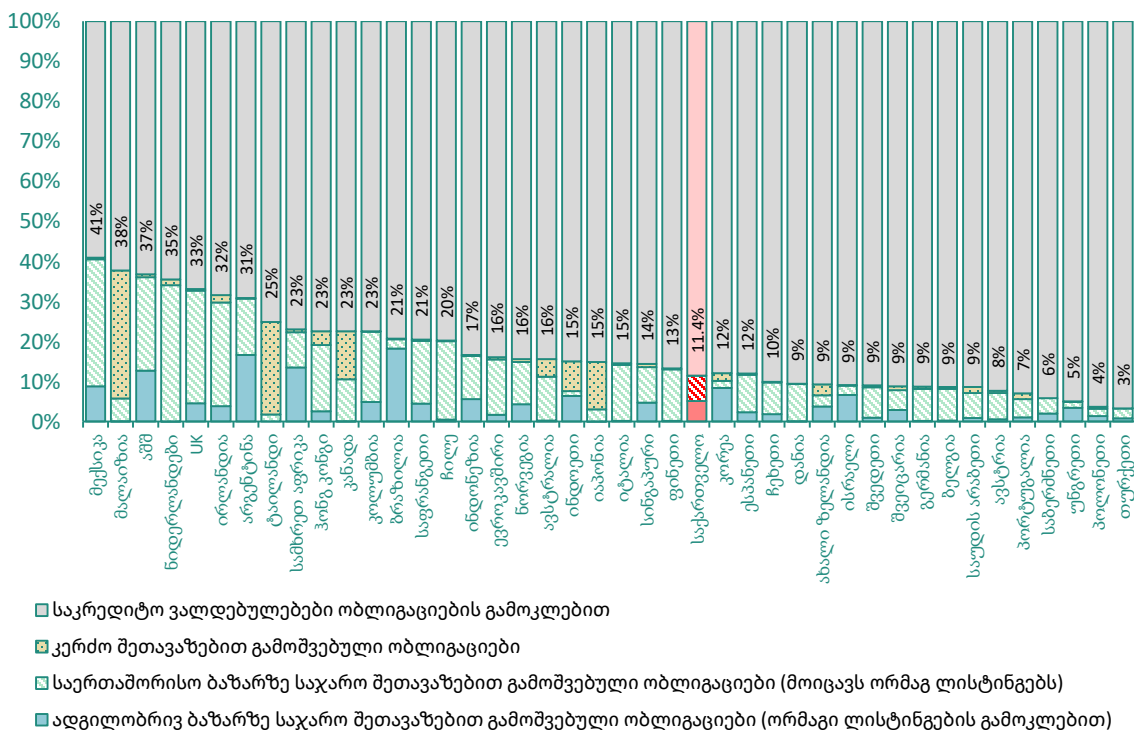
საქართველოში, არაფინანსური კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარს, ზრდის მნიშვნელოვანი პოტენციალი გააჩნია:

2026 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით, საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთის 67% გამოშვებული იყო არაფინანსური ორგანიზაციების მიერ (იხ. გრაფიკი 10)

2025 წლის ბოლოს მდგომარეობით, ქართული არაფინანსური კომპანიების მიერ გამოშვებული ყველა ტიპის კორპორაციული ობლიგაციის (როგორც საჯარო, ისე კერძო შეთავაზებების ფარგლებში, ადგილობრივ და უცხოურ ბაზრებზე) წილი მათი მთლიანი სავალ დაფინანსების 11.4%-ს შეადგენდა (რომლიდანაც ადგილობრივ ობლიგაციებზე - 5.2% მოდიოდა).

თვალსაჩინოა, რომ მიუხედავად აღნიშნული მაჩვენებლის მზარდი ტენდენციისა, ჩამორჩენა სხვა ქვეყნებთან კვლავ საკმაოდ მაღალია.

გრაფიკი 26: არაფინანსური კორპორაციების საკრედიტო დაფინანსების წყაროები (2025)



წყარო: სებ, BIS, Bloomberg

შენიშვნა: კაპიტალის ბაზრის მიმდინარე მიმოხილვა ასახავს 2026 წლის მეორე კვარტლის ბოლოს მდგომარეობით არსებულ ინფორმაციას და შესაძლოა ითვალისწინებდეს წინა პერიოდების მონაცემების კორექტირებებსა და დაზუსტებებს (ასეთის არსებობის შემთხვევაში). შესაბამისად, მიმდინარე გამოცემაში წარმოდგენილი მაჩვენებლები შესაძლოა განსხვავდებოდეს წინა გამოცემებში ასახული მაჩვენებლებისგან.