

ინფორმაციის თავისუფლების განვითარების ინსტიტუტი (IDFI)



“კაპიტალის ბაზარი საქართველოში და მისი მტრები”

გიორგი ხიშტოვანი¹

Working Paper

2012

¹ ბრემენის უნივერსიტეტის დოქტორანტი (khishtovani@uni-bremen.de); ინფორმაციის თავისუფლების განვითარების ინსტიტუტის ექსპერტი.

ბოლო 20 წელია საქართველოში ეკონომიკის გრძელვადიანი განვითარებისათვის აუცილებელი ორი პარალელური პროცესი მიმდინარეობს: ერთი მხრივ, ფორმირდება ქართული კაპიტალიზმის მოდელი (Christophe, 2006) და მეორე მხრივ, ჩამოყალიბების პროცესშია ფუნქციონირებადი ქართული ფინანსური ბაზარი. სამწუხაროდ, ეს ორი ურთიერთდაკავშირებული მოვლენა თავისი არა თანმიმდევრულობით და აშკარა ურთიერთ წინააღმდეგობრიობით გამოირჩევა, რაც საბოლოო ანგარიშით, ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებას აყენებს კითხვის ნიშნის ქვეშ. წინამდებარე სტატიის მიზანია, ქართული ფინანსური ბაზრის გაანალიზება, მისი არსებული დაბალ განვითარებულობის მიზეზების თეორიული ახსნა და გრძელვადიანი შედეგების პროგნოზირება.

საქართველოში ფინანსური ბაზრების დაბალ განვითარებულობაზე მსჯელობისას, პირველ რიგში, მისი ერთ-ერთი ძირითადი კომპონენტის, კაპიტალის ბაზრის (capital market) განვითარების დაბალ დონეს ვგულისხმობთ. ეს გარემოება კი, როგორც საყოველთაოდ ცნობილია, ყოველი *transitional economy*-ის (Papava, 2005) ფინანსური განვითარების საბოლოო მიზანს, ქვეყნის ეკონომიკის მსოფლიო ფინანსურ ბაზარზე სრულფასოვან ინტეგრაციას ხდის სათუოს, რადგან მსოფლიო ეკონომიკაში არსებული ისეთი მნიშვნელოვანი (ფინანსური) ინსტრუმენტის გამოყენებას აყენებს კითხვის ნიშნის ქვეშ, როგორცაა, მაგალითად საერთაშორისო ფინანსების ძირითადი თეორიებიდან (Financial Theory, Portfolio Theory, CAPM, Modigliani-Miller Theorem) გამომდინარე ცალკეული აქტივების ან მთლიანი საწარმოების შეფასების თანამედროვე კონცეფციები და კაპიტალის ბაზარზე ორიენტირებული ფინანსური ანგარიშგება (capital market oriented financial reporting); ამავდროულად, დაბალ განვითარებული კაპიტალის ბაზრის პირობებში საფრთხე ექმნება ქვეყნის ეკონომიკური ლიბერალიზაციისათვის აუცილებელი პირობების შესრულებას; ასე, მაგალითად, ბაზრის მონაწილეთა მიერ თანაბარ პირობებში კაპიტალის მოზიდვასა და შემდგომ, სხვა მოთამაშებთან თავისუფალ კონკურენტულ გარემოში, საკუთარი რაციონალური მიზნებისათვის გამოყენების შესაძლებლობას; ან თუნდაც, ადგილობრივი ფიზიკური ან იურიდიული პირების, როგორც პოტენციური ინვესტორების მიერ კაპიტალის ქვეყნის ეკონომიკაში დაბანდების შესაძლებლობის გაჩენას, ნაცვლად დაბანდების საქართველოში აპრობირებული მეთოდის - ფულადი სახსრების საბანკო სექტორში ანაბარზე განთავსებისა. საბოლოო ანგარიშით, სუსტი კაპიტალის ბაზრის არსებობის პირობებში,

ერთი მხრივ, საგრძნობლად მცირდება ქვეყნის ეკონომიკაში საერთაშორისო კაპიტალის არსებობის ალბათობა და მეორე მხრივ, იზღუდება ადგილობრივი ფინანსური რესურსის ეკონომიკის სხვადასხვა სექტორებში ეფექტიანი გადანაწილების შესაძლებლობა, რაც ზოგადად, ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების გრძელვადიან პერსპექტივას აყენებს კითხვის ნიშნის ქვეშ.

სანამ სტატიის ძირითად ნაწილზე გადავიდოდეთ, აუცილებლად უნდა აღვნიშნოთ 2003 წლის შემდეგ საქართველოში განხორციელებული ის პოზიტიური ცვლილებები, რომელთა ერთობლიობას, წესით, როგორც ქართული ფინანსური ბაზრის, ასევე მასთან კავშირში მყოფი ინსტიტუტების ხარისხის ზრდა უნდა მოჰყოლოდა, რაც, თავის მხრივ, ასახვას პოვებდა ქართული ეკონომიკისა და ქართული საწარმოების ღირებულების ზრდაზე და ხელს შეუწყობდა როგორც ქვეყნის ეკონომიკის საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში ინტეგრაციას, ასევე მის ლიბერალიზაციასა და დივერსიფიცირებას (Papava, 2009). ასე, მაგალითად, მკვეთრად გაიზარდა ქართული საგადასახადო სამართლის აღსრულების ხარისხი, რასაც ემპირიულად, როგორც წესი, საწარმოების ღირებულების ზრდა და კორპორატიული მმართველობის (Corporate Governance) ხარისხის გაუმჯობესება მოჰყვება (Desai et al., 2007). აგრეთვე, კორუფცია, რომელსაც ნეგატიური გავლენა აქვს ქვეყნის ეკონომიკის ზრდაზე, საწარმოების ღირებულებაზე, კაპიტალის ხარჯებსა და კორპორატიული მმართველობის (Corporate Governance) (Lee/Dg, 2009; Dg, 2006) ხარისხზე, 2003 წლიდან საქართველოში მნიშვნელოვნად შემცირდა (“Global Competitiveness Report 2012-2013”, 2012). ამავდროულად, ფინანსური ბაზრის გახსნა და მისი ლიბერალიზაცია საქართველოს მთავრობის გაცხადებული პოლიტიკაა. ამ პოლიტიკის სამუშაო ინსტრუმენტები (Djankov et al., 2002) საქართველოში წარმატებით დაინერგა („Doing Business 2012“, 2011) და ისინი, როგორც წესი, პოზიტიურად კორელირდება პირდაპირ უცხოური ინვესტიციებთან, ე.წ. Emerging Markets-ში (Agosin/Machado, 2007) და ასევე, იწვევს ადგილობრივი საწარმოების ღირებულების ზრდას (Chua et al. 2007). ქართული ეკონომიკის მნიშვნელოვანი ზრდა ბოლო 10 წელიწადში ასევე უნდა განიხილებოდეს, როგორც ქართული ფინანსური ბაზრის (განსაკუთრებით, კაპიტალის ბაზრის) განვითარების წინაპირობა და წესით, ხელი უნდა შეეწყოს მისთვის, ისე როგორც ეს სხვა გარდამავალი ეკონომიკის (transitional economy) შემთხვევაში მოხდა (Barna/Mura, 2010). სამწუხაროდ, ყველა ზემოთ ჩამოთვლილი ფაქტორის მიუხედავად, საქართველოში კვლავ თვალსაჩინოა ფუნქციონირებადი კაპიტალის ბაზრის არარსებობა, რაზეც ცალსახად მეტყველებს საქართველოს საფონდო ბირჟაზე მისი ძირითადი ინსტრუმენტებით

(აქციები, კორპორაციული ობლიგაციები და სხვა ფასიანი ქაღალდები) ვაჭრობის დაბალი მაჩვენებლები. აგრეთვე, მხედველობაში მისაღება სხვადასხვა საერთაშორისო ორგანიზაციის დასკვნები (მოსაზრებები, ანგარიშები), როგორცაა მაგალითად „მსოფლიო ეკონომიკის ფორუმი“-ს მოხსენება, სადაც ქართული ეკონომიკის კონკურენტუნარიანობის ზრდის შემაფერხებელ ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ფაქტორად, მისი ფინანსური სექტორის განუვითარებლობა სახელდება (World Economic Forum, “Global Competitiveness Report 2012-2013”, 2012).

ამ პრობლემის ასახსნელად, მოვახდენთ რამდენიმე ჰიპოთეზის ფორმულირებას, რომლის მეშვეობით და სხვადასხვა ფაქტორის დახმარებით, შესაძლებელი გახდება ასეთი დაბალ განვითარებულობის თეორიული ახსნა.²

პირველ ხელისშემშლელ ფაქტორად შეიძლება დასახელდეს ქართული საბანკო სისტემა და გამოითქვას ვარაუდი, რომ მისი მონოპოლია ქართულ ფინანსურ ბაზარზე კაპიტალის ბაზრის დაბალ განვითარებულობის ერთ-ერთი ძირითადი მიზეზია. პირველ რიგში, უნდა ითქვას, რომ საბანკო სექტორი ერთ-ერთი უიშვიათესი ქართული ინსტიტუციაა, რომელიც მე-20 საუკუნის 90-იანი წლების კოლაფსის შემდეგ თანდათან განვითარდა და საკუთარი საბაზრო პოზიციები, დროთა განმავლობაში, უფრო მეტად გაიმყარა. შედეგად, ე.წ. გავლენიანი ჯგუფების თეორიით (Olson, 1965) ჩამოყალიბებული წესების სრული დაცვით, საქართველოში გაჩნდა ძლიერ ფინანსურ მოთამაშეთა პატარა ჰომოგენური ჯგუფი³, რომელიც, როგორც წესი, მოსალოდნელი კონკურენციის საშიშროების გამო, ფინანსური სისტემის შემდგომ განვითარებას უშლის ხელს (Rajan/Zingales, 2003; Murgulia, 2012). მიუხედავად იმისა, რომ ემპირიულად ამ პრობლემის (ფინანსური ბაზრის განვითარების შენელება) გადაჭრის საუკეთესო საშუალებად საქონლისა და კაპიტალის ტრანსსასაზღვრო (cross-border) მოძრაობის გაძლიერება ითვლება (Baltagi et al., 2009) და ქაღალდზე ეს პრობლემა საქართველოშიც სამაგალითოდ სრულდება, მაინც ვერ მოხერხდა ზემოთ ხსენებული წინააღმდეგობის დაძლევა. ამის მიზეზად შესაძლებელია თვითონ საქართველოს სახელმწიფოს სუსტი ინსტიტუციური ორგანიზება (არარსებული ტრანსპარენტულობა, ინვესტორთა სუსტი სამართლებრივი დაცვა⁴) დასახელდეს

² შემდგომ კვლევებში საჭირო გახდება ამ ჰიპოთეზების ემპირიული გადამოწმება.

³ მხედველობაში მისაღება ის ფაქტი, რომ მთლიანი ქართული საბანკო სექტორი, განსხვავებით მაგ. ევროპულისაგან, თავისი პრიმიტიული მოდელით გამოირჩევა და საბანკო საქმიანობის მხოლოდ ვიწრო სპექტრს (დეპოზიტები, სესხები, საანგარიშსწორებო და საკასო მომსახურება) მოიცავს.

⁴ ემპირიულად დასტურდება, რომ მცირე წილის მქონე აქციონერთა სუსტი დაცვის პრობლემაში, რთულდება კაპიტალის ბაზრის განვითარების პროცესი (Modigliani/Perotti, 1997) და დაინტერესებულ ჯგუფთა მხრიდან უპირატესობა საბანკო დაკრედიტების ფორმას ენიჭება (Modigliani/Perotti, 2000).

(Haber/North/Weingast, 2008; Daude/Fratzscher, 2008). ამ გარემოებამ შესაძლოა, ორი მიმართულებით გამოიწვიოს კაპიტალის ბაზრების დაბალ განვითარებულობის ხელშეწყობა საქართველოში. ერთი მხრივ, ცნობილია, რომ ინსტიტუციურად სუსტ ქვეყნებში ინვესტორები უპირატესობას უკვე არსებული ადგილობრივი საკრედიტო ინსტიტუტების დაფინანსებას და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების (FDI) განხორციელებას ანიჭებენ, ვიდრე ე.წ. პორტფელურ ინვესტიციებს (Daude/Fratzscher, 2008), რაც, თავის მხრივ, საბანკო სისტემის კიდევ უფრო მეტად გაძლიერებას იწვევს⁵; მეორე მხრივ, ემპირია ადასტურებს, რომ ფინანსური ბაზრების განვითარების ტემპი განსაკუთრებით მაშინ იკლებს, როდესაც ძლიერ ინტერესთა ჯგუფების არსებობას, სუსტი და არასტაბილური სახელმწიფოს არსებობა ახლავს თან (Beccera et al., 2012; Levitsky/Way, 2010).

მეორე ხელისშემშლელ ფაქტორად შეიძლება საქართველოს სახელმწიფო და მის მიერ საქართველოს ფინანსური ბაზრების არა წინასწარ განზრახული შეფერხება დასახელდეს. ამ კონტექსტით, პირველ რიგში უნდა მოხდეს საქართველოს უკანასკნელი ათი წლის ეკონომიკური პოლიტიკის ორი ძირითადი პარადიგმის განმარტება. პირველია სახელმწიფოს განსაკუთრებული კონცენტრაცია პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე (FDI), ხოლო მეორე, ამ ტიპის პოლიტიკიდან ლოგიკურად გამომდინარე, მცდელობა სახელმწიფოს მხრიდან - მომავალი საპრივატიზაციო პროექტებისათვის სახელმწიფო კომპანიების ფინანსური მდგომარეობის გაძლიერებას და მათი საბაზრო პოზიციების გამყარებას შეუწყოს ხელი, რაც საბოლოო ანგარიშით, მნიშვნელოვნად არღვევს ქართულ ბაზრებზე არსებულ ისედაც სუსტ ბალანსს და შეუძლებელს ხდის ასეთი ტიპის ბაზრებზე კონკურენტული გარემოს შექმნას. მიუხედავად იმისა, რომ საყოველთაოდ ცნობილია საქართველოს ხელისუფლების როგორც მინიმუმ ორი სერიოზული მცდელობა უკანასკნელი ოცი წლის განმავლობაში, გაეძლიერებინა არსებული კაპიტალის ბაზარი და დღესაც ქვეყნის პოლიტიკური ელიტა გაცხადებულად უწყობს ამ პროცესს ხელს, ზემოთ ხსენებული მიზეზების გამო, ამ მიზნის რეალიზება შეუძლებელი ხდება⁶. პირდაპირ

⁵ მსგავსი ეჭვი, აგრეთვე, შეიძლება გამოითქვას ე.წ. ფულადი გზავნილების რაოდენობის მკვეთრ ზრდასთან დაკავშირებით, რომელიც, როგორც წესი, საბანკო ინსტიტუტებში დეპოზიტების და მთლიან შიგა პროდუქტთან (მშპ) მიმართებით გაცემული კრედიტების რაოდენობის ზრდასთან ერთად, ფინანსური ბაზრების განვითარებასაც იწვევს (Aggarwal et al., 2010); მაგრამ, ამავდროულად შეიძლება გაჩნდეს ეჭვი, რომ ასეთი ტიპის განვითარება ცალმხრივად აძლიერებს საბანკო სექტორს და ამით კაპიტალის ბაზრების განვითარებას უშლის ხელს.

⁶ საგულისმხობა, რომ რომ 2008 წელს, როდესაც საქართველოს მთავრობამ „საფინანსო სექტორის გლობალური კონკურენტუნარიანობის კანონპროექტი“ და სხვა თანამდევ კანონპროექტები წარმოადგინა, საერთოდ არ უხსენებია საფონდო (კაპიტალის) ბაზრის განვითარება. ანუ, საფინანსო სექტორის კონკურენტუნარიანობაში

უცხოურ ინვესტიციებთან დაკავშირებით ვაწყდებით პრობლემას, რომ ამ ტიპის ინვესტიციები ხელს უშლის კაპიტალის ბაზრის განვითარებას, რადგან მისი საშუალებით კაპიტალის ბაზრისათვის აუცილებელი ფუნქციონირებადი საბაზრო მექანიზმების (როგორცაა მაგ. კაპიტალის ბაზართან კომუნიკაცია, გამჭვირვალე და ხარისხიანი ფინანსური ანგარიშგება, ლისტინგი საფონდო ბირჟაზე და ვაჭრობა სხვადასხვა ტიპის ფასიანი ქაღალდებით) ჩანაცვლება და აუცილებელი წინაპირობების, როგორცაა მაგალითად მცირე წილის მქონე აქციონერების სამართლებრივი დაცვის ძლიერი ინსტიტუტი, უგულებელყოფა ხდება (Daude/Fratzscher, 2008). რაც შეეხება სახელმწიფო საწარმოების ცალმხრივ პრივილეგირებას, საინტერესოა Thang/Freeman (2009) კვლევა, რომელიც ცალსახად გვიჩვენებს, თუ რა ტიპის უარყოფითი მაკრო და მიკროეკონომიკური შედეგები მოჰყვება განვითარებად ქვეყნებში სახელმწიფო კომპანიების მიერ ადგილობრივ ბაზრებზე დომინირებას.

სახელმწიფოს მიერ ცალკეული საწარმოების წახალისების საკითხი გვახლოებს მესამე მნიშვნელოვან ფაქტორთან, რომელიც შეიძლება საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელისშემშლელ ელემენტად დასახელდეს. ამ შემთხვევაში საქმე ეხება ე.წ. პოლიტიკასთან მჭიდრო კავშირში მყოფ კომპანიებს („politically-connected-enterprises“) (Fisman, 2001; Faccio, 2006). ასეთი კომპანიების შემთხვევაშიც ყურადღება უნდა მიექცეს იმ ფაქტს, რომ ეს კონტაქტებიც, მსგავსად სახელმწიფოს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის სტრატეგიისა, ზედმეტს ხდის ისეთი საბაზრო მექანიზმების გამოყენებას, როგორცაა კაპიტალის ბაზართან კომუნიკაცია, გამჭვირვალე და ხარისხიანი ფინანსური ანგარიშგება, ლისტინგი საფონდო ბირჟაზე და ვაჭრობა სხვადასხვა ტიპის ფასიანი ქაღალდებით (Chaney et al., 2011; Leuz/Oberholzer-Gee, 2006; Faccio, 2006). ემპირია ამავდროულად ადასტურებს, რომ ასეთი ტიპის პოლიტიკური კონტაქტები ამცირებს საწარმოს კაპიტალის ხარჯებს (Boubakri, 2012), ზრდის მის შემოსავლებს და აქედან გამომდინარე, იწვევს საწარმოს ღირებულების ზრდას (Leuz/Oberholzer-Gee, 2006; Faccio, 2006). შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ განსაკუთრებით ამ უკანასკნელი გარემოებიდან გამომდინარე, მსგავსი ტიპის საწარმოების მესაკუთრეები გარდამავალ ეკონომიკებში, ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების საზიანოდ, უპირატესობას სწორედ ასეთი კავშირებით გამოწვეულ საწარმოს *Performance*-ის ზრდას

მან მხოლოდ საბანკო სექტორის ზედამხედველობის გაძლიერება იგულისხმა და სხვა არაფერი. საბოლოოდ, კონონის მიღებიდან 2 წელიწადში ის გაუქმდა, რადგანაც მან პრაქტიკაში ვერ იმუშავა (Narmania, 2008).

(განსხვავებით სტრატეგიისა, რომელიც საბაზრო ურთიერთობებიდან გამომდინარე წარმატებას დაეფუძნება) ანიჭებენ (Papava, 2002). მათ გრძელვადიან მიზანს კი, სავარაუდოდ ასეთი საწარმოების უცხოელ ინვესტორებზე მომგებიანი გასხვისება წარმოადგენს (Faccio, 2006; Baum et al., 2008).⁷

კაპიტალის ბაზრის განუვითარებლობის არანაკლებ მნიშვნელოვანი მიზეზია, საზოგადოების მიერ მისი სოციალური აღქმა. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, 90-იან წლებში ქართულ ფინანსურ ბაზარზე ადგილი ჰქონდა ძლიერი კაპიტალის ბაზრის დამკვიდრების როგორც მინიმუმ, ორ სერიოზულ მცდელობას. არსებითად, პირველ მცდელობაში იგულისხმება ე.წ. სავაუჩერო პრივატიზაციის პროცესი და აზრს მოკლებულად არ მეჩვენება ამ პროცესის წარუმატებლობის გავლენის გათვალისწინება ე.წ. ვარდების რევოლუციის შემდეგ დაწყებული პროცესის აგრეთვე წარუმატებელ შედეგებზე. თავის დროზე, ეს იყო ახალგაზრდა ქართული სახელმწიფოს და მისი მოსახლეობის პირველი გამოცდილება რეალურ საკუთრებასთან მიმართებით, რაც გამოიხატება ფაქტობრივ გაკოტრებული ქართული საწარმოების აქციების ფლობაში, რომლებშიც ეს აქციონერები პარალელურად დასაქმებულები იყვნენ (Papava, 2010). ამ კონტექსტით, აუცილებლად უნდა ვახსენოთ ე.წ. „ვამინგტონის კონსესუსი“-ს კონცეფცია, რომელიც 90-იანი წლების დასაწყისიდან მოყოლებული, მსოფლიოს მამულებით ბაზრების გახსნასა და მსოფლიო ეკონომიკის მაქსიმალურ „ლიბერალიზაციას“ უწევდა პროპაგანდას და რომელმაც იმ პერიოდში მსოფლიო საფინანსო ინსტიტუტების მეშვეობით, საქართველოშიც მოიკიდა ფეხი. ამ კონტექსტშივე უნდა ვახსენოთ „ვამინგტონის კონსესუსი“-ს კონცეფციიდან გამომდინარე ე.წ. „გაიდარის რეფორმები“ რუსეთში, რომლის კოპირება თითქმის ყველა გარდამავალ ეკონომიკაში (transitional economy) მოხდა და რამდენიმე გამონაკლისის გარდა (როგორც წესი, გამონაკლისია დიდი გაზის და ნავთობის მომპოვებელი და ლითონის გადამამუშავებელი საწარმოები ყოფილი საბჭოთა კავშირის ტერიტორიაზე), პრივატიზებული საწარმოების გაკოტრებით და აქტივების სახით არსებული ქონების ნამდვილი გაფლანგვით დასრულდა (Christophe, 2006; Papava, 2002). საქართველოში,

⁷ აგრეთვე, მისაღებია მხედველობაში, რომ 2012 წელს გამოცემული გლობალური კონკურენტუნარიანობის ინდექსის მიხედვით, საქართველო საკუთრების უფლებების დაცვის კუთხით 142 ქვეყნიდან 131-ე ადგილზე გვხვდება (World Economic Forum, “Global Competitiveness Report 2012-2013”, 2012). აღნიშნული ფაქტი ნაწილობრივ ხსნის, თუ რატომ შეიძლება განსხვავებული ინტერესებიდან გამომდინარე, როგორც დაკავშირებული, ასევე დაუკავშირებელი ქართული კომპანია არ იყოს დაინტერესებული, გაასაჯაროს ინფორმაცია თავისი მესაკუთრეების შესახებ, რაც თავის მხრივ, კაპიტალის ბაზრის განვითარების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან წინაპირობას წარმოადგენს.

ისევე, როგორც ბევრ სხვა გარდამავალ ეკონომიკაში (transitional economy), ამ პროცესს თან სდევდა კონტინენტალურ-ევროპული სამართლებრივი სისტემის პრიმიტიული გადმოღება, რომელიც იმ პერიოდში პირველი თაობის ქართველ მცირე წილის მქონე აქციონერებს ძალიან სუსტ სამართლებრივ დაცვას სთავაზობდა (Christophe, 2006; La Porta et al., 1997). ეს და კიდევ ბევრი სხვა მიზეზი გვაძლევს უფლებას ვივარაუდოთ, რომ საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების მეორე მცდელობას თავიდანვე თან სდევდა მოსახლეობაში ჯერ კიდევ ცოცხალი მოგონება 90-იანი წლების ე.წ. „ვაუჩერიზაციის პროცესი“-ს კოლექტიური კოლაფსის შესახებ და რომ ეს ფაქტორი დღესაც თავის როლს თამაშობს ასეთი ბაზრის ჩამოყალიბებლობაში.

ამ ეტაპზე შეგვიძლია ჩავთვალოთ, რომ წრე შეიკრა. ქართული საბანკო სექტორი მჭიდრო კავშირშია ქართულ სახელმწიფოსთან და მას ამომრავებს, განპირობებული კორპორატიული ინტერესებით შინაგანი მოტივაცია, ხელი შეუშალს საქართველოში ფუნქციონირებადი კაპიტალის ბაზრის ჩამოყალიბებას. საქართველოს მთავრობა, თავის მხრივ, ხელს უწყობს ქვეყანაში პრივატიზაციის პროცესს და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემოდინებას. ამით კი ის ართულებს კაპიტალის ბაზრის ფორმირებას ქვეყანაში, როდესაც, ერთი მხრივ, მკვეთრად არღვევს წონასწორობას ადგილობრივ ბაზრებზე და მეორე მხრივ, თავისი პოლიტიკით ქვეყანაში რეალური ინსტიტუციების ჩამოყალიბებასა და განვითარებას უშლის ხელს. ამავდროულად, საწარმოების დონეზე არსებული ინტერესთა ჯგუფები („politically-connected-enterprises“) კვლავაც მჭიდრო კავშირშია არსებულ სახელმწიფო მოთამაშებთან ან/და საბანკო სექტორთან⁸ და აშკარად არ არიან დაინტერესებული (ფინანსურ) ბაზრებზე რეალური კონკურენციის არსებობით, პირიქით, ყოველმხრივ ცდილობენ მის შეზღუდვას. საბოლოოდ კი, საქართველოს მოსახლეობასაც, რომელსაც უკანასკნელი 20 წლის განმავლობაში მხოლოდ უარყოფით ფინანსურ ოპერაციებთან დაკავშირებული გამოცდილება დაუგროვდა, აკლია გადამწყვეტი ძალა და აუცილებელი თავდაჯერებულობა იმისათვის, რომ დამოუკიდებლად წარმართოს კაპიტალის ბაზრის განვითარების მისთვის აშკარად მომგებიანი პროცესი საქართველოში.

დასასრულ, დასკვნის სახით აღვნიშნავთ, რომ:

⁸ ამ დროს ემპირია გვიჩვენებს, რომ მაგ. ე.წ. Emerging Markets-ში ბანკების მფლობელობაში არსებული საწარმოები სხვა ბაზრის მოთამაშებთან შედარებით ბევრად უფრო სუსტ Performance-ს აჩვენებენ (Lin et al., 2009).

1. საქართველოში ადგილი აქვს დაუბალანსებელი ფინანსური განვითარების პროცესს, ერთადერთი დომინანტი მოთამაშით; აგრეთვე, სახელმწიფო, რომელიც თავისი ეკონომიკური პოლიტიკის ფარგლებში, ნაცვლად იმისა, რომ გააძლიეროს მარეგულირებელი და საზედამხედველო პოლიტიკური ინსტიტუტები და ბაზარზე კერძო სუბიექტებს შორის ხელშეკრულებების აღსრულების უზრუნველყოფით შემოიფარგლოს, აქტიურად ერევა არსებულ საბაზრო ურთიერთობებში;
2. საქართველოში არც თუ იშვიათია ე.წ. პოლიტიკასთან მჭიდრო კავშირში მყოფი კომპანიები, რომელთა უმრავლესობას, გასაგები მიზეზების გამო, არ სურს კონკურენტულ ბაზარზე ოპერირება და თავის კონტაქტებს როგორც სახელმწიფოსთან, ასევე საბანკო სექტორთან, ასეთი კონკურენციული გარემოს საწინააღმდეგოდ იყენებს;
3. ქვეყნის შიგნით სამ ძირითად მოთამაშეს (სახელმწიფო, საბანკო სექტორი, პოლიტიკურად დაკავშირებული კომპანიები) შორის არსებული, ამ ერთი შეხედვით შემთხვევითი, მეორე მხრივ კი სავსებით ლოგიკური სტრატეგიული კავშირის შედეგად ვიღებთ კაპიტალიზმის დამახინჯებულ „მოდელს“, რომელშიც კაპიტალის მოძრაობა მკაცრად რეგლამენტირებული და დამოკიდებულია, პირველ რიგში, ბაზრის მონაწილეთა არასაბაზრო ურთიერთობებზე.

Bibliography

1. **Aggarwal Reena, Demirgüç-Kunt Asli, Pería Martínez Maria Soledad** (2010): Do remittances promote financial development?, *Journal of Development Economics*, 96, pp. 255–264.
2. **Agosin, Manuel R. & Machado, Roberto** (2007): Openness and the International allocation of foreign direct investment, *Journal of Development Studies*, 43:7, pp. 1234-1247.
3. **Badi H. Baltagi, Panicos O. Demetriades, Siong Hook Law** (2009): Financial development and openness: Evidence from panel data, *Journal of Development Economics* 89, pp. 285–296.
4. **Barna Flavia and Mura Petra-Ovidiu** (2010): CAPITAL MARKET DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH: THE CASE OF ROMANIA, *Annals of the University of Petroşani, Economics*, 10(2), pp. 31-42.
5. **Baum Christopher F., Caglayan Mustafa, Schäfer Dorothea and Talavera Oleksandr** (2008): Political patronage in Ukrainian banking, *Economics of Transition*, Volume 16(3), pp. 537–557.
6. **Becerra O., Cavallo E., Scartascini C.** (2012): The politics of financial development: The role of interest groups and government capabilities, *Journal of Banking & Finance* 36, pp. 626–643.
7. **Boubakri Narjess, Guedhami Omrane, Mishra Dev, Saffar Walid** (2012): Political connections and the cost of equity capital, *Journal of Corporate Finance* 18, pp. 541–559.
8. **Chaney Paul K., Faccio Mara, Parsley David** (2011): The quality of accounting information in politically connected firms, *Journal of Accounting and Economics* 51, pp. 58–76.
9. **Choong Tze Chua, Cheol S. Eun, Sandy Lai** (2007): Corporate valuation around the world: The effects of governance, growth, and openness, *Journal of Banking & Finance*, 31, pp. 35–56.
10. **Christophe, Barbara** (2006): Capitalism as Organized Chaos- The Political Economy of Georgia under Eduard Shevardnadze, in: David Lane/Martin Myant, eds.: *The Varieties of Post-Socialist Capitalism*, Oxford.
11. **Daude Christian and Fratzscher Marcel** (2008): The pecking order of cross-border investment, *Journal of International Economics* 74, pp. 94–119.
12. **DJANKOV SIMEON, LA PORTA RAFAEL, LOPEZ-DE-SILANES FLORENCIO, SHLEIFER ANDREI** (2002): THE REGULATION OF ENTRY, *The Quarterly Journal of Economics*, February 2002, pp. 1-37.
13. **Faccio, Mara** (2006): Politically Connected Firms, *THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, March 2006, pp. 369-386.
14. **Fisman, Raymond** (2001): Estimating the Value of Political Connections, *The American Economic Review*, Vol. 91, No. 4 (Sep., 2001), pp. 1095-1102.
15. **Haber Stephen, North C. Douglass, Weingast R. Barry** (2008): *Political Institutions and Financial Development*, Stanford University Press.
16. **Hall Peter and Soskice David (eds.)** (2001): *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford, Oxford University Press.
17. **Lee Charles M. C. and Ng David** (2009): Corruption and International Valuation: Does Virtue Pay?, *THE JOURNAL OF INVESTING*, Winter 2009, 23-41.
18. **Levitsky Steven and Way Lucan A.** (2010): *Competitive Authoritarianism: Hybrid Regimes After the Cold War*, Cambridge University Press.
19. **Leuz Christian, Oberholzer-Gee Felix** (2006): Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia, *Journal of Financial Economics* 81, pp. 411–439.

20. **Mihir A. Desai, Alexander Dyck, Luigi Zingales** (2007): Theft and taxes, *Journal of Financial Economics* 84, pp. 591–623.
21. **Modigliani, Franco & Perotti, Enrico** (1997): Protection of Minority Interest and the Development of Security Markets, *Managerial and Decision Economics*, 18, pp. 519-528.
22. **Modigliani, Franco & Perotti, Enrico** (2000): Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection, *International Review of Finance*, 1:2, pp. 8-96.
23. **Murgulia, Teimuraz** (2012): Finanzsektor, Nationalbank und Maßnahmen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit georgische Volkswirtschaft, In: *COMPETITION POLICY AND PRACTICE OF MARKET REGULATION*, pp. 117-125.
24. **Ng, David**, (2006), "The impact of corruption on financial markets", *Managerial Finance*, Vol. 32 Iss: 10 pp. 822 – 836.
25. **Olson, Mancur** (1965): *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press.
26. **Papava, Vladimer** (2002): Necroeconomics - the theory of post-Communist transformation of an economy, *International Journal of Social Economics*, Vol. 29 Iss: 10 pp. 796 – 805.
27. **Papava, Vladimer** (2005): On the theory of post-Communist economic transition to market, *International Journal of Social Economics*, Vol. 32 Iss: 1 pp. 77 – 97.
28. **Papava, Vladimer** (2009): The “Rosy” Mistakes of the IMF and World Bank in Georgia, *Problems of Economic Transition*, vol. 52, no. 7, November 2009, pp. 44–55.
29. **Papava, Vladimer** (2010): The Problem of Zombification of the Postcommunist Necroeconomy, *Problems of Economic Transition*, vol. 53, no. 4, August 2010, pp. 35–51.
30. **Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales** (2003): The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics* 69, pp. 5–50.
31. **Schwab, Klaus** (2012): *Global Competitiveness Report 2012-2013*.
32. **Thang Nguyen Van & Freeman Nick J.** (2009): State-owned enterprises in Vietnam: are they ‘crowding out’ the private sector?, *Post-Communist Economies*, 21:2, pp. 227-247.
33. **Xiaochi Lin, Yi Zhang, Ning Zhu** (2009): Does bank ownership increase firm value? Evidence from China, *Journal of International Money and Finance*, 28, pp. 720–737.
34. **„Doing Business 2012“** (2011), ინფორმაცია მოპოვებულია 2012 წლის 6 სექტემბერს ელექტრონული რესურსის მისამართიდან: <http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2012>
35. **Narmania, David** (2008): დამოუკიდებელი ექსპერტის დასკვნა საქართველოს კანონის პროექტზე „საფინანსო სექტორის გლობალური კონკურენტუნარიანობის შესახებ“, ინფორმაცია მოპოვებულია 2012 წლის 5 სექტემბერს ელექტრონული რესურსის მისამართიდან: http://www.ciesr.org/files/7_globaluri_safinanso_sektori_d.narmania.pdf