ავტორის სტილი დაცულია

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის
თბილისის სახელმწიფო
უნივერსიტეტის იურიდიული
ფაკულტეტი

სამართლის სადოქტორო პროგრამა

გიორგი გიგუაშვილის

სადოქტორო ნაშრომი
თემაზე:

კორპორაციის კაპიტალიზაციის მექანიზმების მოწესრიგება კაპიტალის ბაზრის სამართლის მიხედვით

ხელმძღვანელი: პროფესორი ირაკლი ბურდული

თბილისი
2017

სარჩევი

აბრევიატურები

ქართულ ენაზე

ა.შ. - ასე შემდეგ

აშშ - ამერიკის შეერთებული შტატები

გვ. - გვერდი

ე.წ. - ეგრეთ წოდებული

ე.ი. - ესე იგი

იხ. - იხილეთ

სებ - საქართველოს ეროვნული ბანკი

სხვ. - სხვა

სს - სააქციო საზოგადოება

სსბ - საქართველოს საფონდო ბირჟა

შდრ. - შეადარეთ

შპს - შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება

ფქსსნ - ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო საიდენტიფიკაციო ნომერი

უცხოურ ენებზე

AG - Aktiengesellschaft

Chap. - Chapter

DD - Due Diligence

DGCL - Delaware General Corporation Act

ECJ - European Court of Justice

FSA - Financial Services Authority

FSAP - Financial Services Action Plan

FWB - Frankfurter Wertpapierbörse

GmbH - Gesellschaft mit beschränkter Haftung

ICMA - International Capital Market Association

Inc. Incorporated

IPO - Initian Public Offering

LLC - Limited Liability Company

LSE - London Stock Exchange

MBCA - Model Business Corporation Act

MiFID - Markets in Financial Instruments Directive

NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automated Quotation

NSYE - New York Stock Exchange

OTC - Over-The-Counter

P. – Page

P.P. - Pages

PSM - Professional Securities Market

SA - Société Anonyme

SARL - Société à responsabilité limitée

SEC - Securities and Exchange Commission

SEC - Securities and Exchange Commission

V. - Versus

Vol. - Volume

შესავალი

საქართველო დამოუკიდებლობის მესამე ათწლეულის მიწურულს განვითარების გარდამტეხ ეტაპზე იმყოფება. ასეთ დროს უნდა დაიწყოს წინა პერიოდში შექმნილ ფუნდამენტზე მყარი ეკონომიკის შექმნა, რისი ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ბიძგის მიმცემიც ინვესტორთა მხრიდან ქვეყნის ეკონომიკური პერსპექტივის მიმართ რწმენა უნდა გახდეს. თავის მხრივ, ასეთი პერსპექტივების განცდა შეუძლებელია გაჩნდეს სამართლებრივად არასტაბილურ გარემოში, სადაც შეუძლებელია გრძელვადიანი პროგნოზის გაკეთება.

ქვეყანის ეკონომიკური დოვლათის შემქმნელს მსხვილი, კაპიტალური ტიპის სამეწარმეო საზოგადოებები წარმოადგენენ. ასეთ სუბიექტებში კაპიტალის ინვესტირება სხვადასხვა მეთოდით ხორციელდება. კაპიტალური ტიპის საზოგადოების თვალსაწიერიდან ასეთი მიზანი, ძირითადად, ოთხი მექანიზმის გამოყენებით მიიღწევა: 1. გარე ინვესტიციათა მოზიდვის საჭიროების შემცირებით, ანუ საზოგადოებაში უკვე არსებული კაპიტალის რეინვესტირებით; 2. სააქციო კაპიტალის ზრდით, ანუ ახალი აქციების შეთავაზებით ინვესტორებისათვის; 3. სასესხო კაპიტალის ზრდით, ანუ სასესხო ფასიანი ქაღალდების ემისიით ან საბანკო კრედიტზე წვდომით და 4. ჰიბრიდული მეთოდით.[1]

იმის მიხედვით, თუ ქვეყანაში ზემოთ აღნიშნული რომელი ტიპის წყაროზე მოდის ინვესტიციის მეტი წილი, ქვეყნის ეკონომიკა შეიძლება პირობითად დაიყოს საბანკო და კაპიტალის ბაზრის ეკონომიკებად. კერძოდ, მაგალითისათვის, ბრიტანულ და ამერიკულ კულტურაში დომინანტური როლი სავაჭრო ფინანსურ აქტივებს უკავია, რის გამოც ამ ქვეყნებში განვითარებულ კაპიტალის ბაზარს ვხვდებით.[2] მაშინ, როდესაც, მაგალითისათვის, იაპონური და გერმანული საინვესტიციო კულტურა, მიუხედავად კაპიტალის ბაზრის არსებობისა, უფრო საბანკო ურთიერთობებზეა დაფუძნებული და სწორედ ეს უკანასკნელი აწარმოებს ოპერირებისათვის აუცილებელი დამატებითი კაპიტალის უდიდეს ნაწილს.[3]

საქართველომ ამ დროისათვის ვერ შეძლო და სამეწარმეო საქმიანობაში კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით ინვესტიციის მსურველებს ვერ შესთავაზა შესაბამისი გარემო. ამაზე ნათლად მეტყველებს საქართველოში ერთადერთი საფონდო ბირჟის მაგალითი. კერძოდ, სსბ-

[1] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 5.

[2] *Fabrozzi/ Mann/ Moorad:* The Global Money Markets, 2002, p. 3.

[3] *Fabrozzi/ Mann/ Moorad:* The Global Money Markets, 2002, p. 3.

ს სავაჭრო სისტემაში 2017 წლის 1 მარტის მდგომარეობით 121 კომპანიის ფასიანი ქაღალდია დაშვებული, რომელთა სრული საბაზრო კაპიტალიზაცია 0.729 მილიარდ დოლარი, ხოლო ბირჟაზე ტრანზაქციათა ბრუნვის მაჩვენებელი დღიურად 260.13 ლარია.

ადგილობრივი თუ უცხოური დანაზოგების ქართულ კაპიტალის ბაზარში ამგვარი მცირე ჩართულობის მიზეზად სამართლებრივად არასტაბილურ გარემოც შეიძლება დასახელდეს. უკანასკნელი ორი ათწლეულის მანძილზე სამართლის ფაქტობრივად ყოველი დარგი, მათ შორის, ასეთი ურთიერთობებისათვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანი - ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და სამეწარმეო სამართალი, უწყვეტი რეფორმის პროცესს გადის, რაც ბიზნესს არ აძლევს განჭვრეტადი საშუალო და გრძელვადიანი პოლიტიკის წარმოების შესაძლებლობას.

დისერტაციის კვლევის საგანი კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების ინსტიტუციური და ინსტრუმენტალური მექანიზმების სამართლებრივი ასპექტები, მათ შორის, ბაზრის განვითარებასა და სამართალს შორის კორელაციაა, რის საფუძველზეც წარმოდგენილი იქნება საქართველოს კანონმდებლობით საკითხის სრულყოფილთან დაახლოებული რეგულირების შესახებ რეკომენდაციები.

ასეთი კვლევის აქტუალობა ინტერდისციპლინური და ევროკავშირისა და განვითარებული კაპიტალის ბაზრის მქონე ქვეყნების სამართლის შედარებითი კვლევის საფუძველზე, კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების ინსტიტუციებისა და ინსტრუმენტების სამართლებრივი მხარის შესწავლის აუცილებლობიდან მომდინარეობს, რაც შესაძლებელს გახდის შესაბამისი რეკომენდაციების შემუშავებას ქართული სამართლით საკითხის გაუმჯობესებულად მოწესრიგების მიზნით. შედეგად, მათი კანონმდებლობაში დანერგვის შემთხვევაში, საქართველოს მიეცემა შესაძლებლობა გლობალური ეკონომიკის პირობებში ხელმისაწვდომი ეკონომიკური სიკეთიდან თავისი წილი მიიღოს და ამავდროულად მიაღწიოს საკუთარ გეოპოლიტიკურ მიზანს ევროპული ინტეგრაციის სახით.

წარმოდგენილი სადისერტაციო ნაშრომის ამოცანაა კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების ინსტიტუციურ და ინსტრუმენტალურ მექანიზმთა სამართლებრივი ასპექტების შესწავლა, მათსა და კაპიტალის ბაზრის განვითარებას შორის კორელაციის დადგენა და სათანადო რეკომენდაციების წარმოდგენა, ეროვნული კანონმდებლობით საკითხის გაუმჯობესებულად მოწესრიგების მიზნით.

ზემოაღნიშნული თემატიკის ფარგლებში სამართალი მჭიდროდაა დაკავშირებული მეცნიერების სხვა დარგებთან. შესაბამისად,

სადისერტაციო ნაშრომის ფარგლებში იქნება მცდელობა ინტერდისციპლინური კვლევისა -სამართლისა და ფინანსების ურთიერთკავშირის ანალიზის, ასევე შედარებით-სამართლებრივი და ლოგიკური ანალიზის საფუძველზე, რითაც მოხდება კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებაში მონაწილე ინსტიტუციებისა და ინსტრუმენტების სამართლებრივი ასპექტების იდენტიფიცირება და სრულყოფილ ანალიზი. ასევე, დადგენილ იქნება სამართლის კავშირი კაპიტალის ბაზრის განვითარებასთან და ამ სფეროში თანამედროვე ტენდენციების გათვალისწინებით წარმოდგენილი იქნება რეკომენდაციები ქართულ სამართალში საკითხის პროგრესული რეგულირების მიზნით.

სადისერტაციო ნაშრომი შედგება შესავლის, ექვსი ნაწილისა და დასკვნისაგან, სადაც შესავალი ნაწილი ეთმობა სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის საგნის, მის აქტუალობის, ამოცანისა და გამოყენებული მეთოდის განხილვას.

ნაშრომის პირველი ნაწილი შესწავლის საგანი სამართალისა და კაპიტალის ბაზრის შემხებლობაა. კერძოდ, შესწავლილ იქნება ისეთი საკითხები, როგორიცაა კაპიტალის ბაზრის რეგულირება და ნორმატიული წყაროები, ისევე როგორც იურისდიქციათა ურთიერთშეჯიბრი იურისდიქციის ფარგლებში ინვესტიციათა მოზიდვის საქმეში და მისი გამოვლინების ფორმები.

მეორე ნაწილში მოცემულია კაპიტალის ბაზრის ზოგად კონსტრუქციასთან დაკავშირებული მსჯელობა. კერძოდ, განხილულია კაპიტალის ბაზრის არსი და მისი კლასიფიკაციის ისეთი ფორმები, როგორიცაა საფეხურებრივი და ტიპობრივი კლასიფიკაცია.

მესამე ნაწილის კვლევის საგნად კაპიტალის ბაზრის თემია დასახული. კერძოდ, გამოკვლეულია კაპიტალის ბაზრის ემიტენტის ნიშნები და ბაზრის სხვა ისეთი მონაწილეები, როგორებიცაა ანდერრაითერი, საფონდო ბირჟა, საბროკერო კომპანია და სხვა.

მეოთხე ნაწილი ეთმობა კაპიალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების შესწავლას. ნაშრომის ამ ნაწილში შესწავლილია კაპიტალის ბაზრის წილობრივი, სასესხო და ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტები.

მეხუთე ნაწილში ყურადღება სააქციო საზოგადოების კაპიტალის ზრდას ეთმობა სააქციო და სასესხო კაპიტალის გამოყენებით. კერძოდ, წარმოდგენილი იქნება ისეთი საკითხების ანალიზი, როგორიცაა: ასეთი მექანიზმებით დაფინანსების დადებითი და უარყოფით ეკონომიკურ-სამართლებრივი ასპექტები, ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსება და საჯარო შეთავაზება.

ნაშრომის მეექვსე თავი კი შეისწავლის კაპიტალის ბაზარზე ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის ისეთ თავისებურებებს, როგორიცაა ინსაიდერული გარიგებებისა და ბაზრის მანიპულირების აკრძალვა. ასევე, ყურადღება გამახვილდება ინფორმაციის გამჭვირვალობის საკითხებზე.

სადისერტაციო ნაშრომის დასკვნითი ნაწილი დაეთმობა თეზისების სახით ნაშრომის ფარგლებში გამოკვლეული ძირითადი საკითხების ილუსტრირებასა და მათ შეჯამებას.

I. სამართალისა და კაპიტალის ბაზრის შემხებლობა

1.1. კაპიტალის ბაზრის რეგულირება და ნორმატიული წყაროები

კაპიტალის ბაზრის სამართალი წარმოადგენს საბანკო, საკორპროაციო და საბირჟოს სამართლიდან აღმოცენებულ დარგს, რომლის სისტემატიზაცია და კონკრეტული ფორმულირება საკმაოდ რთულია.[4] კაპიტალის ბაზრის სამართალი წარმოადგენს ნორმატიული ინსტრუმენტთა კონსოლიდაციას, რომელიც გამიზნულია ღია საზოგადოებათა, კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით დამატებითი ინვესტირების კომპლექსური მოვლენისათვის მომწესრიგებელი იმგვარი ჩარჩოს შექმნისკენ,[5] რომელიც უზრუნველყოფს ინვესტორთა უფლებებისა და ბაზრის ფუნქციონირების თანაზომიერ დაცვას.[6]

შესაბამისად, კაპიტალის ბაზრის სამართალის, როგორც კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების სტიმულაციური ინსტრუმენტის რეგულირების ნომენკლატურაში ექცევა კაპიტალის ბაზრის ეგზისტენციის ისეთი ინსტიტუციური და ინსტრუმენტალური მექანიზმები, როგორებიცაა კაპიტალის ბაზრის სტრუქტურული თავისებურებები, მისი თემი, ფინანსური ინსტრუმენტები, ამ უკანასკნელთა ემისია და მიმოქცევის თავისებურებები.

კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებაში კანონმდებლის ინტერვენციული ინსტრუმენტი ნორმატიული აქტებია. თუმცა,

---

[4] *რობაქიძე,* სალომე: ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენებით დადებული გარიგებები და კერძო სამართლებრივი შედეგები, 2011, გვ. 163.

[5] *ბურდული/ მახარობლიშვილი/ ეგნატაშვილი/ გიგუაშვილი:* თანამედროვე ქართული სამეწარმეო სამართლის განვითარება, 2016, გვ. 116.

[6] *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 24.

ცალკეულ შემთხვევაში შესაძლოა პრობლემასთან მათი იდენტიფიცირება იყოს დაკავშირებული. იმ შემთხვევაში, როდესაც ცალკეული აქტი მიღებულია კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების საკითხის სრული მოწესრიგებისათვის, საკითხი მარტივად დგას. მაგალითად, ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება ცალსახად უნდა იქნეს განხილული კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნაწილად. პრობლემა წარმოიშობა მაშინ, როდესაც ცალკეული ნორმატიული აქტი, თავისი მოქმედების სფეროთი პირდაპირ არ უკავშირდება კაპიტალის ბაზრის სამართალს. მაგალითად, საქართველოს სისხლის სამართლის კოდექსი ადგენს სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობის საფუძველს, განსაზღვრავს, თუ რომელი ქმედებაა დანაშაულებრივი და აწესებს შესაბამის სასჯელს ან სხვა სახის სისხლისსამართლებრივ ღონისძიებას.[7] კანონის რეგულირების სფეროს გათვალისწინებით, იგი ერთიანობაში არ წარმოადგენს კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნაწილს. თუმცა, მაგალითად, ამავე კანონის 213-ე მუხლი არეგულირებს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წესის დარღვევას. შესაბამისად, ჩნდება კითხვა, წარმოადგენს თუ არა აღნიშნული ნორმა კაპიტალის ბაზრის სამართლის კვლევის საგანს, თუ ეს უკანასკნელი გაგებულ უნდა იქნეს ვიწროდ, იმ საკანონმდებლო აქტთა ერთიანობად, რომლის მოქმედების სფერო გამიზნულია კაპიტალის ბაზრის რეგულირებისკენ. აღნიშნულზე საუკეთესო პასუხს იძლევა “ფუნქციონალურობის ტესტი”[8], რომლის მიხედვითაც სამართლის ცალკეული დარგში მოქცეულ უნდა იქნეს ყველა ის ნორმა, რომელიც, მიუხედავად მისი მდებარეობისა, გამიზნულია ამ დარგის მოწესრიგებისაკენ.[9]

სამართლის ცალკეულ დარგებში მნიშვნელოვანია, რომ მოჭარბებული საზოგადოებრივი ინტერესის გათვალისწინებით, მიღწეულ იქნეს ჰარმონიზაციის მაქსიმალური ხარისხი, რაც მიღმა დატოვებული სფეროებისათვის ექსპერიმენტებისა და ადაპტაციისათვის მყარ საფუძველს შექმნის.[10] ამასთან ერთიანი კანონმდებლობა, ბაზრის არაპროფესიონალ მონაწილეთა ფსიქოლოგიური ბარიერების წაშლითა და თავდაჯერებულობის ზრდის

[7] საქართველოს სისხლის სამართლის კოდექსი, მუხლი 1.

[8] Functionality Test

[9] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 12.

[10] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 5.

შედეგად, ხელს უწყობს ინვესტორის ტრანზაქციული ხარჯების[11] შემცირებას.[12] შესაბამისად, ასეთი ნორმები, ნაშრომის მიზნებისათვის განხილული, მრავალსაფეხუროვანი სამართალშემოქმედებითი კომპეტენციის მქონე იურისდიქციაში გადანაწილებულია ადგილობრივ და ცენტრალურ ხელისუფლებას შორის.

ევროპის კავშირი. ევროკავშირში კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების რეგულირების წყარო ერთდროულად ევროპული დირექტივები და მის წევრ სახელმწიფოთა სამართალია. სამართალშემოქმედების სფეროში, ევროკავშირსა და მის წევრ სახელმწიფოებს შორის კომპეტენცია გამიჯნულია.[13] ევროკავშირის სადამფუძნებლო - ლისაბონის ხელშეკრულების[14] მე-5 მუხლის მიხედვით, გაერთიანების სამართალშემოქმედებითი კომპეტენცია ვრცელდება ორ, კუმულატიურ, პირობა-მკვეთ საკითხებზე, რაც გულისხმობს სახელმწიფოთა ინდივიდუალური ძალისხმევით დასახული მიზნის სათანადოდ მიღწევის შეუძლებლობასა და გაერთიანების მოქმედებით მის მიღწევადობას.[15] ამასთან, ამერიკის შეერთებული შტატებისაგან განსხვავებით, სადაც შტატებს ფედერალურმა ხელისუფლებამ შესაძლებელია დაავალოს ცალკეული პოლიტიკის დანერგვა, ევროკავშირის ფარგლებში ასეთი კომპეტენცია გაერთიანებას დამოუკიდებლად, წევრ სახელმწიფოთა თანხმობის გარეშე არ გააჩნია.[16]

ევროკავშირი წარმოადგენს 500 მილიონი მოსახლეობის მულტი-კულტურულ და განსხვავებული ეკონომიკური მოთხოვნების მქონე სახელმწიფოთა გაერთიანებას, რაც მიდგომას “ერთი ზომა ყველას ერგება” გაუმართლებელს ხდის.[17] შესაბამისად, ნაკლები საზოგადოებრივი ინტერესის მქონე შიდა სამართლის ჰარმონიზაცია ნაკლებად შეეხება, რაც აღნიშნული სფეროს ლოკალურ სპეციფიკასთან

[11] ტრანსზაქციული ხარჯების თაობაზე იხ. მახარობლიშვილი: კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, გვ. 79-87.

[12] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonisation in EU Securities Regulation 2012, pp. 4-5.

[13] *ჯუღელი:* კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 17.

[14] Lisbon Treaty

[15] Treaty on European Union, Article 5.

[16] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 86.

[17] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation,
2012, p. 4.

ადაპტირებადობას უწყობს ხელს.[18] ამგვარი დეცენტრალიზაცია ხასიათდება საზღვარ-მკვეთი მობილობის წინააღმდეგობების წაშლით, ერთიანი წესების დაუდგენლად, რათა ხელი შეეწყოს შეჯიბრებითი ბაზრის მიღწევას მარეგულირებელი სტანდარტების განვითარებისათვის.[19]

1999 წლის Financial Services Action Plan (FSAP) მიღების შემდგომ, კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების ჭრილში წარმოებული რეგულირების პოლიტიკა ევროკავშირში სრული (მაქსიმალური) ჰარმონიზაციის მიმართულებით მიმდინარეობს.[20] დღეისათვის ამგვარ ინსტრუმენთა რაოდენობა ათეულ დირექტივას აერთიანებს. შესაბამისად, გაერთიანების ფარგლებში კაპიტალის ბაზრის კანონმდებლობა ერთ-ერთ ყველაზე ჰარმონიზებულ მიმართულებას წარმოადგენს.[21]

ევროკავშირის სამართალშემოქმედებითი კომპეტენცია მოიცავს ექსკლუზიურ და გაყოფილ სფეროებს.[22] ნაშრომის მიზნებისათვის საინტერესო კაპიტალის ბაზრის მარეგულირებელი კანონმდებლობა გაყოფილ კომპეტენციათა კატეგორიას უნდა მიეკუთვნოს, რაც გულისხმობს საკითხის, თავდაპირველად კავშირის დონეზე მოწესრიგებას, რომელსაც ავსებს ლოკალური სამართლებრივი აქტები.

კავშირის მიერ თავისი კომპეტენციის ფარგლებში გამოყენებული რეგულირების უშუალო ინსტრუმენტი - დირექტივაა. ეს უკანასკნელი წარმოადგენს სახელმწიფოთა მიერ ნების ავტონომიის ფარგლებში განსაზღვრული მეთოდითა და ფორმით დანერგვად, მბოჭავი ხასიათის სამართლებრივ აქტს.[23] დირექტივის დეფინიცია მოიცავს ორ მნიშვნელოვან კომპონენტს. პირველი, ესაა კავშირის ფარგლებში სამართალშემოქმედების უზოგადესი პრინციპები - საერთო ევროპული სამართლის სუბსიდიურობა და თანაზომიერება.[24] კერძოდ, სუბსიდიურობის პრინციპის შესაბამისად, დირექტივის მიზანი უნდა

---

[18] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 3.

[19] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 5.

[20] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 6.

[21] *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 26.

[22] *ჯუღელი,* კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 17.

[23] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 68.

[24] *ჯუღელი:* კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 17.

იყოს განსაზღვრულ მექანიზმთა კოორდინირების აუცილებლობა.[25] ხოლო თანაზომიერების პრინციპიდან გამომდინარე, წევრ სახელმწიფოებში მათი ეკვივალენტურობის მიღწევის მიზნით გაწეული ძალისხმევის შინაარსი და ფორმა უნდა შეესაბამებოდეს ხელშეკრულების განსაზღვრულ მიზნებს.[26] ამასთან, წევრ სახელმწიფოებს, აქვთ შესაძლებლობა ცალკეულ სფეროებში დაადგინონ უფრო მაღალი სტანდარტი.[27]

მეორე, ესაა დირექტივის მბოჭავი ხასიათი. ევროკავშირში ნორმატიულ აქტთა წარმოება მიმდინარეობს "რეფლექსური ჰარმონიზაციის"[28] მეთოდით, რაც უზრუნველყოფს ჰარმონიზაციის მაქსიმალიზაციას.[29] ამასთან, დირექტივას აქვს უპირატესი იურიდიული ძალა შიდა კანონმდებლობასთან შედარებით. მოცემული პრინციპი ემყარება ადამიანის უფლებათა ევროპული სასამართლოს გადაწყვეტილებას[30] საქმეზე Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd.[31] Inspire Art. Ltd,[32] სადაც სასამართლოს მიერ ხაზი გაესვა ლოკალურ[33] კანონმდებლობასთან შედარებით, გაერთიანების სამართლის უპირატეს იურიდიულ ძალას.[34]

---

[25] *ჯუღელი:* კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 18.

[26] იქვე.

[27] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 80.

[28] Reflective Harmonisation

[29] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation,
2012, p. 5.

[30] ევროკაშირის კორპორაციულ-სამართლებრივი საფუძვლების ერთგვაროვანი გამოყენების მიზნით, კავშირის შესახებ ხელშეკრულების 263-ე მუხლიდან გამომდინარე სამართლებრივი აქტების სავალდებულო განმარტების უფლებამოსილება ადამიანის უფლებათა ევროკავშირის სასამარტლოს ეკუთვნის. ჯუღელი, კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 19.

[31] Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd. Case C-167/01.(2003) იხ. http://bit.ly/2tvTLXO

[32] Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd. Case C-167/01.(2003), გადაწყვეტილება ლიტერატურაში ასეთი ფორმით მოიხსენიება, მაგ. იხ. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 68.

[33] Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd. შემთხვევაში დავა შეეხო ევროკავშირის მე-11 საკორპორაციო სამართლებრივი დირექტივის იერარქიულობის საკითხს. კერძოდ, დადგენილ იქნა სხვა სახელმწიფოში დაფუძნებული ფილიალისათვის ევროკავშირის მე-11 საკორპორაციო სამართლებრივი დირექტივით გათვალისწინებული სავალდებულო და ფაკულტატიური გასაჯაროებადი ინფორმაციის საკმარისობა და უპირატესობა ადგილობრივ (მოცემულ

გაერთიანების ფარგლებში მიღებულ დირექტივათა რაოდენობა ათეულს შეადგენს და უმეტესად შეზღუდული პასუხისმგებლობის საჯარო საზოგადოებათა[35] საქმიანობის თავისებურებებს არეგულირებს.[36] კავშირის დირექტივები პრაქტიკულად სრულადაა დანერგილი წევრ სახლემიწფოთა მიერ,[37] გარდა უმნიშვნელო გამონაკლისისა.[38] შედეგად საჯარო კომპანიების საქმიანობის თავისებურებები გაერთიანების ფარგლებში ეკვივალენტურია.[39]

ამერიკის შეერთებული შტატები. ევროპის კონტინენტზე, წევრი სახელმწიფოების სუვერენიტეტის ხარჯზე, ევროკავშირის მზარდი კომპეტენციის გამო ევროპის შეერთებულ შტატების ჩამოყალიბებამდე[40], აღნიშნული ორგანიზაცია დე იურე 28 დამოუკიდებელ სახელმწიფოთა სუპრანაციონალური გაერთიანებაა, რაც მისი კაპიტალის ბაზრის სამართლის ინსტრუმენტთა სუბორდინაციის გამომწვევია. აღნიშნულისაგან განსხვავებით, ამერიკის შეერთებული შტატები ფედერალური მოწყობის სახელმწიფოა, რომელიც აერთიანებს ცალკეულ შტატს და თავისებურად ინაწილებს სამართლებრივ კომპეტენციას. კერძოდ, ნორმატიული აქტების იერარქიაში შეერთებულ შტატებში ყველაზე მაღალ საფეხურზე ფედერალური კანონი დგას,[41] რომელსაც შიდა საშტატო კანონმდებლობაში დანერგვა აღარ სჭირდება.

ფედერალური რეგულირება იშვიათად შეეხება საზოგადოებათა შიდა სამართალს და მისი რეგულირების ობიექტი ფასიანი ქაღალდების სამართალია,[42] რომელიც მოიცავს შეერთებული შტატების კანონთა კოდექსის[43] მე-15 თავით გათვალისწინებულ კანონებს.[44] ფედერალური

შემთხვევაში ჰოლანდიის) კანონმდებლობასთან შედარებით. იხ. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 68.

[34] Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd. Case C-167/01.(2003). იხ. http://bit.ly/2tvTLXO

[35] Public Limited Liability Company. ნაშრომის მიზნებისათვის საინტერესო იურისდიქციებში აღნიშნული სამართლებრივი ფორმის კონცეპტუალურ ანალოგებთან დაკავშირებით დეტალური მსჯელობა მოცემული იქნება ნაშრომის მე-3 თავში.

[36] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 68.

[37] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 20.

[38] მაგ., მე-6 საკორპორაციო დირექტივა, რომელიც საჯარო კომპანიების გაყოფას შეეხება, დანერგილ იქნა მხოლოდ იმ წევრ სახელმწიფოათა მიერ, სადაც ასეთი შესაძლებელია. იხ. *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 20.

[39] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 72.

[40] აღნიშნული იდეა ეკუთვნოდა უინსტონ ჩერჩილს, იხ. http://bit.ly/2hQMmRw

[41] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 17.

[42] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 63.

[43] The Code of Laws of the United States of America

კანონმდებლობის რეგულირების მიღმა დატოვებულ საზოგადოებათა შიდა ურთიერთობებს კი თითოეული შტატის სტატუტი[45] დამოუკიდებლად ფარავს.[46] ამგვარი დეცენტრალიზაცია "შეჯიბრებითი ფედერალიზმის"[47] სახელითაა ცნობილი.[48] ამგვარი მოდელი იწვევს იმ იურისდიქციათა დომინაციას, რომელებიც მომხმარებელს რეგულირების ყველაზე მიმზიდველ მოდელს სთავაზობენ.[49] შეერთებული შტატების მაგალითზე ასეთად დელავერის შტატი იქცა, სადაც ე.წ. "წარმატებული ხუთასიდან" კორპორაციების 60%-ზე მეტია რეგისტრირებული.[50] შტატების უმრავლესობა *MBCA*[51]-ს იყენებს.[52]

დელავერის შტატში, საზოგადოებათა რეგულირების უმთავრესი წყაროა DGCL,[53] რომელსაც ასევე ავსებენ უზენაესი სასამართლოსა და საკანცლერო სასამართლოს[54] ცალკეული გადაწყვეტილებები.[55] დელავერის შტატის საკორპორაციო სამართალებრივი ნორმები უმეტესწილად დისპოზიციური ხასიათისაა, რაც საზოგადოებებს ცალკეული საკითხების საკუთარი შეხედულებისამებრ მოწერიგების შესაძლებლობას აძლევს.[56]

შესაბამისად, ფედერალური კანონი აშშ-ში კაპიტალის ბაზრის რეგულირების უმთავრესი ინსტრუმენტია, ხოლო დამატებით, შემვსებ ხასიათს ატარებს სასამართლოს გადაწყვეტილებები და შტატის შიდა

[44] მათ შორის, "ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის აქტის" და "ბირჟების აქტის", ასევე, "სატრასტო ხელშეკრულებების აქტის", იხ. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 18.

[45] The statute of the state

[46] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 17.

[47] Competitive Federalism

[48] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 34.

[49] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 5.

[50] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 17.

[51] Model Business Corporation Act

[52] Model Business Corporation Act

[53] გარდა დელავერის შტატისა, აღნიშნულ სამართლებრივ აქტს იყენებენ სხვა შტატებიც, მათ შორის, ოკლაჰომაში, იხ. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 17.

[54] Court of Chancery

[55] მათ შორის, უმეტესწილად, უზენაეს სასამართლოსა და საკანცლერო სასამართლოს გადაწყვეტილებები ავსებს სტატუტის რეგულირების მიღმა დატოვებულ ისეთ საკითხებს, რომლებიც ფიდუციურ ვალდებულებებს ემყარება. იხ. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 18.

[56] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 18.

კანონმდებლობა. ასევე, შეერთებულ შტატებში, კაპიტალის ბაზრის სამართლის კონსტრუქციას მნიშვნელოვნად ცვლის ცალკეულ საფონდო ბირჟათა რეგულაციები, რომლებიც ფედერალურ და საშტატო კანონებთან ერთად, ხშირ შემთხვევაში უფრო მკაცრად არეგულირებენ კოტირებულ საზოგადოებათა ფუნქციონირებას.[57]

საქართველო. ჩვენში კაპიტალის ბაზრის სამართლის ძირითადი წყაროები "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" კანონი და ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ" წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანებაა. სამეწარმეო საზოგადოებათა შიდა სამართალს კი "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი 1997 წელის კანონი არეგულირებს.

ზემოაღნიშნული საკანონმდებლო აქტები უკანასკნელ ათწლეულში რიგი ცვლილებების ობიექტი გახდა.[58] შედეგად, დღევანდელი მდგომარეობით, "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის ცალკეული ნაწილები სისტემური გაუმართაობის საუკეთესო მაგალითებად იქცა.[59] იგივე შეიძლება ითქვას, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონზე. ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ" საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება, ზემოაღნიშნულ საკანონმდებლო აქტებთან შედარებით ახალია, და იგი დამტკიცებულია 2016 წლის 5 აგვისტოს,[60] თუმცა, მისი ხარისხობრივი მაჩვენებელი ასევე საკმაოდ დაბალია, რაც ნაშრომის მომდევნო თავების კვლევის საგანია.

მომავლის განსხვავებულ პერსპექტივას ქმნის ? პერიოდში

[57] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 18-19.

[58] ამ კონტექტში განსაკუთრებულ ყურადღებას იქცევს 2008 წლის 14 მარტის რეფორმა, რომელიც შეეხო "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონისა და "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის პრაქტიკულად ყველა ნაწილს. იხ. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონში ცვლილებებისა და დამატებების შეტანის თაობაზე, 2008 წლის 14 მარტი და საქართველოს კანონი „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონში ცვლილებებისა და დამატებების შეტანის თაობაზე 2008 წლის 14 მარტი.

[59] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 15.

[60] საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება №79/04, 2016 წლის 5 აგვისტო.

საქართველო-ევროკავშირის ასოცირების ხელშეკრულების[61] დადება. აღნიშნული შეთანხმება ქვეყნისათვის წარმოადგენს მნიშვნელოვან გამოწვევას კაპიტალის ბაზრის თანამედროვე პრაქტიკის შესაბამისი რეგულირების კუთხით. კერძოდ, შეთანხმებით, ქვეყანამ დამატებით არაერთი ვალდებულება აიღო საკუთარ თავზე, რომელთა ნაწილი, კაპიტალის ბაზრის მარეგულირებელი კანონმდებლობის ევროკავშირის სამართლის შესაბამისად მოწესრიგებასაც გულისხმობს. მათ შორის, საქართველოს გაუჩნდა ვალდებულება, მოახდინოს ევროკავშირის დირექტივების შესაბამისად ისეთი საკითხების რეფორმირება, როგორიცაა საზოგადოების კაპიტალის შევსება-შენარჩუნება; აქციონერთა უფლებები ღია საზოგადოებებში და საჯაროობა.[62]

აღნიშნული ვალდებულებები ასევე მნიშვნელოვანი წყარო იქნება ნაშრომის შემდგომ თავებში წარმოდგენილი ანალიზისა, რომელიც განიხილავს კანონმდებლობაში მათ იმგვარ დანერგვას, რომ, ერთი მხრივ, შესრულდეს ქვეყნის გეოპოლიტიკური მიზანი, გამოყენებულ იქნეს საუკეთესო ევროპული პრაქტიკა და, მეორე მხრივ, მნიშნველოვანი ზიანისგან იქნეს დაცული ქვეყნის ინტერესი, იყოს მიმზიდველი და ბიზნესის წახალისებაზე ორიენტირებული, ლიბერალური რეგულირებების მქონე იურისდიქცია.

1.2. ნორმატიული აქტი, როგორც კაპიტალის ბაზრის განვითარების ინსტრუმენტი

სააქციო საზოგადოებათა უნიკალურობა კაპიტალის სტრუქტურულ თავისებურებაში გამოიხატება. კერძოდ, მის დაყოფაში მიმოქცევად, თანაბარი უფლებებისა და მოვალეობების მქონე ფასიან ქაღალდებად. ასეთი ინსტრუმენტები, კოტირებაუნარიანობიდან გამომდინარე, წარმოადგენენ კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებს,[63]

---

[61] ასოცირების შესახებ შეთანხმება, ერთი მხრივ, ევროკავშირს და ევროპის ატომური ენერგიის გაერთიანებას და მათ წევრ სახელმწიფოებსა და, მეორე მხრივ, საქართველოს შორის.

[62] დანართი XXIII, ასოცირების შესახებ შეთანხმება, ერთი მხრივ, ევროკავშირს და ევროპის ატომური ენერგიის გაერთიანებას და მათ წევრ სახელმწიფოებსა და, მეორე მხრივ, საქართველოს შორის.

[63] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 133.

რომელთა საჯარო განთავსება უზრუნველყოფს საზოგადოების დამატებით ინვესტირებას.[64]

კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტთა ფუნქციონირებადი ბაზარი ხელს უწყობს ფინანსური რესურსების სათანადო მობილიზებასა და მათ ეფექტურ გამოყენებას.[65] კაპიტალის ბაზარი ინვესტორს, საკუთარი ქონების ზრდის შესაძლებლობით, ხოლო საინვესტიციო საჭიროებების მქონე პირს აუცილებელ რესურსებით უზრუნველყოფს,[66] რაც ერთიანობაში ქმნის დასაქმებასა და სოციალურ სიმდიდრეს.[67] შესაბამისად, არსებობს კაპიტალის ბაზრის განვითარებასა და ეკონომიკის ზრდას შორის მიზეზ-შედეგობრივ კავშირი.[68]

ტექნოლოგიური განვითარება, სივრცობრივი დიფერენციაციის უგულებელყოფით, აადვილებს ინვესტორებსა და საინვესტიციო საჭიროებების მქონე მეწარმეთა ურთიერთკავშირს.[69] იგივე საშუალებით ფინანსურ ინსტიტუტებს[70] უადვილებს საოპერაციო ლოკაციის ცვლილებას.[71] მიმოქცევის ამგვარი სიმარტივე კი ახალისებს კაპიტალის ბაზრებს და, შესაბამისად, იურისდიქციებს შორის კონკურენციას, რაც გამოწვეულია თანამედროვე პერიოდში ინვესტორთა მზარდი შესაძლებლობებით - მიგრირებულ იქნენ სხვა უფრო მიმზიდველ იურისდიქციაში.[72]

ნორმატიული აქტი არჩევანის შეზღუდვის გზით[73] გავლენას ახდენს ტრანზაქციის პოტენციურ მომგებიანობაზე.[74] შესაბამისად, კონკურენცია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ეფექტური საკანონმდებლო

---

[64] *ჭანტურია:* საყურადღებო კვლევა სააქციო სამართალში, 2010, გვ. 259.

[65] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011.

[66] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011.

[67] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 4.

[68] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011.

[69] *Arewa,* Financial Markets and Networks - Implications for Financial Market Regulation, 2009, p.

614.

[70] Finacnial Institue

[71] *Scott*: An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005, p. 13.

[72] *Yackle*: Competitive Federalism: Five Clarifying Questions, 2014, p. 1408.

[73] აქვე აუცილებელია აღინიშნოს, რომ არჩევანის თავისუფლება მხოლოდ დადებით კონტექსტში არ უნდა იქნეს აღქმული. კერძოდ, თვითნებობამდე მისული თავისუფლება სწორედაც რომ უარყოფით გავლენას ახდენს მხარეთა ურთიერთნდობაზე და, შესაბამისად, მათ ტრანზაქციულ ხარჯებზე, რაზეც ნაშრომის ფარგლებში დამატებითი ყურადღება იქნება გამახვილებული.

[74] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 28

რეგულირების მაპროვოცირებელ ფაქტორადაც გვევლინება ეკონომიკაში ადგილობრივ და უცხოელ ინვესტორთა მოზიდვის მოტივით.[75]აღნიშნულ კონტექსტში, მთავარ პრობლემა რეგულაციათა მისაღები მასშტაბია. შეუძლებელია ბაზრის რეგულირება ემყარებოდეს ნების ავტონომიის სრულ უგულებელყოფას, ვინაიდან ასეთი ეკონომიკის განვითარებიდან გამოთიშავს ისეთ ფაქტორს, როგორიც შეჯიბრობითობაა.[76] არაინტერვენციული მიდგომა ხელს უწყობს ბაზრის სუბიექტთა თავისუფლებას - განახორციელონ იფუნქციონირონ აღმასრულებელი ხელისუფლებისაგან გარე ჩარევის გარეშე.[77] მით უმეტეს, იმის გათვალისწინებით, რომ ბაზარზე ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა სიმრავლის გამო რეგულაციათა კონტრიბუციის ღირებულება ისედაც კითხვის ნიშნის ქვეშ დგას.[78] საპირისპიროდ დერეგულირების დადებით ეფექტთან მკვეთრ კონკურენციაში ინვესტორთა დაცულობის ხარისხობრივი მაჩვენებლის მნიშვნელობა მოდის. განვითარებული კაპიტალის ბაზრის პირობებში ინვესტორთა დივერსიფიცირებული პორტფოლიო ცალკეულ ინვესტიციაზე აკუმულირებული კონცენტრირებულობის მკვეთრ შემცირებას იწვევს.[79] განვითარებულ კანონმდებლობაზე დაფუძნებული მარეგულირებობრივი ზედამხედველობა ზრდის ინვესტორთა თავდაჯერებულობას მათთვის უსაფრთხოების მაღალი ხარისხის შეთავაზების გზით[80] და ამცირებს მათ სამონიტორინგო გასავლებს.[81]

ამასთან, გარდა მონიტორინგული ხარჯების პირდაპირი შემცირებისა, ემიტენტის ოპერირება დაცულ ბაზარზე ინვესტორის მიერ აღიქმება ემიტენტის ხარისხისა და სანდოობის მაჩვენებელად, რაც მკვეთრად ამცირებს უშუალოდ ემიტენტურ[82] ხარჯებს.[83] შედეგად,

---

[75] *Scott*: An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005, p. 13.

[76] *Scott*: An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005, p. 1.

[77] *ჯიბუტი*: კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 31.

[78] *Pistor/ Raiser/ Gelfer:* Law and Finance in Transition Economies, Economics of Transition, 2000, p. 22.

[79] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 46.

[80] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 6

[81] *Pistor/ Raiser/ Gelfer:* Law and Finance in Transition Economies, Economics of Transition, 2000, p. 25

[82] ასევე, ემიტენტის ხარჯების შემცირებას არაპირდაპირი ეფექტი ექნება ინვესტორის ხარჯების შემცირებაზე. კერძოდ, ემიტენტის მიერ ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსებისას გაღებული ფულადი სახსრები პირდაპირ გავლენას ახდენს ასეთი ინსტრუმენტის განსათავსებელ ფასზე.

საკუთარი სანდოობისა და ხარისხის დემონსტრირებისათვის[84] ასეთი იურისდიქციებისაკენ მიილტვიან საინვეტიციო საჭიროების მქონე მეწარმეებიც. აღნიშნულის ემპირიული დადასტურება უცხოურ კორპორაციათა სწრაფვაა შეერთებული შტატებისაკენ, რომელიც მკაცრი ფასიანი ქაღალდების სამართალით გამოირჩევა.[85] ასეთის განმაპირობებელი ისაა, რომ ინვესტორთა ინტერესების დაცვის სათანადო ინსტრუმენტალური მექანიზმების შექმნა ფინანსური სისტემის ჯანმრთელი ფუნქციონირების საჭირო ელემენტად განიხილება.[86] სწორედ აღნიშნულის გამოძახილად უნდა იქნეს მიჩნეული საჯარო კორპორაციათა მიერ დისპოზიციური ნორმებისაგან გადახვევის მინიმალური მაჩვენებელიც.[87]

სამართალს, გარდა საინვესტიციო ხარჯების შემცირებაზე პირდაპირი გავლენისა, დადებითი ეფექტის მოხდენა შეუძლია მიმდინარე ტრანზაქციულ ხარჯებზე. ვინაიდან, ნორმატიული აქტი, როგორც ქცევათა უნიფიკატორი, ამცირებს შესაძლო გაუგებრობათა მასშტაბებს და ზრდის განჭვრეტადობის ხარისხს.[88]

შესაბამისად, დაუშვებელია ნორმატიული აქტის, როგორც რეგულატორის ხელში კაპიტალის ბაზრის განვითარების ინსტრუმენტის არსებობის უგულებელყოფა. მცდარად უნდა იქნეს მიჩნეული ჩვენში ფართოდ გავრცელებული მოსაზრება რეგულირების მინიმალური მოდელის აუცილებლობის თაობაზე ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების წასახალისებლად. ნორმატიული აქტის გამოყენებით კანონმდებელს აქვს უნარი, ერთი მხრივ, ხელი შეუწყოს შეჯიბრობითობას ბაზარზე და, მეორე მხრივ, უსაფრთხოების უზრუნველყოფითა და ტრანზაქციული ხარჯების შემცირებით წაახალისოს ინვესტორები, რათა ამ უკანასკნელებმა მოახდინონ საკუთარი დანაზოგების ქვეყნის ეკონომიკაში ჩართვა. აღნიშნულისათვის აუცილებელია მიღწეულ იქნეს გონივრული ბალანსი არჩევანის ზოგად თავისუფლებასა და დივერსიფიცირებული პორტფელიოს პირობებში ბაზრის ჯანსაღი ფუნქციონირების უზრუნველყოფის გზით ინვესტიციათა წახალისებას შორის.

---

[83] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 4.

[84] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 57.

[85] იქვე.

[86] *ჯიბუტი*: კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 32.

[87] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 50.

[88] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 50.

აღნიშნულთან დაკავშირებით ნაშრომის მომდევნო თავებში მოცემული იქნება დეტალური მსჯელობა კონკრეტულ შემთხვევათა კონტექსტში რეგულაციათა მისაღები მაჩენებლის თაობაზე. თუმცა, ზოგადი თვალსაზრისით, შესაძლებელია გაკეთდეს რეკომენდაცია კანონმდებლის მიერ მინიმალური სტანდარტის დადგენის აუცილებლობისა და ბაზრისათვის სტანდარტების ამაღლების შესაძლებლობის დატოვების საჭიროების შესახებ.[89] მეორე და არანაკლებ მნიშვნელოვანია იმპერატიულ და დისპოზიციურ ნორმებს შორის ბალანსის მიღწევა, რაც მხარეებს მისცემს შესაძლებლობას, მოახდინონ კანონმდებლის ხედვის მოდიფიცირება ინდივიდუალური გამოწვევების შესაბამისად.[90]

ამასთან, ცალკე უნდა აღინიშნოს სამართლის გავლენის მასშტაბი კაპიტალის ბაზრის განვითარებაზე. დაწერილი სამართალი, როგორც ცალკე აღებული ინსტრუმენტი, დამოუკიდებლად ვერ შეძლებს კაპიტალის ბაზრის განვითარებას. ამავე კონტექსტში განსაკუთრებული მნიშვნელობა კანონის უზენაესობის საკითხს გააჩნია.[91] მაგალითისათვის, განვითარებადი სახელმწიფოების გარკვეულ ნაწილს, იღებენ რა დახმარებას შეერთებული შტატებისაგან, ფორმალური თვალსაზრისით უკეთესი ნორმატიული ბაზა აქვთ, ვიდრე თუნდაც საფრანგეთსა და გერმანიას.[92] თუმცა, ახლო პერსპექტივაში წარმოუდგენელია ამგვარმა რეგულაციებმა გავლენა მოახდინოს კაპიტალის ბაზრის პროპორციულ განვითარებაზე, ვინაიდან მითითებული ქვეყნების შემთხვევაში ძირითადი ნაკლოვანება სწორედ კანონის უზენაესობაა.[93] ამასთან, გარდა კანონის უზენაესობის პრობლემატიკისა, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მყისიერად აისახება ქვეყნის სოცალურ-პოლიტიკური მოვლენები,[94] რაც ახალი დემოკრატიებისათვის აქილევსის ქუსლადაა ქცეული.

გარდა სოციალურ-პოლიტიკური მოვლენების, კანონის უზენაესობის და სათანადო ნორმატიული ბაზის არსებობისა, კაპიტალის ბაზრის განვითარება შეუძლებელია ინდივიდუალური

---

[89] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 57.

[90] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 50.

[91] *Pistor/ Raiser/ Gelfer:* Law and Finance in Transition Economies, Economics of Transition, 2000, p. 25.

[92] იქვე.

[93] მაგ., საქართველო კანონის უზენაესობის მაჩვენებლით მსოფლიოს 113 ქვეყნიდან 34-ე ადგილზე იმყოფება, იხ. Rule of Law Index of the World Justice Project (WJP) http://bit.ly/2sIWVdY

[94] *ჯიბუტი:* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ. 24.

დოვლათის არარსებობის პირობებში. კაპიტალის ბაზარი წარმოადგენს მექანიზმს, რომლის მეშვეობითაც დანაზოგები ინვესტიციებში კონვერტირდება.[95] შესაბამისად, კაპიტალის ბაზრის სტიმულირების წინაპირობას, ეკონომიკურ კონტექსტში გარკვეული რაოდენობით დანაზოგების ფორმირების აუცილებლობა წარმოადგენს. ამ საქმეში კი თავის როლი ინსტიტუციონალურმა ინვესტორებმა - საპენსიო ფონდებმა, სადაზღვევო კომპანიებმა და საინვესტიციო დაწესებულებებმა უნდა ითამაშონ.[96]

1.3. იურისდიქციათა კონკურენცია საზოგადოებათა მოწესრიგებისას

სამართალშემოქმედებითი კომპეტენციის ცენტრალიზაციის მაღალი ხარისხი, უმეტესწილად, იმ არაპროფესიონალ ინვესტორთათვის თავდაჯერებულობის ზრდისთვისაა ნაკარნახევი, რომელთათვისაც ჰეტეროგენური მარეგულირებელი რეჟიმის არსებობა ქმნის ფსიქოლოგიურ ბარიერების და წარმოშობს დამატებით ხარჯებს.[97] არაერთგვაროვანი ნორმატიული გარემო განაპირობებს მომხმარებელზე ორიენტირებული სივრცის დომინაციას.[98] ასეთი კი, ისეთი მოჭარბებული საზოგადოებრივი ინტერესის მქონე სფეროსთვის, როგორიც კაპიტალის ბაზრის წესრიგია, საფრთხის შემცველად შეიძლება იქნეს აღქმული. კერძოდ, მაგალითისათვის, ღია კორპორაციების მიმართ დადგენილი საჯაროობის სტანდარტები, ცალკეულ შემთხვევებში წინააღმდეგობაში მოდის უშუალოდ ამ სამეწარმეო საზოგადოების პარტნიორთა ინტერესთან - გაამხილონ მინიმალური ინფორმაცია,[99] რაც საბოლოოდ მათი რეინკორპორირების გზით იმ იურისდიქციაში გადანაცვლებას გამოიწვევს, სადაც მინიმალური ან ნულოვანი საჯაროობის სტანდარტები არსებობს.[100]

---

[95] *ჯიბუტი:* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ. 30.

[96] *ჯიბუტი:* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ. 25.

[97] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, pp. 4-5.

[98] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 5.

[99] საჯაროობის, როგორც, ერთი მხრივ, საზოგადოებაში ინვესტირების წახალისების მექანიზმს, ხოლო, მეორე მხრივ, მნიშვნელოვანი პოტენციური საფრთხის შემცველზე დეტალური ანალიზი მოცემულია ნაშრომის შემდგომ თავებში

[100] *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p. 24.

მიუხედავად ამგვარი საფრთხეებისა, სამართალის ხარისხობრივი პროგრესი სხვა პროდუქტის მსგავსად, უმეტესად კონკურენციითაა ნაკარნახევი.[101] არ არსებობს რეგულაციათა უნიკალური, საერთაშორისოდ აღიარებული სტანდარტები და იგი იურისდიქციათა მიხედვით განსხვავდება როგორც სტრუქტურით, ისე ფილოსოფიითა და ხარისხით.[102] რეგულატორული ურთიერთშეჯიბრი ბიძგს აძლევს ინოვაციათა დაჩქარებას, არამხოლოდ შეცდომათა აღმოფხვრის, არამედ ნორმატიული გაუმჯობესების გზით,[103] ვინაიდან ემიტენტებსა და ინვესტორებს აქვთ შესაძლებლობა მიგრირებულ იქნენ სხვა, უფრო მიმზიდველ იურისდიქციაში.[104]

ამასთან, საწარმოს ინტერესი, ისწრაფოდეს მინიმალისტურ იურისდიქციისკენ, კონკურენციისას პრევენცირებულია ამ საწარმოს პოტენციურ ინვესტორთა შესაძლებლობით კაპიტალის ხარჯის შემცირების მიზნით, იმ ბაზრისკენ სწრაფვით, რომელიც დაცულობის მაღალ ხარისხს სთავაზობს.[105] ამასთან, შეჯიბრებითი ბაზრის პირობებში არჩევითობა არის უპირატესი მექანიზმი საერთო ან შეთანხმებით ჰარმონიზაციასთან მეტი მოქნილობის შედეგად ადგილობრივი ბაზრის სპეციფიკის გათვალისწინებით ინვესტორის ინდივიდუალურ საჭიროებებზე მორგებადობის გამო.[106]

შესაბამისად, შეჯიბრობითობა, სამართლის განვითარების ერთ-ერთი მამოძრავებელ ძალად უნდა იქნეს მიჩნეული. მის მისაღწევად რეკომენდებულია მიგრაციის ბარიერების შესაძლოდ მაქსიმალური მოშლა, რის შედეგადაც ინვესტორები და ემიტენტები თავისუფალნი იქნებიან - შეარჩიონ გამოსაყენებელი სამართალი, მიუხედავად მათი ფაქტობრივი ადგილსამყოფელისა თუ ტრანზაქციების,[107] ე.ი. კაპიტალის ზრდის ლოკაციისა.[108]

---

[101] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 34.

[102] *Morriss*: Changing the Rules of the Game: Offshore Financial Centers, Regulatory Competition & Financial Crises, 2009, pp. 5-6.

[103] *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p. 6.

[104] *Yackle*: Competitive Federalism: Five Clarifying Questions, 2014, p. 1408.

[105] *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p. 3.

[106] იქვე.

[107] აღნიშნულ კონტექსტში აღსანიშნავია, რომ ტექნოლოგიური განვითარების პროპორციულად კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების სავაჭრო ადგილის მიხედვით მოწესრიგება სულ უფრო რთული საქმე ხდება მისი მდებარეობის იდენტიფიცირების გართულების გამო, იხ. *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, pp. 11-12.

[108] *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p. 5.

ნორმატიული შეჯიბრებითობა უმეტესწილად დამოკიდებულია სამართალშემოქმედებით კომპეტენციის დანაწილებასა და გამოსაყენებელ სამართლზე. კერძოდ, კონკურენციისათვის, უპირველეს ყოვლისა, აუცილებელია დამოუკიდებელ იურისდიქციათა არსებობა, რომელთა შორისაც კონკურენციას აქვს ადგილი.[109] ამ კონტექსტში აშშ-სა და ევროკავშირის წევრ ერთეულებს შორის კონკურენციას ნაკლებად აქვს ადგილი, ვინაიდან, როგორც ნაშრომის წინა თავებში იქნა აღნიშნული, სამართალშემოქმედებითი კომპეტენცია კაპიტალის ბაზრის სამართლის ძირითად ნაწილში უაღრესად ცენტრალიზებულია. თუმცა, შეერთებული შტატებისაგან განსხვავებით, სადაც კაპიტალის ბაზრის სამართლის მიღება ფედერალური ხელისუფლების ექსკლუზივია, ევროკავშირის სამართალი ტოვებს წევრ ერთეულებს შორის კონკურენციისათვის, ჰარმონიზაციის გზით მინიმალური სტანდარტების დადგენის[110] პირობებში, სამართლებრივი დივერსიფიცირებულობის არსებობისათვის.[111] კერძოდ, ევროკავშირის შემთხვევაში წევრ სახელმწიფოებს ცალკეულ სფეროებში შეუძლიათ უფრო მაღალი სტანდარტის დადგენა.[112]

გარდა სამართალშემოქმედებითი კონკურენციისა, შეჯიბრობითობაზე გავლენას გამოსაყენებელი სამართალიც ახდენს გავლენას. უფრო ზუსტად, კაპიტალის ბაზრის სუბიექტის მიმართ გამოიყენება ის სამართალი, სადაც მისი ბაზარზე ოპერირების ადგილია.[113] მაგალითისათვის, ევროკავშირის კაპიტალის ბაზრის სამართალი გამოყენებადია მხოლოდ იმ ემიტენტების მიმართ, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებას ახდენენ წევრი სახელმწიფოს რეგულირებად ბაზარზე.[114] ასეთივე შინაარსისაა, მაგალითად, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი. თუმცა, საპირისპიროდ, შეერთებული შტატების შემთხვევაში, ფედერაციაში ინკორპორირებულ კორპორაციას არ აქვს შესაძლებლობა გვერდი აუაროს SEC რეგულაციებს სხვა იურისდიქციაში ფასიანი ქაღალდების შეთავაზების გზით.[115] ვინაიდან, ფედერალური კანონმდებლობის მიხედვით, საზოგადოება ექვემდებარება

---

[109] *Stephan*: Regulatory Cooperation and Competition - The Search for Virtue, 1999, p. 5.

[110] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p. 5.

[111] იქვე.

[112] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 80.

[113] *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p. 4.

[114] მაგ., იხ. Directive 2001/34/EC ან 2001/34/EC.

[115] *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p. 5.

ფედერალური კანონმდებლობის გამოყენებას, მიუხედავად ტრანზაქციის ადგილისა.[116]

ამავე კონტექსტში ყურადსაღებია სამართლის ის ნაწილი, რომელიც არ არის ექსკლუზირებული ცენტრალური ხელისუფლების მიერ. ასეთ შემთხვევაში ერთმანეთს უპირისპირდება ორი თეორია *ინკორპორირების თეორიის და რეალური ადგილსამყოფელის თეორის* სახით. ეს უკანასკნელი მე-19 საუკუნის საფრანგეთსა და გერმანიაში ჩამოყალიბდა ამგვარი მეთოდით კომპანიების უფრო მიმზიდველ იურისდიქციებში - ბელგიასა და ბრიტანეთში დე-იურე რეინკორპორირების გამორიცხვის მიზნით.[117] ამ მეთოდით კომპანიის შიდა ურთიერთობები საწარმოს ფაქტობრივი ადგილსამყოფელის მიხედვით რეგულირებას დაექვემდებარა.[118] მართალია არ არსებობს საზოგადოდ აღიარებული დეფინიცია, თუმცა შესაძლებელია მისი განმარტება, როგორც ცენტრალური მენეჯმენტის ის ლოკაცია, სადაც საზოგადოების საქმიანობის შესახებ ფორმირებული გადაწყვეტილებები ყოველდღიურად ინერგება საზოგადოების საქმიანობაში.[119]

საპირისპიროდ *ინკორპორირების თეორია* ხელს უწყობს მარეგულირებელთა ურთიერთ შეჯიბრს და გულისხმობს იურიდიული პირის შესაძლებლობას, თავად აირჩიოს სამართალი კონკრეტულ იურისდიქციაში ინკორპორირების გზით, მიუხედავად თავისი დე-ფაქტო საქმიანობის ადგილისა.[120] *ინკორპორირების თეორია* ინგლისური სამართლებრივი კულტურის პირმშოა და მისი განვითარების პროვოცირებაც მე-19 საუკუნეში, ინგლისური კომპანიებისათვის, ადგილობრივი სამართლის გამოყენების გზით, უცხო ქვეყანაში ოპერირების ხელშეწყობით მოხდა.[121]

ინკორპორპორირების თეორია ფართოდაა გავრცელებული შეერთებული შტატებში, რაც ამ ქვეყნის სამართლებრივ-კულტურული თავისებურებებითაა გამოწვეული. კერძოდ, აშშ-ს ფასიანი ქაღალდების მკაცრი ფედერალური კანონმდებლობა იძლევა კაპიტალის ბაზრის გამართული ფუნქციონირების გარანტიას, რაც, თავის მხრივ, მიღმა სფეროების კონკურენციის პირობებში აქციონერთა უფლებებზე "ზრუნვის" შემცირების შესაძლებლობას იძლევა.[122]

---

[116] იქვე.

[117] *Frost:* Transfer of Company's Seat - An Unfolding Story in Europe, 2005, p. 363.

[118] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 78.

[119] *Ebke:* Real Seat Doctrine in the Conflict of Corporate Laws, 2002, p. 1016.

[120] *Frost:* Transfer of Company's Seat - An Unfolding Story in Europe, 2005, p. 361.

[121] *Frost:* Transfer of Company's Seat - An Unfolding Story in Europe, 2005, p. 362.

[122] *Ebke:* Real Seat Doctrine in the Conflict of Corporate Laws, 2002, p. 1033.

საპირისპიროდ, ამერიკის შეერთებული შტატებისაგან განსხვავებით, რომელიც ერთიანი საკანონმდებლო ფუნდამენტის პირობებში შტატებს შორის კონკურენციის შესაძლებლობას იძლევა, ევროკავშირში როგორც აღინიშნა, არ არის ერთი სამართლის მქონე გაერთიანება.[123] წევრი სახელმწიფოები ერთმანეთთან წინააღმდეგობაში მოდიან არამხოლოდ ცალკეული საკითხის რეგულირებისას, არამედ ზოგიერთ შემთხვევაში მთელი სამართლებრივი ფილოსოფიითაც კი, რაც იურიდიული პირების ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკურ გავლენაზე გათვალისწინებით, საკითხის ადგილობრივი სამართლით რეგულირების საჭიროებას განაპირობებს.[124] ამას ემატება ისიც, რომ არ არსებობს საყოველთაო ევროპული ფასიანი ქაღალდების სამართალი, რომელიც შეასრულებდა დამაბალანსებელ როლს წევრ სახელმწიფოთა განსხვავებულ პოზიციებს შორის აქციონერთა დაცვის კონტექსტში.[125]

ევროკავშირის უმთავრეს ამოცანას ინვესტორებისათვის საინტერესო, ერთიანი ბაზრის შექმნა წარმოადენს, რათა მცირე ევროპულმა სახელმწიფოებმა გაერთიანების გზით კონკურენცია გაუწიოს მზარდ, ჩინურ და ტრადიციულად განვითარებულ, შეერთებული შტატების ფინანსურ ბაზარს. ამ მიზნით, ევროკავშირის საკორპორაციო სამართლის საფუძველს *ოთხი თავისუფლება*, განსაკუთრებით, *კაპიტალის თავისუფალი მიმოქცევა* და *დაფუძნების თავისუფლება* ქმნის, რომელიც ევროკავშირის სადამფუძნებლო შეთანხმებით არის გათვალისწინებული.[126] კერძოდ, ევროკავშირის დამფუძნებელი ხელშეკრულების 43-ე და 48-ე მუხლები საზოგადოებებისათვის, რომლებიც დაფუძნებული არიან ევროკავშირის ფარგლებში, უზრუნველყოფენ მეორადი დაფუძნების ან ფილიალების, წარმომადგენლობებისა და შვილობილი საწარმოების შექმნის თავისუფლებას სხვა წევრ სახელმწიფოებში.[127]

რეალური ადგილსამყოფელის თეორია და *ინკორპორირების თეორია* ხშირად სწორედ დაფუძნების თავისუფლების კონტექსტში განიხილება, რასაც ადამიანის უფლებათა ევროპული სასამართლოს რამდენიმე მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილება უკავშირდება. ამგვარი გადაწყვეტილებებიდან საბაზისოს, *Centros Ltd* v. *Erhvervs- og*

---

[123] *Gerner-Beuerle:* United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p.5.

[124] *Ebke:* Real Seat Doctrine in the Conflict of Corporate Laws, 2002, p. 1033.

[125] *Ebke:* Real Seat Doctrine in the Conflict of Corporate Laws, 2002, p. 1033.

[126] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 10.

[127] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 11.

Selskabsstyrelsen საქმე წარმოადგენს.[128] აღნიშნულ საქმეზე ECJ-მ დაადგინა დანიის ვალდებულება, ნება მიეცა ბრიტანული კომპანიისათვის, თავისუფალად განეხორციელებინა საქმიანობა დანიის ტერიტორიაზე, მიუხედავად იმისა, რომ აშკარა იყო კომპანიის სხვა იურისდიქციაში - ბრიტანეთში ინკორპორირების მიზეზი - დანიური მკაცრი კანონმდებლობის თავიდან აცილება.[129] აღნიშნულ გადაწყვეტილებას კი მისი ვერტიკალური ბუნების გათვალისწინებით, სავალდებულო ძალა აქვს წევრ სახელმწიფოებზე.[130]

კიდევ ერთი გადაწყვეტილება, რომელიც *Uberseering*[131] სახელითაა ცნობილი, "რეალური მდებარეობის" თეორიაზე დაყრდნობით, გერმანული სასამართლოს უარს უკავშირდება ჰოლანდიაში დაფუძნებული საზოგადოებისათვის, გერმანული სასამართლოს მიმართვის შესაძლებლობაზე, აღნიშნული პირის გერმანიაში რეინკორპორირების არქონის გამო.[132] მითითებულ გადაწყვეტილებაში ECJ-მ კიდევ ერთხელ გაუსვა ხაზი "Centros"-ის საქმეს და აღნიშნა, რომ იურიდიულ პირს შეუძლია თავისუფალი საქმიანობა, მათ შორის გერმანიის ტერიტორიაზე, თუ იგი რეგისტრირებულია ერთ-ერთ წევრ სახელმწიფოში.

თუმცა, ადამიანის უფლებათა ევროპულ სასამართლოს დღემდე ცალსახად არ დაუდგენია "რეალური ადგილსამყოფელის თეორიის" წინააღმდეგობა დაფუძნების თავისუფლების პრინციპთან.[133] ვინაიდან აღნიშნული გადაწყვეტილებები არ შეეხება იურისდიქციათა კოლიზიას აღნიშნულ თეორიაზე პირდაპირი ხაზგასმით.[134]

შუალედური დასკვნა

ნაშრომის მოცემული ნაწილი კაპიტალის ბაზარისა და სამართლის შემხებლობის შესწავლას დაეთმო. განხორციელებულმა ანალიზმა, უპირველეს ყოვლისა, ხაზი გაუსვა ასეთი კორელაციის არსებობას, რაც წინამდებარე სადისერტაციო ნაშრომის ფარგლებში

[128] იხ. *Centros Ltd* v. *Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,* იხ. http://bit.ly/2sBh6Ls

[129] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 78.

[130] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, pp. 79-80.

[131] იხ. Überseering BV v Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC), იხ. http://bit.ly/2tw4Vfo

[132] *Frost:* Transfer of Company's Seat - An Unfolding Story in Europe, 2005, p. 365.

[133] *Frost:* Transfer of Company's Seat - An Unfolding Story in Europe, 2005, p. 369.

[134] იქვე.

განსახორციელებელი კვლევის ქვაკუთხედს წარმოადგენს. ამავე ჭრილში იქნა განხილული კაპიტალის ბაზრის სამართლის ნორმატიული ინსტრუმენტებიც. მათი იდენტიფიცირებისათვის *ფუნქციონალურობის ტესტს* მიენიჭა უპირატესობა, რაც გულისხმობს სამართლის ამ დარგში იმ ნორმა-დებულებათა გაერთიანებას, რომლებიც კაპიტალის ბაზრის მოწესრიგებისკენაა მიმართული.[135] ამავე კონტექსტში რეკომენდებულია, დარგის შემდგომი კვლევისათვის, საკვლევ ნორმატიულ აქტთა იდენტიფიცირება სწორედ აღნიშნული ტესტის გამოყენებით.

კვლევამ ასევე აჩვენა კაპიტალის ბაზრის კანონმდებლობის ნაწილში სამართალშემოქმედებითი კომპეტენციის, ცენტრალიზაციის მაღალი ხარისხი, როგორც ევროკავშირის, ისე შეერთებული შტატების შემთხვევაში. შეერთებული შტატებისათვის სფეროს მოწესრიგების ინსტრუმენტად ფედერალური კანონები იქნა გამოვლენილი, რასაც ავსებს ცალკეული სასამართლოს გადაწყვეტილება და ინკორპორირების, შტატის შიდა კანონმდებლობა. გარდა ამისა აღმოჩნდა, რომ შეერთებულ შტატებში კაპიტალის ბაზრის სამართლის კონსტრუქციაზე მნიშვნელოვნ გავლენას ახდენს საფონდო ბირჟათა რეგულაციები, რომლებიც ხშირ შემთხვევაში კოტირებულ საზოგადოებათა ფუნქციონირების უმკაცრესი რეგულირებით გამოირჩევიან.[136] ევროკავშირის ფარგლებში კი კაპიტალის ბაზრის სამართლის ინსტრუმენტები - დირექტივები აღმოჩნდა, რომლებიც პრაქტიკულად სრულადაა დანერგილი წევრ სახელმწიფოთა მიერ,[137] გარდა უმნიშვნელო გამონაკლისისა.[138] ჩვენში კი უკვე არსებულ ნორმატიულ ბაზასთან ერთად, განსაკუთრებულად მნიშვნელოვნად იქნა მიჩნეული საქართველო-ევროკავშირის ასოცირების შეთანხმება, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს კაპიტალის ბაზრის სამართლის თანამედროვე პრაქტიკის შესაბამისად ჩამოყალიბება.

კვლევის ფარგლებში განსაკუთრებული ყურადღება დაეთმო ნორმატიული აქტის, როგორც რეგულატორის ხელში კაპიტალის ბაზრის განვითარების ინსტრუმენტის შესწავლას, ყურადღება გამახვილდა რა ამგვარი ინტერვენციის დადებით და უარყოფით ეფექტებზე. ამავე ჭრილში რეკომენდაციის სახით, ხაზი გაესვა

---

[135] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 12.

[136] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, pp. 18-19.

[137] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 20.

[138] მაგ., მე-6 საკორპორაციო დირექტივა, რომელიც საჯარო კომპანიების გაყოფას შეეხება, დანერგილ იქნა მხოლოდ იმ წევრ სახელმწიფოათა მიერ, სადაც ასეთი შესაძლებელია. იხ. *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 20.

რეგულირებისას გონივრული ბალანსის მიღწევის აუცილებლობას ზოგად თავისუფლებასა და საკანონმდებლო ინსტრუმენტების მეშვეობით დივერსიფიცირებული პორტფელიოს პირობებში, ბაზრის ჯანსაღი ფუნქციონირების უზრუნველყოფას შორის. ასევე, აუცილებლად იქნა მიჩნეული, კაპიტალის ბაზრის რეგულირებისას კანონმდებლის მიერ მინიმალური მისაღები სტანდარტის დადგენა და ბაზრისათვის სტანდარტების ამაღლების შესაძლებლობის დატოვება[139] ისევე, როგორც იმპერატიულ და დისპოზიციურ ნორმებს შორის ბალანსის მიღწევა, რათა მხარეებს მიეცეთ შესაძლებლობა, მოახდინონ კანონმდებლის ხედვის მოდიფიცირება ინდივიდუალური გამოწვევების შესაბამისად.[140]

კვლევით ასევე გამოვლინდა შეჯიბრობითობის როლი კაპიტალის ბაზრის სამართლის განვითარების საქმეში. აღნიშნულ კონტექსტში, მაქსიმალური შეჯიბრობითობის მისაღწევად ხაზი გაესვა მიგრაციის ბარიერების სრული მოშლის შესაძლებლობას, რის შედეგადაც ინვესტორები და ემიტენტები თავისუფალნი იქნებიან შეარჩიონ გამოსაყენებელი სამართალი, მიუხედავად მათი ფაქტობრივი ადგილსამყოფელისა თუ ტრანზაქციების,[141] ე.ი. კაპიტალის ზრდის ლოკაციისა.[142]

შეჯიბრობითობის საკითხის შესწავლისას დაისვა მის დამოკიდებულების საკითხი სამართალშემოქმედებით კომპეტენციასა და გამოსაყენებელ სამართალზე. კვლევამ აჩვენა, რომ შეერთებული შტატების სამართლით, ამ იურისდიქციაში ინკორპორირებულ კორპორაციას, არ აქვს შესაძლებლობა გვერდი აუაროს SEC-ის რეგულაციებს სხვა იურისდიქციაში ფასიანი ქაღალდების განთავსების გზით[143] მაშინ, როდესაც ევროკავშირის და ქართული კაპიტალის ბაზრის სამართალი გამოყენებადია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ შემთავაზებელი ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებას ახდენს მათ ტერიტორიაზე.[144]

---

[139] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 57.

[140] *Cross/ Prentice:* Law and Corporate Finance, 2007, p. 50.

[141] აღნიშნულ კონტექსტში აღსანიშნავია, რომ ტექნოლოგიური განვითარების პროპორციულად კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების სავაჭრო ადგილის მიხედვით მოწესრიგება სულ უფრო რთული საქმე ხდება მისი მდებარეობის იდენტიფიცირების გართულების გამო. *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, pp. 11-12.

[142] *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p. 5.

[143] იქვე.

[144] მაგ., იხ. Directive 2001/34/EC ან 2001/34/EC.

ცალკე ყურადღება დაეთმო იმ გამოსაყენებელი სამართლის შესწავლას, რომლის შემოქმედებაც არ არის ექსკლუზირებული ცენტრალური ხელისუფლების მიერ. კვლევით დადგინდა, რომ მითითებულ კონტექსტში ერთმანეთს უპირისპირდება ორი თეორია *ინკორპორირების თეორიის* და *რეალური ადგილსამყოფელის თეორიის* სახით. თავის მხრივ, დაისვა ამ უკანასკნელის შესაბამისობის საკითხი დაფუძნების თავისუფლების პრინციპთან,[145] რასაც სასამართლო პრაქტიკის ანალიზის შედეგად, დადებითი პასუხი გაეცა.[146]

II. კაპიტალის ბაზრის არსი და სტრუქტურა

2.1. კაპიტალის ბაზრის არსი

ფულადი ნაკადის საჭიროების და დანაზოგების მქონეთა შორის საინვესტიციო კომუნიკაცია მიიღწევა პირდაპირი (პირდაპირი დაფინანსება) ან არაპირდაპირი (არაპირდაპირი დაფინანსება) გზით.[147] თავის მხრივ, ამ უკანასკნელის შემთხვევაში საინვესტიციო ოპერაციებში შემოდის ფინანსური ბაზრის კაპიტალის ბაზრისეული სეგმენტი, რომელიც ფინანსური ბაზრის სხვა ისეთი ნაწილების მიღმა, როგორიცაა

[145] *Frost:* Transfer of Company's Seat - An Unfolding Story in Europe, 2005, p. 369.

[146] იქვე.

[147] *Stoica:* The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002, p. 2.

ფულის, სავალუტო და დერივატივების ბაზრები[148], ქმნის ფორუმს ინდივიდუალური ინვესტორებისა თუ მსხვილი საინვესტიციო კომპანიებისა და ინვესტიციის საჭიროების მქონე ფასიანი ქაღალდების ემიტენტების თანკვეთისათვის,[149] რათა უზრუნველყოფილ იქნეს ინვესტორების მიერ თავისუფალი თანხების დაბანდება დამატებითი ინვესტირების საჭიროების მქონე საწარმოს ფასიან ქაღალდებში,[150] ისევე, როგორც შემდგომში ამ უკანასკნელის გადაყიდვა სარგებლის მიღების მიზნით.[151]

ფუნქციონირებადი კაპიტალის ბაზარი, თანამედროვე ეკონომიკის გულად უნდა იქნეს მიჩნეული. ვინაიდან, სწორედ ამ უკანასკნელის მეშვეობით ხორციელდება დანაზოგების ეფექტური ტრანსფერი ფუნქციონირებად ეკონომიკაში.[152] ასეთი საჭიროების მუდმივობა, კონკურენტული ბაზრის პირობებში, პროვოცირებულია რისკის მართვის, მომხმარებლისათვის ახალი პროდუქტის შეთავაზების, გამოცდილი მენეჯმენტის დაქირავების, სარეკლამო კამპანიის წარმოების თუ სხვა მოკლე ან გრძელვადიანი პროექტის დაფინანსების აუცილებლობით.[153]

პარალელურად, ზემოთ მითითებულის ხარჯზე კაპიტალის ბაზარი ინვესტორს აძლევს შესაძლებლობას გაზარდოს საკუთარი აქტივები პერსპექტიული თუ უკვე წარმატებული კომპანიის მიერ ემიტირებული ფასიანი ქაღალდების მეშვეობით.[154] შედეგად კონკურენტულ გარემოში ინვესტიციათა ეფექტური თავმოყრით მიღებული ამონაგებით[155] კაპიტალის ბაზარი მნიშვნელოვნად ზრდის ეკონომიკაში არსებული ინვესტირებადი დანაზოგების მოცულობას.[156]

---

[148] *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 22

[149] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 15.

[150] *ჯიბუტი:* სარეიტინგო კომპანიის სამართალი, ჩამოყალიბების და განვითარების პრობლემები, სადისერტაციო ნაშრომი სამართლის დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად, თბილისი, 2015.17.

[151] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 15.

[152] *Stoica:* The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002, p. 1.

[153] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 14.

[154] *Stoica:* The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002, p. 3.

[155] ამავე კონტექსტში აღსანიშნავია კაპიტალის ბაზრის საფრთხე, რომლის მიხედვითაც ხშირ შემთხვევაში კაპიტალის ბაზარი ხელს უწყობს კაპიტალის სოციალურად მიუღებელ გადანაწილებს მაღალი კვალიფიცირების ინვესტორებს სასარგებლოდ, *Pardy:* Institutional reform in emerging securities markets, 1992, p. 9.

[156] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011, p. 5.

თანამედროვე ფინანსური ბაზრის თემს უკვე აღარ ქმნის მხოლოდ მსხვილი კაპიტალის მქონე ელიტა. მასში, ასეთი ინვესტორების პარალელურად და თანაბრად, ჩართულნი არიან საზოგადოების სხვადასხვა ეკონომიკური ფენის წარმომადგენლები. ამ უკანასკნელთა მონაწილეობა გამოიხატება, არამხოლოდ პირდაპირი ინვესტიციებით, არამედ მათ მიერ ბიუჯეტში გადახდილი გადახდებით, არაპირდაპირი ინვესტიციებით, საპენსიო ფონდებში მონაწილეობითა თუ სხვა გაცემულობებით.[157]

განვითარებული კაპიტალის ბაზარი ასევე წარმოქმნის კონკურენციას დაფინანსების ფინანსური ბაზრის მეორე[158] სეგმენტთან - კომერციულ ბანკებთან. ასეთი კონკურენცია არ უნდა იქნეს საფრთხის შემცველად განხილული. აღნიშნული მსჯელობა ემყარება კონკურენციის, როგორც ეკონომიკის წამახალისებელი ფაქტორის განხილვას. ერთი მხრივ, კონკურენტული კაპიტალის ბაზარი გაზრდის უშუალოდ ამ კაპიტალის მოხმარების ეფექტურობას,[159] რათა წახალისებულ იქნეს შემდგომი ინვესტიციები და, მეორე მხრივ, ხელს შეუწყობს კომერციული ბანკების ოპერირების ხარისხის ზრდას.[160]

დღეისათვის კაპიტალის ბაზარს განვითარების საუკეთესო პირობები გააჩნია. ასეთი შესაძლებლობების ძირითადი ხელშემწყობი თანამედროვე ტექნოლოგიებია. თავდაპირველ ეტაპზე ბაზრები ლოკალიზებული იყვნენ ყავის სახლებში, ხოლო შემდგომ ამისათვის სპეციალურად გამიზნულ შენობებში.[161] დღევანდელ პირობებში კი ფინანსური ბაზრის მონაწილეებს აქვთ შესაძლებლობა განლაგებულნი იყვნენ სხვადასხვა კონტინენტზეც კი და თანამედროვე ტექნოლოგიების საშუალებით ერთმანეთთან შედიოდნენ გარიგებებში.[162] ტექნოლოგიების გამოყენებით მიღწეული გლობალიზაციის ხარისხი, ერთი მხრივ, წარმოადგენს უდიდეს შესაძლებლობას, ისეთი განვითარებადი ბაზრისთვის, როგორიც საქართველოა, მოიზიდოს საერთაშორისო კაპიტალიდან წილი, ქვეყნის ეკონომიკის

---

[157] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 1.

[158] *ჯიბუტი:* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ. 30.

[159] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011, p. 5.

[160] *Pardy:* Institutional reform in emerging securities markets, 1992, p. 9.

[161] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 1.

[162] იქვე.

განვითარებისათვის.[163] მეორე მხრივ, კი ამგვარი ხელმისაწვდომობა - პორტფოლიოს დივერსიფიცირების შესაძლებლობა ქმნის ისედაც მცირე ფულადი რესურსების მაღალი სანდოობის მქონე მსხვილ ფინანსურ ბაზრებზე გადინების საფრთხეს.[164] ამავდროულად გასათვალისწინებელია ფასიანი ქაღალდების ბაზრების რეგირებადობა, მცირე ლოკალური ეკონომიკისაგან დამოუკიდებელ, გარე შოკებზე, რამაც შესაძლოა ადგილობრივ ბაზარზე მნიშნველოვანი უარყოფითი გავლენა მოახდინოს.[165]

2.2. კაპიტალის ბაზრის სტრუქტურა

2.2.1. კაპიტალის ბაზრის საფეხურებრივი კლასიფიკაცია

2.2.1.1 კაპიტალის პირველადი ბაზრის ცნების განსაზღვრისათვის

კაპიტალის ბაზრის კლასიფიკაციას რამდენიმე განსხვავებული საფუძველი აქვს. უპირველესად, კაპიტალის ბაზრის სტრუქტურის ჩაშლა უნდა მოხდეს მასზე ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის თანამიმდევრულობის საფუძვლით. კლასიფიკაციის ამ საფუძვლის მიხედვით, კაპიტალის ბაზარი შედგება პირველადი და მეორადი ბაზრებისაგან. თავის მხრივ, პირველად ბაზარზე შუამავლის მეშვეობით[166] ხდება ახლად ემიტირებული ფასიანი ქაღალდებით პირველადი ვაჭრობა ემიტენტსა და მყიდველის შორის.[167] ბაზრის მოცემულ სეგმენტში ინვესტორები გამოდიან როგორც მყიდველები, ხოლო ფინანსური პროდუქტების ემიტენტები, როგორც გამყიდველები.[168]

შესაბამისად, სწორედ პირველადი ბაზარი უკეთებს ფასილიტაციას პირველად საჯარო შეთავაზებას, რაც გულისხმობს დაინტერესებულ პირთა წინასწარ განუსაზღვრელი წრის მიმართ საჯარო ვაჭრობისთვის

---

[163] *Guzman:* Capital Market Regulation in Developing Countries: A Proposal, 1999, pp. 609-610.

[164] იქვე.

[165] *Pardy:* Institutional reform in emerging securities markets, 1992, p. 9.

[166] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011, p. 4.

[167] *ჯიბუტი:* სარეიტინგო კომპანიის სამართალი: ჩამოყალიბებისა და განვითარების პრობლემები, 2015, გვ. 15-16.

[168] *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 23.

განკუთვნილი ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებას, ნებისმიერი პირისათვის საშუალების მიცემით, მიაღწიოს საინტერესო საზოგადოებაში ინვესტირებას.[169] ასევე, სწორედ ამ ბაზარზე ხდება სეზონური აქციების[170] და ობლიგაციების განთავსებაც.[171]

ზემოაღნიშნული მსჯელობის გათვალისწინებით სამეწარმეო საზოგადოების ფინანსური საჭიროებებისათვის მნიშვნელოვნად სწორედ პირველადი ბაზარი უნდა იქნეს მიჩნეული. ვინაიდან ფულადი რესურსების მობილიზაცია ემიტენტის კაპიტალში სწორედ ამ საფეხურზე ხორციელდება. შესაბამისად, მეორადი ბაზარისგან განსხვავებით, რომლის არსებობაც უმეტესწილად პირველადი ბაზრის განვითარების ხელშეწყობაა,[172] პირველადი ბაზარი თავისთავადი წარმონაქმნია და უზრუნველყოფს პირველადი ფუნქციონირებადი ეკონომიკისათვის აუცილებელი რესურსების მიმოქცევას.[173]

2.2.1.2. კაპიტალის მეორადი ბაზრის ცნების განსაზღვრისათვის

კაპიტალის პირველადი ბაზრისაგან განსხვავებით, რომელიც მარტოოდენ ემიტენტისათვის კაპიტალის მობილიზაციის საშუალებაა, მეორადი ბაზარი უშუალოდ ინვესტორისთვისაა განკუთვნილი. ამ უკანასკნელის მიერ სამეწარმეო საზოგადოებაში კაპიტალდაბანდების გზით მეტი პირადი დოვლათის შექმნა დიდწილად სწორედ ფინანსური ინსტრუმენტის გასაღების ბაზარზეა დამოკიდებული.[174] სწორედ მეორადი ბაზარი აძლევს ინვესტორს საშუალებას, მოახდინოს საკუთარი ფასიანი ქაღალდების შემდგომი გადაყიდა და ემიტენტის საქმიანობის წარმატებულობის მაჩვენებლის გათვალისწინებით ტრანზაქციიდან მიიღოს ან ვერ მიიღოს მოგება.[175] შესაბამისად, მეორადი ბაზარი ინვესტორს საკუთარი ინვესტიციის ეფექტიანი გაფულადების

---

[169] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 39.

[170] Seasoned stock

[171] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011, p. 4.

[172] *Stoica:* The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002, p. 8

[173] *Stoica:* The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002, p. 6.

[174] ფასიანი ქაღალდებით მეორადი ვაჭრობის ეკონომიკურ ეფექტებზე დეტალური მსჯელობა შემოთავაზებულია ნაშრომის მე-6 თავში, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ემისიას შეეხება.

[175] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 15.

შესაძლებლობას ანიჭებს, რაც ასეთ ინვესტიციას დამატებით მიმზიდველობას სძენს.[176]

განსხვავება პირველად და მეორად ბაზარს შორის წარმოადგენს, "ახალი" და "გამოყენებული" პროდუქტის შეძენის კონცეპტუალურ ანალოგს[177] იმ თავისებურებით, რომ მეორად ბაზარზე სავაჭრო აქცია[178] შედარებულ უნდა იქნეს იშვიათი ნივთების ბაზრის ექსპონატს, რომლის ღირებულებაც, როგორც წესი,[179] ახალზე მეტია.[180]

მეორადი ბაზარი ფორმალური თვალსაზრისით განკუთვნილია, როგორც წილობრივი, ისე სასესხო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისათვის. თუმცა, პრაქტიკულად ბაზრის აღნიშნულ სეგმენტში სასესხო კაპიტალის მიმოქცევის მაჩვენებელი უაღრესად დაბალია, რაც გამოწვეულია ამგვარი ფინანსური ინსტრუმენტების ბუნებით.[181] სასესხო კაპიტალის ბაზარზე ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის "შემაფერხებელი" ფაქტორი წინასწარ განსაზღვრული, შესაძლოდ მისაღები სარგებელია, რაზეც საზოგადოების წარმატება-წარუმატებლობის მაჩვენებელი ვერ ახდენს გავლენას და, შესაბამისად,

---

[176] *Pardy:* Institutional reform in emerging securities markets, 1992, p. 9.

[177] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 15.

[178] მეორად ბაზარზე, აქციებისაგან განსხვავებით, სასესხო ფასიანი ქაღალდების ღირებულება არ იმატებს იმის გათვალისწინებით, რომ ფასიანი ქაღალდიდან მისაღები სარგებელი წინასწარ განსაზღვრულია და მასზე საზოგადოების კაპიტალის ზრდა/შემცირება, ფაქტობრივად, არ აისახება. (იხ. *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.) სასესხო ფასიანი ქაღალდები მაშინ, როდესაც აქციების შემთხვევაში ისინი, ჩვეულებრივ, პირველად ბაზარზე ფასკლებით იყიდება და მისი ღირებულების ზრდა ავტომატურად უკავშირდება საჯარო შეთავაზების დასრულების შემდგომ ბაზრის სტაბილიზაციის პროცესს. (იხ. *Gounopoulos/ Nounis/ Stylianides:* The Short and Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, 2007, p. 2.)

[179] აღნიშნული შეეხება ანდერფრაისინგს - პირველად და მეორად ბაზრებს შორის ერთიდაიგივე აქციების ღირებულებით სხვაობას, რომელიც გამოწვეულია აქციათა პირველადი განთავსების ეტაპზე მისი ღირებულების ნაკლებობით რეალურ ფასთან. იხ. *Gounopoulos/ Nounis/ Stylianides:* The Short and Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, 2007, p. 2.

[180] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 15

[181] მაგალითისათვის, ფულის ბაზრის ფინანსური ინსტუმენტების მფლობელი ინვსეტორები იყენებენ "შეიძინე და შეინარჩუნე" სტრატეგიას, ვინაიდან ამგვარი ფასიანი ქაღალდების ვადიანობა, როგორც წესი, ინვესტორის ინტერესზეა მორგებული (იხ. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 80). ხოლო, სასესხო კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის "შემაფერხებელი" მთავარი ფაქტორი წინასწარ განსაზღვრული, შესაძლოდ მისაღები სარგებელია. იხ. *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.

ინვესტორს მათი რეალიზაციით, ჩვეულებრივ, ვერ ანიჭებს დამატებით სარგებელს.[182]

მეორადი ბაზრის ჭრილში მნიშვნელობის თვალსაზრისით განსაკუთრებული ადგილი უკავია საფონდო ბირჟებს. ეს უკანასკნელი, სადაც კონცენტრირებულია ფინანსურ ბაზარზე არსებული კაპიტალის უდიდესი წილი, წარმოადგენს განსაკუთრებულად ორგანიზებულ ბაზარს განსაზღვრული სარეგისტრაციო თუ სხვა მოთხოვნებით, რომლებიც ვრცელდება მხოლოდ მასზე კოტირებულ საწარმოებზე ან სხვაგვარად, ვაჭრობაში მონაწილე სუბიექტებზე.[183] თუმცა, საფონდო ბირჟა სრულად არ ფარავს ფასიანი ქაღალდებით მეორად ბაზარზე არსებულ გარიგებათა წრეს. კერძოდ, საჯარო ფასიანი ქაღალდებით გარიგებები შეიძლება დაიდოს როგორც საფონდო ბირჟაზე, ისე მის გარეთ.[184] საფონდო ბირჟების მიღმა არსებობს არასაბირჟო ბაზარიც. ასეთი ბაზრების ერთ-ერთ ყველაზე გავრცელებულ სახეს წარმოადგენს, ე.წ. OTC[185] ანუ არასაბირჟო ბაზრები, რომელებიც ძირითადად განკუთვნილია სასესხო ფასიანი ქაღალდებისათვის და რომელზე ტრანზაქციები ხორციელდება საფონდო ბირჟის გვერდის ავლით ინვესტორსა და დილერს შორის.[186] თუმცა, არასაბირჟო ბაზარი ფორმალური თვალსაზრისით განკუთვნილია არა მხოლოდ ობლიგაციების, არამედ ნებისმიერ ტიპის ფასიანი ქაღალდისათვის.[187] ასევე, არასაბირჟო ბაზრებიდან, აღსანიშნავია NASDAQ, რომელიც წარმოადგენს ინვესტორებსა და დილერებს შორის ელექტრონულ სავაჭრო ბაზარს.[188]

სახელმწიფოს მიზანს კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებაში ნორმატიული ინსტრუმენტებით ინტერვენციისას, უპირატესად, გონივრულობის ფარგლებში ამ უკანასკნელის განვითარების ხელშეწყობა წარმოადგენს. ასეთი ინსტრუმენტები კი ზოგიერთ შემთხვევაში კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობას აკარგვინებს სტარტაპულ და განვითარების დაბალ სტადიაზე მყოფ საწარმოებს, რომლებსაც საჯაროობისათვის აუცილებელი ფინანსური რესურსები არ გააჩნიათ. ამიტომ, საგამონაკლისოდ, აუცილებელი ხდება

---

182 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.

183 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 80.

184 "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 18.

185 Over-The-Counter

186 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.

187 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 115.

188 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 398.

არარეგულირებადი ბაზრების შექმნის შესაძლებლობის დატოვება, რაც ხელს შეუწყობს შედარებით მცირე ზომის ან საჯაროობის ინტერსის არმქონე საზოგადოებებს, მოიზიდონ დამატებითი კაპიტალი რეგულირებადი ბაზრის გვერდის ავლით. ევროკავშირის ფარგლებში რეგულირებადი მეორადი ბაზრის ცნებას შეიცავს MiFID[189] დირექტივა. ამგვარი რეგულირებადი ბაზრების სია ევროკავშირში ყოველწლიურად ქვეყნდება ოფიციალურ ჟურნალში, ხოლო მათი უმრავლესობა ელექტრონული ფორმითაც ოპერირებს.[190] წევრ სახელმწიფოებს, მითითებული დირექტივიდან გამომდინარე, აქვთ ვალდებულება მოსთხოვონ რეგულირებად ბაზრებს ბაზარზე ხელმისაწვდომობისა და ფინანსური ინსტრუმენტების სავაჭროდ დაშვების, გამჭვირვალე და არადისკრიმინაციული ნორმების დადგენა, რომელიც დაეყრდნობა ობიექტურ კრიტერიუმებს.[191] ამგვარი რეგულირების მიზანი ფინანსური ინსტრუმენტებით ეფექტური, სამართლიანი, მოწესრიგებული ვაჭრობის, ხოლო მიმოქცევადი ფასიან ქაღალდების შემთხვევაში, ასევე მათი თავისუფალი მიმოქცევის უზრუნველყოფაა.[192] შესაბამისად, ის მეორადი ბაზრები, რომლებიც არ ექცევიან ევროკავშირის შესაბამისი დირექტივის რეგულირებადი ბაზრის დეფინიციის ქვეშ, წარმოადგენენ არარეგულირებად ბაზრებს. ასეთი ტიპის ბაზრები, რომლებიც უმეტესწილად თვითრეგულირების ეყრდნობა, წარმოდგენილია თითქმის ყველა მსხვილ ევროპულ საფონდო ბირჟაზე და, როგორც წესი, გამოიყენება იმ ემიტენტების მოსაზიდად, რომლებსაც სურვილი აქვთ თავი აარიდონ კანონმდებლის მიერ დადგენილ რთულ და ყოვლისმომცველ რეგულაციებს.[193]

ამერიკის შეერთებული შტატების კანონმდებლობით დაუშვებელია

---

[189] Markets in Financial Instruments Directive

[190] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 114.

[191] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, pp. 196-197.

[192] იქვე.

[193] მაგალითისათვის, FWB, რომელიც გერმანიაში უდიდეს საფონდო ბირჟას წარმოადგენს, ემიტენტებს აქვთ შესაძლებლობა არჩევანი გააკეთონ “Open Market” ანუ ღია ბაზარზე, რომელიც არ წარმოადგენს რეგულირებად ბაზარს MiFID გაგებით, რაც ემიტენტებს საშუალებას აძლევს ნაკლები ფორმალური მოთხოვნების პირობებში მიიღონ დამატებითი ინვესტიცია. (იხ. *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 193.) იგივე შეეხება ლონდონის საფონდო ბირჟას, სადაც ყველაზე დაცული - “პრემიუმ რეგისტრატურის” პარალელურად არსებობს მაქსიმალურად მოქნილი - PSM ბაზარი, რომელიც არ განიხილება რეგულირებად ბაზრად. (იხ. *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 194).

ფასიანი ქაღალდების შეძენის ან გაყიდვის შეთავაზება რეგისტრაციის ან გამონაკლისის გარეშე.[194] თავის მხრივ, ამავე აქტის 144-ე მუხლი ადგენს იმ საგამონაკლისო წესებს,[195] რომლებიც იძლევა შეზღუდული აქციებით ვაჭრობის შესაძლებლობას არასაფონდო ბაზარზე, მისი რეგისტრაციის და, შესაბამისად, SEC მკაცრი რეგულაციების გარეშე. ამასთანავე, საფონდო ბირჟის ფედერალური კანონმდებლობისეული დეფინიცია იძლევა საფონდო ბირჟად ნებისმიერი იურიდიული პირის ან პირთა გაერთიანების, როგორც რეგისტრირებული, ისე ასეთის გარეშე მიჩნევის შესაძლებლობას.[196]

ქართულ სამართალში რეგულირებადი ბაზრის სინონიმი საფონდო ბირჟაა. ეს უკანასკნელი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კანონმდებლობის მიხედვით წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებულ ბაზარს, რომელიც უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდებისა და სხვა ფინანსური ინსტრუმენტების ყიდვა - გაყიდვის შესახებ წინადადებების შეგროვებას, ვაჭრობის ორგანიზებას დადგენილი წესებისა და პროცედურების შესაბამისად და ავრცელებს დადებულ გარიგებათა შესახებ და ფასებთან დაკავშირებულ სხვა ინფორმაციას.[197] ამასთანავე, საქართველოს კანონმდებლობით, საფონდო ბირჟა წარმოადგენს ბაზრის რეგულირებად მონაწილეს[198] და იგი ექვემდებარება ლიცენზირებას.[199]

ფაქტობრივი თვალსაზრისით საქართველოში ამ დროისათვის მხოლოდ ერთი - საქართველოს საფონდო ბირჟაა (სსბ). ამ უკანასკნელის სისტემაში კი სულ 116 ფასიანი ქაღალდია, რომლებზეც ტრანზაქციები პრაქტიკულად არ ხორციელდება.[200] შესაბამისად, საქართველოს საფონდო ბირჟაზე აქციათა კოტირება ფორმალობადაა ქცეული და იგი მეორადი ბაზრის ფუნქციებს, მისი შინაარსობრივი გაგებით, ვერ ასრულებს. ამ თვალსაზრისით საინტერესო მდგომარეობა იყო „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის 2003 წლამდე რედაქციაში, რომელიც საჯარო ფასიანი ქაღალდით გარიგებების შესაძლებლობას მხოლოდ საფონდო ბირჟაზე ითვალისწინებდა. ამგვარი მიდგომა საინტერესო იყო განვითარებადი ბაზრის ხელოვნური წახალისებისათვის, რაც, მართალია, ზრდიდა მხარეთა ტრანზაქციულ ხარჯებს, თუმცა საარსებო ფინანსებით აღჭურავდა ბაზრის თემს. ამ

194 Securities Act of 1933, Section 5(a).

195 აღნიშნულთან დაკავშირებით იხ. მსჯელობა ნაშრომის მე-6 თავში.

196 The Securities Exchange Act of 1934, Section 4.

197 "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 2.

198 "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 2.

199 "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 20.

200 Georgian Stock Exchange - http://bit.ly/2rFyrTe

თვალსაზრისით, რეკომენდირებულია კანონმდებლობის შესაბამისი ცვლილება, რაც ასეთ უაღრესად ფორმალურ, თუმცა მატერიალური თვალსაზრისით სასიცოცხლო ბერკეტს შექმნის ბაზრის არსებობისათვის.

გლობალიზაციის შედეგად ქვეყნები სულ უფრო უახლოვდებიან ერთმანეთს და "გლობალურ სოფელს" ემსგავსებიან, ხოლო ინვესტორები პოულობენ სულ უფრო მეტ გზებს, მოახდინონ ინვესტირება სხვადასხვა ქვეყანაში მდებარე საფონდო ბირჟებზე.[201] ამგვარი მოძრაობა არ წარმოადგენს ინვესტორთა უბრალო ახირებას და იგი გამოიყენება პორტფელიოს რისკის შესამცირებლად. [202] აღნიშნული უნდა იქცეს ქვეყანაში საფონდო ბირჟის წახალისების გზით დამატებით ინვესტიციათა შესაძლებლობად, რასაც საფუძვლად საფონდო ბირჟის რეგულაციათა რეფორმა უნდა დაედოს. ამ მომენტისათვის, თამამად შეიძლება ითქვას, რომ ინვესტორთა წახალსებისათვის საქართველოს საფონდო ბირჟა ვერ უზრუნველყოფს აუცილებელი, როგორც ინფრასტრუქტურული, ისე ნორმატიული საფუძვლების შექმნას.

2.2.3. ფინანსური ბაზრის ტიპობრივი კლასიფიკაცია სავაჭრო კაპიტალის სახეების მიხედვით

2.2.3.1. სააქციო კაპიტალის ბაზარი

სამეწარმეო აქტივობათა დაფინანსება არ ხდება მარტოოდენ ერთი წყაროდან მისთვის დადგენილი სპეციფიკური მეთოდებით. საინვეტიციო საჭიროებების წარმოქმნისას ინვესტირების ტექნიკის შესახებ გადაწყვეტილება მიღებულ უნდა იქნეს სამეწარმეო საზოგადოების ინდივიდუალური საჭიროებების ანალიზის საფუძველზე. წმინდა ფულად-საინვესტიციო თვალსაზრისით, არსებობის შემთხვევაში, დაფინასების უპირველეს წყაროს, მისი ხელმისაწვდომობის ხარისხის გათვალისწინებით, როგორც სადისერტაციო ნაშრომის მე-5 თავში იქნა განხილული, საზოგადოების შიდა სახსრების მენეჯმენტი წარმოადგენს.[203] თუმცა, კაპიტალის რეინვესტირების ალტერნატიულ - საზოგადოების სააქციო კაპიტალის

---

[201] *Abhishek:* A Study of Correlation between Selected Asian, European and American Stock Exchange Market, 2012, p. 2.

[202] იქვე.

[203] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 22.

ბაზრიდან ინვესტირებას, საკუთარი უპირატესობები გააჩნია, რა მიზეზითაც მსხვილი კორპორაციები მისდამი მნიშვნელოვან ინტერესს იჩენენ. მაგალითად, მსხვილი კაპიტალის მოზიდვა, აქციათა საბაზრო ღირებულების ზრდა, ინვესტიციიდან გასვლის გამარტივება, კაპიტალში - უცხო და საკუთარ კაპიტალს შორის თანაფარდობის ცვლა ამ უკანასკნელის სასარგებლოდ და სხვა.[204]

აქცია, როგორც ფასიანი ქაღალდი, კაპიტალის ბაზარზე ვაჭრობის სპეციფიკურ ობიექტს წარმოადგენს.[205] სააქციო კაპიტალის ბაზარი კი სწორედ კაპიტალის ბაზრის იმ სეგმენტს მოიცავს, სადაც ამგვარი ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევა მიმდინარეობს ემიტენტსა და ინვესტორს შორის შუამავლის მეშვეობით,[206] ბაზრის სხვადასხვა საფეხურზე დადგენილი მარეგულირებელი ჩარჩოს ფარგლებში. კაპიტალის ბაზრის სააქციო კაპიტალის სეგმენტი ფინანსური ბაზრის ყველაზე მსხვილ ნაწილს წარმოადგენს და მისი საემისიო მოცულობა რამდენჯერმე აღემატება კაპიტალის ბაზრის კიდევ ერთი სეგმენტის - სასესხო კაპიტალის ბაზრის სეგმენტის საემისიო მოცულობას.[207]

კაპიტალის ბაზრის ზემოაღნიშნულ ორ სეგმენტს შორის, ამგვარ მოცულობითი სხვაობის მაჩვენებელს, უშუალოდ ამ ბაზრების ფინანსური ინსტრუმენტების თავისებურება უდევს საფუძვლად. სააქციო კაპიტალის ფინანსური ინსტრუმენტების უშუალო მონაწილეობა საზოგადოების კაპიტალში საზოგადოების წარმატების ხარისხის ინვესტორის პირადი ქონების სიდის პრიდაპირ-პროპორციულობას უზრუნველყოფს. მაშინ, როდესაც მეორად ბაზარზე სასესხო ფასიანი ქაღალდის ღირებულება გადახდისუუნარობის შემთხვევაში დაკმაყოფილების უპირატესობისა და საზოგადოების კაპიტალის ცვლასთან სარგებლის ოდენობის კავშირის არარსებობის გამო ფაქტობრივად უცვლელია. [208] აღნიშნულს ემატება ის გარემოებაც,

---

[204] საზოგადოებაში სააქციო კაპიტალის ზრდის დადებით და უარყოფით ეკონომიკურ-სამართლებრივ ასპექტებზე დეტალური მსჯელობა მოცემულია ნაშრომის მე-6 თავში.

[205] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 128.

[206] საუბარია პირველადი ბაზრის შემთხვევაში ანდერრაითერზე (იხ. *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 14.), ხოლო მეორადი ბაზრის შემთხვევაში - ბროკერზე (იხ. *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 374).

[207] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 132.

[208] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.

რომ სასესხო ფასიანი ქაღალდებისაგან განსხვავებით წილობრივი ფასიანი ქაღალდები პირველად ბაზარზე იყიდება მნიშვნელოვანი ფასდაკლებით, რაც ბაზრის სტაბილიზაციის - პირველადი საჯარო შეთავაზების დასრულების შემდგომ ინვესტორს უჩენს ინტერესს, გაყიდოს აქციები მეორად ბაზარზე და მიიღოს კუთვნილი მოგება.[209] შესაბამისად, სააქციო კაპიტალის ბაზრზე აქტივობის მაჩვენებელი მნიშვნელოვანად მაღალია არა მხოლო პირველად, არამედ მეორად ბაზარზეც.

2.2.3.2 სასესხო კაპიტალის ბაზარი

ნაშრომის წინა ქვეთავში უკვე აღინიშნა, რომ საინვესტიციო საჭიროებათა დაკმაყოფილებისათვის არ არსებობს წინასწარ განსაზღვრული წყარო, რომლიდანაც უნიკალური მეთოდით მიიღწევა საზოგადოების დამატებითი ინვესტირება. ინდივიდუალურ შემთხვევათა თავისებურების გათვალისწინებით სამეწარმეო საზოგადოების დასაფინანსებლად, სააქციო კაპიტალის მსგავსად, სასესხო კაპიტალიც შეიძლება იქნეს გამოყენებული.[210] უმეტესად კი ინვესტირებისას, როგორც სასესხო, ისე სააქციო კაპიტალის გამოყენება თანადროულად ხდება.[211] კაპიტალის ბაზრის მოცემული სეგმენტი კი, სადაც სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევა მიმდინარეობს, სასესხო კაპიტალის ბაზრად უნდა იქნეს კლასიფიცირებული.

სააქციო კაპიტალისაგან განსხვავებით, სასესხო კაპიტალის მოზიდვისას, მისი ფინანსური ინსტრუმენტის - ობლიგაციის ემისიას, პირდაპირ საბანკო სესხს ამჯობინებენ არა მხოლოდ განვითარებადი, არამედ წამყვანი ევროპული ქვეყნების რეზიდენტი კომპანიებიც.[212] აღნიშნულის მიზეზი ძირითადად ევროპული ქვეყნების კულტურული თავისებურებითაა გამოწვეული. კერძოდ, ბრიტანულ და ამერიკულ კულტურაში დომინანტური როლი სავაჭრო ფინანსურ აქტივებს უკავია, რის გამოც ამ ქვეყნებში ჩვენ განვითარებულ კაპიტალის ბაზარს

---

[209] *Gounopoulos/ Nounis/ Stylianides:* The Short and Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, 2007, p.2.

[210] საზოგადოებაში სააქციო კაპიტალის ზრდის დადებით და უარყოფით ეკონომიკურ-სამართლებრივ ასპექტებზე დეტალური მსჯელობა მოცემულია ნაშრომის მე-6 თავში.

[211] *Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar:* Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, p. 50.

[212] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 112.

ვხვდებით.[213] მაშინ, როდესაც, მაგალითისათვის, გერმანული საინვესტიციო კულტურა უფრო საბანკო ურთიერთობებზეა დაფუძნებული და სწორედ ეს უკანასკნელი აწარმოებს კორპორაციული ფინანსების უდიდეს ნაწილს.[214]

მსგავსად, სააქციო კაპიტალის ბაზრისა, სასესხო ფასიანი ქაღალდების ბაზარიც წარმოადგენს პირველადი და მეორადი ბაზრების ერთობლიობას.[215] თუმცა, ამგვარი კლასიფიკაცია, სასესხო ფასიანი ქაღალდების შემთხვევაში შედარებით ფორმალურია. სააქციო კაპიტალის ბაზრისაგან განსხვავებით, ბაზრის აღნიშნულ სეგმენტში პირველად ბაზარზე აქტივობა, კაპიტალისაგან სარგებლის დამოუკიდებლობის - შესაბამისად ღირებულებითი სტაბილურობის გათვალისწინებით და გადახდისუუნარობისას რისკის დაბალი მაჩვენებლის, გათვალისწინებით, აჭარბებს მეორად ბაზარზე აქტივობას. კერძოდ, ჩვეულებრივი კლასის აქციის მფლობელი, საზოგადოების ლიკვიდაციისას იღებს მარტოოდენ დარჩენილ ქონებას.[216] აღნიშნული სარისკო სიტუაციის წარმოქმნისას იწვევს ინვესტორის მხრიდან გასვლის სტრატეგიის გააქტიურებას, რაც მეორად ბაზარზე მისი გაყიდვების მაჩვენებელს ზრდის. საპირისპიროდ, ობლიგაციის მფლობელები მიიჩნევიან კრედიტორებად. ზოგიერთ შემთხვევაში, ობლიგაციის ტიპის გათვალისწინებით კი უზრუნველყოფილ კრედიტორებადაც,[217] რაც იწვევს კრედიტორთა დაკმაყოფილების რიგში მათ უპირატეს საფეხურზე ყოფნას.[218] შესაბამისად, ამ უკანასკნელის მფლობელი რისკის მინიმალიზებულობის პირობებში, მისი ფასის სტაბილურობიდან გამომდინარე, ჩვეულებრივ არ ახდენს ფასიანი ქაღალდის გადაყიდვას, რაც ამცირებს მეორად ბაზარზე ასეთი ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის მაჩვენებელს.

მიუხედავად ამისა, არსებობს სასესხო კაპიტალის მიმოქცევაზე ორიენტირებული ცალკეული საფონდო ბირჟები, რომლებიც აკმაყოფილებენ ემიტენტის სურვილს, მოიზიდოს სასესხო კაპიტალი, საფონდო ბირჟის მეშვეობით. მაგალითისათვის, ევროპაში წამყვანი საფონდო ბირჟებიდან, ერთ-ერთ - ლონდონის საფონდო ბირჟაზე ცალკე არსებობს არარეგულირებადი PSM ბაზარი, რომელიც სწორედ

[213] *Fabrozzi/ Mann/ Moorad:* The Global Money Markets, 2002, p. 3.

[214] იქვე.

[215] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 112.

[216] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 130.

[217] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 119.

[218] *Jain:* Investing in Credit Series: Mezzanine Debt, 2011, p. 4.

კაპიტალის ბაზრის სასესხო სეგმენტის ფინანსური ინსტრუმენტების ვაჭრობაზეა ორიენტირებული.[219]

აღნიშნულ კონტექსტში უნდა აღინიშნოს, ქართული კაპიტალის ბაზრის ერთი თავისებურება. კერძოდ, მსგავსად, სააქციო კაპიტალისა, სასესხო ფასიანი ქაღალდების საბირჟო ბრუნვის შესაძლებლობას იძლევა სსბ-ც. თუმცა, ამ უკანასკნელზე, რაიმე სახის ფაქტობრივი აქტივობა, არც ბაზრის აღნიშნულ სეგმენტში შეიმჩნევა. მიუხედავად საფონდო ბირჟებზე ნაკლები აქტივობისა, ბოლო პერიოდში განსაკუთრებულად აქტუალური ხდება ობლიგაციებით არასაბირჟო ვაჭრობა. აქტიურობას იჩენენ როგორც საფინანსო, ისე არასაფინანსო სექტორში ოპერირებადი კომპანიები. მაგალითად შეიძლება მოყვანილ იქნეს უკანასკნელ პერიოდში განხორციელებული ისეთი მსხვილი ემისიები, როგორებიცაა დეველოპერული კომპანია “m²” მიერ 15.000.000 აშშ დოლარის ღირებულების ობლიგაციები[220] ან სს “ფინკა ბანკის” მიერ ბაზრის იგივე სეგმენტში 20.000.000 ლარის ობლიგაციების განთავსება.[221]

შუალედური დასკვნა

წინამდებარე თავის ფარგლებში განხორციელებული კვლევა დაეთმო კაპიტალის ბაზრის არსისა და მისი სტრუქტურის შესწავლას. კვლევა უმეტესად ინტერდისციპლინური ხასიათის იყო და აჩვენა, ფინანსური ბაზრის კაპიტალის ბაზრისეული სეგმენტის, როგორც ინვესტორებისა და ფასიანი ქაღალდების ემიტენტების თანკვეთის ფორუმის[222] მნიშვნელობა ეკონომიკის წახალისების საქმეში, რაც მიიღწევა დანაზოგების ეფექტური ტრანსფერით ფუნქციონირებად ეკონომიკაში[223] და შედეგად ინვესტორებისათვის კიდევ უფრო მეტი დოვლათის შექმნის გზით.[224]

ამავე კონტექსტში გამოიკვეთა კომერციული ბანკებისა და კაპიტალის ბაზრის კონკურენციის საკითხი. კვლევამ აჩვენა, რომ

---

[219] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 194.

[220] M2-ის ობლიგაცია - http://bit.ly/2rzWGCx

[221] ობლიგაციების ემისიის საბოლოო პროსპექტუსი - ფინკა ბანკი საქართველო: http://bit.ly/2rEauXM

[222] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 15.

[223] *Stoica:* The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002, p. 1.

[224] *Stoica:* The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002, p. 3.

ბრიტანულ - ამერიკულ კულტურაში კაპიტალის ბაზრის,[225] ხოლო გერმანული საინვესტიციო კულტურაში - საბანკო ურთიერთობებს განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს.[226] მიუხედავად ამისა, აშკარად იკვეთება ამ ორი საინვესტიციო წყაროს პარალელური არსებობის საჭიროება, რაც, ერთი მხრივ, კონკურენციის პირობებში წაახალისებს კაპიტალის მოხმარების ეფექტურობას[227] და, მეორე მხრივ, იქნება კომერციული ბანკების საქმიანობის ხარისხის ზრდის განმაპირობებელი.[228]

კვლევამ ასევე აჩვენა თანამედროვე ტექნოლოგიებით განპირობებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების აუცილებლობის საკითხი. არსებული კონინტეტთაშორისი შესაძლებლობები - სხვადასხვა იურისდიქციაში მყოფ სუბიექტებს შორის განხორციელდეს საინვესტიციო შეთანხმებები[229] - განვითარებადი ბაზრისთვის, როგორიც საქართველოსია , ქმნის შესაძლებლობას, მოიზიდოს გლობალური კაპიტალიდან თავისი წილი.[230] მეორე მხრივ, კი ასეთი ბაზრის არარსებობის პირობებში ქვეყანა აღმოჩნდება ფულადი რესურსების მაღალი სანდოობის მქონე მსხვილ ფინანსურ ბაზრებზე გადინების საფრთხის წინაშე.[231]

მოცემული თავის მეორე ნაწილი მთლიანად დაეთმო კაპიტალის ბაზრის სტრუქტურის შესწავლას. ამისათვის გამოყენებულ იქნა კაპიტალის ბაზრის კლასიფიცირების ორი საფუძველი. კერძოდ, ერთი - ბაზრის საფეხურებრივი კლასიფიკაცია პირველად და მეორად ბაზრებად და მეორე - მისი გამიჯვნა სავაჭრო ფინანსური ინსტრუმენტების სახეების მიხედვით სასესხო და სააქციო კაპიტალის ბაზრებად.

კვლევამ აჩვენა, რომ სწორედ პირველადი ბაზარი, რომელიც ფასილიტაციას უკეთებს საჯარო შეთავაზებას, წარმოადგენს ემიტენტის კაპიტალში ფულადი რესურსების მობილიზაციის ინსტრუმენტს. საპირისპიროდ კი, მეორადი ბაზარი უშუალოდ ინვესტორის პირდაპირი საჭიროებაა, რათა ამ უკანასკნელმა ინვესტიციის

---

[225] *Fabrozzi/ Mann/ Moorad:* The Global Money Markets, 2002, p. 3.

[226] იქვე.

[227] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011, p. 5.

[228] *Mehrotra:* Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011, p. 9.

[229] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 1.

[230] *Guzman:* Capital Market Regulation in Developing Countries: A Proposal, 1999, pp. 609-610.

[231] იქვე.

მომგებიანობის გათვალისწინებით მოახდინოს საკუთარი ფასიანი ქაღალდების რეალიზაცია.[232] ბაზრის აღნიშნული ნაწილის კონტექსტში აღმოჩნდა, რომ განსაკუთრებული ადგილის მქონე საფონდო ბირჟები არ ფარავს ფასიანი ქაღალდებით მეორად ბაზარზე არსებულ გარიგებათა წრეს. კერძოდ, ნაჩვენები იქნა, რომ საჯარო ფასიანი ქაღალდებით გარიგებები შეიძლება დაიდოს, როგორც საფონდო ბირჟაზე, ისე მის გარეთ.[233] ამ თვალსაზრისით განვითარებადი ბაზრის ხელოვნური წახალისებისათვის რეკომენდებულად იქნა კანონმდებლობაში 2003 წლამდე არსებული მდგომარეობის დაბრუნება, რაც უზრუნველყოფდა საჯარო ფასიანი ქაღალდებით საფონდო ბირჟაზე დადებულ გარიგებათა რაოდენობის ზრდის გზით, ბაზრის გამოცოცხლებასა და ინვესტირებას. ამასთანავე ხაზი გაესვა ნორმატიული და ინფრასტრუქტურული გარდაქმნის აუცილებლობას, რამაც გლობალიზაციის და მზარდი მობილობის პირობებში ქვეყანაში დამატებით ინვესტიციათა შემოდინება უნდა გამოიწვიოს.

კაპიტალის ბაზრის სავაჭრო ფინანსური ინსტრუმენტების საფუძვლით კლასიფიკაციის კონტექსტში კი განსაკუთრებით საინტერესო აღმოჩნდა სააქციო კაპიტალის სეგმენტის საემისიო მოცულობის დიდი მაჩვენებელი სასესხო კაპიტალის ბაზრის სეგმენტისთან შედარებით.[234] ამგვარი მოცულობითი სხვაობის შესწავლისას კი აღმოჩნდა, რომ მას უშუალოდ ამ ბაზრების ფინანსური ინსტრუმენტების ეკონომიკურ-სამართლებრივი თავისებურებები უდევს საფუძვლად. საპირისპიროდ, საინტერესოა, კვლევისას გამოკვეთილი, ქართული ბაზრისათვის დამახასიათებელი ერთი თავისებურება, რაც სასესხო კაპიტალის მიმოქცევის მაღალ მაჩვენებელში გამოიხატა სააქციო კაპიტალის მიმოქცევასთან შედარებით. აღნიშნულის ცალკეულ მიზეზზე მსჯელობა წარმოდგენილი იქნება ნაშრომის მე-4 თავში.

---

[232] ფასიანი ქაღალდებით მეორადი ვაჭრობის ეკონომიკურ ეფექტებზე დეტალური მსჯელობა მოცემულია ნაშრომის მე-6 თავში, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ემისიას შეეხება.

[233] "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 18.

[234] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 132.

III. კაპიტალი ბაზრის თემი

3.1 ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი

3.1.1. კაპიტალური ტიპის სამეწარმეო საზოგადოებათა ნიშნების შესახებ

საწარმოთა სამართალი უზრუნველყოფს ეკონომიკური საქმიანობის განხორციელების მსურველთა აჭურვას სათანადო ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფომრებით, რაც მათი მიზნის მიღწევას უზრუნველყოფს.[235] ასეთი ფორმები დოქტრინალურ დონეზე შესაძლებელია პირობითად ამხანაგურ და კაპიტალური ტიპად იქნეს კლასიფიცირებული.[236] კაპიტალური ტიპის საზოგადოებებისათვის დამახასიათებელი ხუთი ძირითადი ნიშანი: დამოუკიდებელი პიროვნულობის, შეზღუდული პასუხისმგებლობის, წილების მიმოქცევადობის, ცენტრალიზებული მენეჯმენტის და კაპიტალის კონტრიბუტორთა თანასაკუთრების სახით.[237] საპირისპიროდ, ამხანაგური ტიპის საზოგადოებები წარმოადგენენ პარტნიორთა აქტივებისა და ტალანტის კონცენტრაციას, რომელიც მიზნად ისახავს ერთობლივი ხელმძღვანელობით საერთო მიზნის მიღწევას.[238] შესაბამისად, ტრადიციულად, ძირითადი განმასხვავებელი ნიშანი ამ ორ

---

[235] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 13.

[236] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 14.

[237] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 9.

[238] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 25.

ტიპს შორის საზოგადოებასა და წევრების ურთიერთობის თავისებურებებში ვლინდება.[239]

კაპიტალური ტიპის საზოგადოების, როგორც ინსტიტუციის არსებობა, ზემოაღნიშნულ თავისებურებებს ემყარება. ამ კონტექსტში განსაკუთრებით ყურადსაღებია წილების მიმოქცევადობა, კორპორაციული მართვის თავისებურებები და შეზღუდული პასუხისმგებლობის საკითხი[240]. ეს უკანასკნელი თავის თავში გულისხმობს სამეწარმეო საზოგადოებისა და მასში ინვესტიციის განმახორციელებლის ქონებისა და, შესაბამისად, პასუხისმგებლობის სრულ გამიჯვნას,[241] რაც კაპიტალური ტიპის საზოგადოებათა ერთ-ერთი მთავარი მახასიათებელია.[242] ასეთი პრინციპი სათავეს ჯერ კიდევ მე-19 საუკუნიდან იღებს, როდესაც საზოგადოების დამოუკიდებელი პიროვნულობის დოქტრინას ჩაეყარა საფუძველი,[243] რაც დღეისათვის სალმონის პრინციპის სახელითაა ცნობილი.[244]

---

[239] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 24.

[240] კაპიტალური ტიპის სამეწარმეო საზოგადოებებში პასუხისმგებლობის შეზღუდვა არასდროს ყოფილა აბსოლუტური უფლება და დროდადრო სასამართლო აღნიშნავდა შესაძლებლობის აუცილებლობას, რომლითაც მოხდებოდა კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა და პარტნიორთა არაკანონიერი მიზნების პრევენცირება. (იხ. *Cheng:* The Corporate Veil Doctrine Revisited: A Comparative Study of the English and the U.S. Corporate Veil Doctrines, 2011, p.24.) სწორედ იმ დროს, როდესაც საჭირო ხდება შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების პარტნიორისათვის პასუხისმგებლობის დაკისრება კორპორაციის ვალდებულებებისათვის, გამჭოლი პასუხისმგებლობის დოქტრინა სასამართლოებს აძლევს შესაძლებლობას, გვერდით გადადოს კორპორაციული ფიქცია და პარტნიორს პასუხი აგებინოს საზოგადოების ქმედებებისა და ვალებისათვის. (იხ. *McPherson/ Raja:* Corporate Justice: An Empirical Study of Piercing Rates and Factors Courts Consider When Piercing the Corporate Veil, 2010, p. 931.) გამჭოლ პასუხისმგებლობასთან დაკავშირებით იხ.: *ზუბიტაშვილი:* მეწარმეთა შესახებ საქართველოს კანონის მე-3 მუხლის მე-6 პუნქტის შეფასების სტანდარტი გამჭოლი პასუხისმგებლობის ჭრილში, 2014; საქართველოს უზენაესი სასამართლო, სამოქალაქო საქმეთა პალატა, გადწყვეტილება №ას-286-272-2013 (2013); საქართველოს უზენაესი სასამართლო, სამოქალაქო საქმეთა პალატა, გადწყვეტილება №ას-1026-961-2012 (2012); საქართველოს უზენაესი სასამართლო, სამოქალაქო საქმეთა პალატა, გადწყვეტილება №ას-1158-1104-2014 (2015).

[241] *Macey/ Mitts:* Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil, 2014, p. 9.

[242] *ჯუღელი:* კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 11.

[243] იხ. Salomon v A Salomon & Co Ltd [1896] UKHL.

[244] *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, p. 6.

სალმონის პრინციპის საფუძველზე საზოგადოების ვალდებულებისათვის პარტნიორის პასუხისმგებლობა შემოიფარგლება მარტოოდენ საზოგადოების ქონებაში იმ შენატანით, რომელსაც იგი საზოგადოების დაფუძნებისა თუ საქმიანობის ეტაპზე ნებაყოფლობით ახორცილებს.[245] რაც, თავის მხრივ, საზოგადოების პარტნიორთა პირად ქონებას იცავს საწარმოს კრედიტორების მოთხოვნისაგან.[246] კაპიტალის ბაზარზე ემიტირებული ფასიანი ქაღალდებით მიღწეული დივერსიფიცირებული პორტფოლიოს პირობებში მცირე აქციონერებს საზოგადოების მართვაზე პრაქტიკულად არ გააჩნიათ კონტროლი.[247] პასუხისმგებლობის გამიჯვნის არარსებობა შეუძლებელს გახდიდა მენეჯმენტის მოქმედებებისათვის გასაწევი ინვეტორული რისკის განსაზღვრას,[248] რაც თოთოეული ინვესტიციის პირად ქონებაზე მიბმულობის გათვალისწინებით მას ავტომატურად გახდიდა სრული გაკოტრების რისკის მატარებლად.[249] შესაბამისად, პასუხისმგებლობის შეზღუდვა იძლევა შესაძლებლობებს, მრავალი მცირე ინვესტორისაგან საზოგადოების მიერ მოზიდულ იქნეს დამატებითი კაპიტალი.[250] იგი ეკონომიკურ კონტექსტში უზრუნველყოფს ინვესტორის შესაძლებლობას, გაწიოს სამეწარმეო საქმიანობისათვის დამახასიათებელი აუცილებელი რისკი, რაც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს ეკონომიკის სხვადასხვა სფეროში მსხვილ კაპიტალდაბანდებებს და ქმნის საბაზრო ეკონომიკას.[251]

კაპიტალური ტიპის საზოგადოების კაპიტალის ბაზრის თემის ნაწილად ქცევის საქმეში მნიშვნელოვანი როლი ეკისრება ასევე ემიტენტის მართვის ცენტრალიზებულ სისტემას. როგორც აღინიშნა, კაპიტალის ბაზარი ხელს უწყობს საზოგადოების აქციონერთა რიგების

---

245 *Matheson:* Why Courts Pierce: An Empirical Study of Piercing the Corporate Veil, 2009, p. 2.

246 *ჯუღელი:* კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 11.

247 *ზოიძე:* მეწარმის ცნება და მისი თეორიულ-პრაქტიკული მნიშვნელობა. საკუთრების უფლების თავისებურებანი კორპორაციულ საზოგადოებებში, 2009, გვ. 67.

248 *Spiro:* Clarifying the Rules for Piercing of the Corporate Veil, 2013, p. 9.

249 *Hameed:* The Doctrine of Limited Liability and the Piercing of the Corporate Veil in the Light of Fraud, 2012, p. 7.

250 *გულაშვილი:* კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა, როგორც კრედიტორთა დაცვის
განსაკუთრებული ღონისძიება მშობელ-შვილობილ კორპორაციათა ურთიერთობის კონტექსტში,
2011, გვ. 78.

251 *McPherson/ Raja:* Corporate Justice: An Empirical Study of Piercing Rates and Factors Courts Consider When Piercing the Corporate Veil, 2010, p. 933.

დივერსიფიცირებას.[252] ასეთ პირობებში შეუძლებელი ხდება აქციონერების მიერ ემიტენტის ყოველდღიური მართვა.[253] შესაბამისად, კაპიტალური ტიპის საზოგადოებებისათვის დამახასიათებელია მართვის სისტემაში დამოუკიდებელი ორგანოების შემოყვანა საზოგადოების ხელმძღვანელი ორგანოს სახით, რომლის მეშვეობითაც მოქმედებს სააქციო საზოგადოება.[254]

კაპიტალური ტიპის საზოგადოების, როგორც კაპიტალის ბაზრის ძირითადი სუბიექტის კიდევ ერთი ძირითადი თავისებურება მისი კაპიტალის სტრუქტურაშიც ვლინდება. ამგვარი საზოგადოებების კაპიტალით წარმოებული თანაბარი უფლებებისა და მოვალეობების მქონე ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლის მესაკუთრენიც საზოგადოების ინვესტორები არიან.[255] ამგვარი ინსტრუმენტები კი მათი ბირჟებზე კოტირებაუნარიანობის ხარისხიდან და ბუნებიდან გამომდინარე წარმოადგენენ კაპიტალის ბაზრის ფინანსურ ინსტრუმენტებს.[256]

3.1.2. კაპიტალურ საზოგადოებათა ტიპები

3.1.2.1 დახურული საზოგადოება

სხვადასხვა სამეწარმეო საზოგადოებაში აქციონერთა და უშუალოდ კონცენტრირებული კაპიტალის მოცულობით შკალა შესაძლებელია მკვეთრად განსხვავდებოდეს. განსაკუთრებით სტრატაპულ პერიოდში იქამდე, ვიდრე საზოგადოება კაპიტალის ბაზარზე წვდომის აუცილებლობის წინაშე დადგება,მისი წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტის მფლობელთა რიცხვი, ჩვეულებრივ, მრავალჯერ ჩამოუვარდება საჯარო კომპანიის აქციონერთა რიცხვს. გარდა ამისა, მიუხედავად წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტის მფლობელთა რიცხვისა, თავისთავად კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებაში საზოგადოების მონაწილეობა ასეთი ბაზრის მნიშვნელობის

[252] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 160.

[253] *ცერცვაძე:* დირექტორატის მოვალეობები კომპანიებს შერწმისას და საკონტროლო პაკეტის გასხვისებისას, 2016, გვ. 29.

[254] *ბურდული:* სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2013, გვ. 357.

[255] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 29.

[256] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 133.

გათვალისწინებით უკვე ქმნის მნიშვნელოვან ზეგავლენას საჯარო ინტერესზე.

ფუნდამენტური სხვაობა კერძო და საჯარო კომპანიებს შორის აქციათა გასხვისების პროცედურულ მექანიზმში ჰპოვებს გამოვლინებას.[257] კერძო კომპანიებს არ გააჩნიათ უნარი მიიღონ დაფინანსება საკუთარი წილობრივი თუ სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების საჯარო შეთავაზების გზით.[258] აღნიშნულის მიზანი, საზოგადოების "კერძო" მფლობელობაში დატოვებაზე ორიენტირია. რაც, თავის მხრივ, წარმოადგენს ფასს, რომელსაც კომპანიები მარეგულირებლის მხრიდან მეტი თავისუფლების მინიჭების სანაცვლოდ იხდიან. უფრო ზუსტად, ნაკლები საჯარო ინტერესის პირობებში, შესაძლებელია კანონმდებლის მხრიდან მათი "წახალისება" მოქნილი საკანონმდებლო ბაზის შეთავაზების გზით. სწორედ ამ მიზეზით, საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყანათა აბსოლუტური უმრავლესობა იცნობს შეზღუდული პასუხისმგებლობის კერძო კომპანიებს, კაპიტალის ბაზრის წვდომისაგან დამოუკიდებლად სამეწარმეო საქმიანობის წარმოების ინსტრუმენტს. მეტიც, კაპიტალური ტიპის საზოგადოებათა უმრავლესობა სწორედ აღნიშნულ ტიპს მიეკუთვნება.[259]

დახურული ტიპის საზოგადოების ძირითადი სახასიათო ნიშანი მეწილეთა სურვილში მდგომარეობს, განახორციელოს საზოგადოების პარტნიორთა წრის კონტროლი და "შეინახოს" საკუთრება უცხო "ხელისგან" განცალკევებით.[260] მეწილეთა მცირე რაოდენობის უზრუნველყოფის, საზოგადოების ჭარბი საჯარო ინტერესისაგან "დაცვის" მიზნით, კანონმდებელი სხვადასხვა შემზღუდველ მექანიზმებს იყენებს. კაპიტალის ბაზარზე საზოგადოების წვდომის აკრძალვა,[261] ცალკეულ სფეროებში ოპერირების გამორიცხვა,[262] აქციათა

---

[257] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 34

[258] *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, p. 5.

[259] *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, p. 4.

[260] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 34.

[261] საგამონაკლისოდ, ცალკეულ იურისდიქციებში შესაძლებელია ასეთი ტიპის საზოგადოებას ჰქონდეს კაპიტალის ბაზარზე წვდომის შესაძლებლობა, რაზეც ქვემოთ იქნება საუბარი.

[262] მაგ., ფრანგული SARL-ს, რომელიც ქართული შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ანალოგად შეგვიძლია მივიჩნიოთ, კანონით ეკრძალება ფარმაცევტულ,

უპირატესი შესყიდვის უფლება[263] ან აქციონერთა წრის ლიმიტირება,[264] სწორედ ასეთის მექანიზმის პრაქტიკული გამოხატულებაა.

კერძო კომპანიათა სტიმულირების ერთ-ერთი ფაქტორი, ევროკავშირში მისი მარეგულირებელი დირექტივების ნაკლებობაა, რაც აღნიშნულ სეგმენტში მარეგულირებელთა ურთიერთშეჯიბრის შესაძლებლობას იძლევა.[265] სწორედ ამიტომ, ევროკავშირის წევრი სახელმწიფოები სულ უფრო მეტად ისწრაფვიან ამ ტიპის კომპანიების მიმზიდველობის ხარისხის გაზრდისკენ. მაგალითად, ისეთი კრედიტორ-მეგობრული[266] კანონმდებლობის მქონე ქვეყანაც კი, როგორიც გერმანიაა, GmbH-ს შესახებ კანონმდებლობის რეფორმის - საზოგადოების ფორმირების დაჩქარებისა და ცალკეულ აქტივობათა დერეგულირების გზით ცდილობს აღნიშნულ შეჯიბრში ჩართვას.[267]

შეზღუდული პასუხისმგებლობის კერძო კომპანიების ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა ჩვენში შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების სახელითაა ცნობილი, თუმცა

საინვესტიციო, საბანკო და საზოგადოებრივ-გასართობ სფეროში საქმიანობის შესაძლბელობა (იხ. *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 62.) გერმანულ კანონმდებლობაში GmbH-ს ეკრძალება იპოთეკურ, სამშენებლო და სადაზღვეო სფეროში საქმიანობის შესაძლებლობა, შესაბამისად, უმეტესად ასეთი კომპანიები გამოიყენება ჰოლდინგური და სუბსიდიური მიზნებით (იხ. *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 68.) ან ქართული კანონმდებლობით, შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებებს არ გააჩნიათ საბანკო და სადაზღვეო სექტორში საქმიანობის უნარი (იხ. "კომერციული ბანკების საქმიანობის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხლი 2 და "დაზღვევის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 9).

[263] წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების განკარგვის უნარი, რაც, ზოგადად, საკუთრების კონსტიტუციით გარანტირებული ბუნებიდან გამომდინარეობს, ჯერ კიდევ არ ნიშნავს მისი თავისუფალი გასხვისების შესაძლებლობას და გონივრული მიზნების ფარგლებში იგი შესაძლოა საზოგადოების მხრიდან თანხმობაზე იყოს დამოკიდებული. (იხ. *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 34.

[264] მაგ., ფრანგული SARL-ს პარტნიორთა რაოდენობა არ უნდა აღემატებოდეს 100-ს (იხ. *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 112.)

[265] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 109.

[266] *Hofert/ Moller:* Reform of the Private Limited Company Act and Codification of the Private International Law of Companies in Germany, 2008, p. 402.

[267] იქვე.

გარკვეული თავისებურებით,[268] რაზეც ქვემოთ იქნება ყურადღება გამახვილებული. ბრიტანეთის და აშშ-ს კანონმდებლობის მიხედვით ამგვარი ტიპის საზოგადოების კონცეპტუალური ანალოგია Limited Liability Company. აქვე აღსანიშნავია, რომ შეერთებული შტატების კანონმდებლობის მიხედვით LLC-ს გარკვეული თვალსაზრისით ამხანაგური და კაპიტალური საზოგადოების ჰიბრიდულ მოდელს წარმოადგენს. მაგალითისათვის, მისთვის დამახასიათებელია პარალელურ რეჟიმში კორპორაციული საფარველის არსებობა[269] და საგადასახადო მიზნებისათვის ამხანაგობად მიიჩნევა.[270] ამგვარი მახასიათებლები კი, თავის მხრივ, იძლევა უპირატესობას, იმის გათვალისწინებით, რომ ამხანაგობის შემთხვევაში მიღებული შემოსავალი იბეგრება მხოლოდ ერთხელ, მაშინ, როდესაც, "კორპორაციის" შემთხვევაში მოგების დაბეგვრასთან ერთად ხდება უშუალოდ იმ თანხის დამოუკიდებელი დაბეგვრაც, რომელიც დივიდენდის სახით ნაწილდება პარტნიორებს შორის.[271]

3.1.2.2 საჯარო საზოგადოება

სამეწარმეო საზოგადოების "დახურულ" და "საჯარო" კომპანიებად კლასიფიკაციის უმთავრეს საფუძველს წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის ორგანიზებული პროცედურა წარმოადგენს.[272] შეზღუდული პასუხისმგებლობის კერძო კომპანიის შექმნის მიზანი უპირატესად მცირე ბიზნესის წარმოებაა, კაპიტალის ბაზარზე წვდომის გარეშე.[273] საპირისპიროდ, საჯარო კომპანიის

---

[268] ასეთი თავისებურებები შეეხება კაპიტალის ბაზარზე შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების წვდომის შესაძლებლობას, რაზეც კვლევა ნაშრომის შემდეგ თავში იქნება წარმოდგენილი.

[269] Wyoming LLC Act, Article 17-29-104.

[270] *Kleinberger/ Bishop:* The Next Generation: The Revised Uniform Limited Liability Company Act, 2007, p.
517.

[271] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 26.

[272] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 39.

[273] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 109.

ფორმირების სახასიათო ნიშანს მისი უნარი[274] ქმნის, მიიღოს დამატებითი ინვესტირება კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით.[275]

პრაქტიკული თვალსაზრისით, კომპანიათა უმრავლესობა საქმიანობას იწყებს როგორც დახრული ტიპის საზოგადოება და მხოლოდ გარკვეული პერიოდის შემდგომ მიმართავს საჯარო კომპანიად გარდაქმნის პროცედურებს.[276] თავის მხრივ, კაპიტალის ბაზარზე წვდომის შედეგად განპირობებული აქციონერთა წრის დივერსიფიკაცია და ჩართულობა ეკონომიკისათვის მნიშვნელოვან კაპიტალის ბაზრის სეგმენტში იწვევს ასეთი საზოგადოებების მიერ გარკვეული ფასის გადახდის აუცილებლობას. სახელმწიფოს არ შეუძლია ჩაერიოს საზოგადოების სამეურნეო საქმიანობაში, შესაბამისად, აუცილებელი ხდება მმართველობითი სისტემის თავისებურებათა მკაცრი განსაზღვრა ბაზრის გამართული ფუნქციონირების უზრუნველსაყოფად.[277] კერძოდ, ასეთი ფასი კი გამოიხატება საკანონმდებლო დონეზე რეგულირებული დეტალურ წესებში, რომლებიც შეეხება უმცირესობაში მყოფ მეწილეთა დაცვას, კაპიტალის ზრდასა და შენატანის განხორციელებას, საზოგადოების მმართველი ორგანოს შემადგენლობასა და კომპეტენციას, ასევე საერთო კრებასთან დაკავშირებულ საკითხებს.[278]

საჯარო კომპანიების ანალოგებს დიდ ბრიტანეთში Public Limited Liability Comapany, საფრანგეთში Société Anonyme (SA), გერმანიაში Aktiengesellschaft (AG),[279] ხოლო შეერთებულ შტატებში Corporation წარმოადგენენ.[280] ჩვენში, ამგვარი კომპანიის ანალოგის საკითხთან მიმართებით, კანონმდებელი მომხმარებლისათვის სწორი ორგანიზაციული ფორმის შერჩევაში დახმარების ნაცვლად მას სირთულეების წინაშე აყენებს და საფრთხეს უქმნის კაპიტალის ბაზრის ჯანსაღ ფუნქციონირებას, რაზეც დეტალური მსჯელობა შპს-ს წილზე, როგორც კაპიტალის ბაზარზე ბრუნვად ფინანსურ ინსტრუმენტზე საუბრისას იქნება მოცემული.[281] ამასთან, საჯარო კომპანიის სწორად განმარტება უაღრესად მნიშვნელოვანია, ვინაიდან XXVIII დანართით

---

[274] საზოგადოება საჯარო კომპანიას წარმოადგენს მისი უნარის და არა უკვე განხორციელებული შეთავაზების გამო (იხ. Companies Act 2006, Article 775 ან დანართი XXVIII)

[275] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 104.

[276] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 64.

[277] *ჯიბუტი:* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ. 67.

[278] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 104.

[279] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 103.

[280] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 17.

[281] აღნიშნულთან დაკავშირებით მსჯელობა იხ. 4.1.1. ნაწილში.

გათვალისწინებული რიგი დირექტივების (კორპორაციული სამართლის, ბუღალტრული აღრიცხვისა და აუდიტის სფეროში) დებულებების გადმოტანა მოხდება იმ საწარმოებთან მიმართებაში, რომლებიც ჩაითვლებიან შპსკ-ს შესატყვისად საქართველოს სამართალში.

ასოცირების შეთანხმების XXVIII დანართის მიხედვით ტერმინი - შეზღუდული პასუხისმგებლობის საჯარო კომპანია - ნიშნავს საქართველოში ნებისმიერ საზოგადოებას, სადაც აქციონერთა პასუხისმგებლობა შეზღუდულია მათი წილის ფარგლებში და ისინი შეთავაზებულია საზოგადოებისათვის ან ექვემდებარება საჯაროდ ვაჭრობას რეგულირებად ბაზარზე. შესაბამისად, ასოცირების შეთანხმების აღნიშნული ნაწილის სიტყვა-სიტყვითი განმარტების მიხედვით, საზოგადოების შეზღუდული პასუხისმგებლობის საჯარო კომპანიად მიჩნევისათვის აუცილებელი წინაპირობა საჯარო ვაჭრობის განხორციელებაა. თუმცა, ევროპარლამენტისა და საბჭოს 2012/30/EU დირექტივით, რომელიც არეგულირებს შეზღუდული პასუხისმგებლობის საჯარო კომპანიების ჩამოყალიბებასთან და მათი კაპიტალის შენარჩუნებასა და შეცვლასთან დაკავშირებულ საკითხებს, I დანართში მოცემულია ევროკავშირის წევრი სახელმწიფოების საწარმოთა ფორმების ჩამონათვალი, რომლებიც ეროვნული კანონმდებლობის საფუძველზე მიიჩნევა შეზღუდული პასუხისმგებლობის საჯარო კომპანიად. თუკი, შეზღუდული პასუხისმგებლობის საჯარო კომპანია ასეთად განიმარტება, დირექტივების დებულებების შესრულება სავალდებულო გახდება მხოლოდ მას შემდგომ, რაც საწარმო გამოსცემს საჯარო ფასიან ქაღალდებს. აღნიშნული წინააღმდეგობაშია 2012/30/EU დირექტივის მიზნებსა და მოქმედების სფეროსთან. დირექტივის დებულებები განსაზღვრავს საწარმოთა დაფუძნებასთან დაკავშირებულ მოთხოვნებს. ბუნდოვანია, თუ როგორ შესრულდება საწარმოს დაფუძნებასთან დაკავშირებული მოთხოვნები ანგარიშვალდებული საწარმოს მიმართ.

შესაბამისად, შეზღუდული პასუხისმგებლობის საჯარო კომპანიად უნდა იქნეს მიჩნეული ის საზოგადოებები, რომლებსაც აქვთ უნარი თავისი წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტები საჯარო ვაჭრობისათვის შესთავაზონ მესამე პირებს.

თავის მხრივ, საჯარო კომპანია უნდა გაიმიჯნოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კანონში გათვალისწინებული ანგარიშვალდებული საწარმოს ცნებისაგან. საზოგადოება შესაძლებელია იყოს listed[282] ანუ მისი ფასიანი ქაღალდები საჯარო ვაჭრობისათვის შეტანილ იქნეს

[282] Listed

შესაბამის რეგისტრატურაში და კოტირებული[283], როდესაც მისი ფასიანი ქაღალდები შეტანილია საფონდო ბირჟის რეგისტრატურაში.[284] Listed საჯარო კომპანია ჩვენში უთანაბრდება ანგარიშვალდებულ საწარმოს,[285] ხოლო კოტირებული იქნება ის ანგარიშვალდებული საწარმო, რომლის ფასიანი ქაღალდები მიღებულია საფონდო ბირჟის რეგისტრატურაში.

3.1.3. ფასიანი ქაღალდების ემიტენტის სტრუქტურული თავისებურებები

3.1.3.1. ზედამხედველობის განმახორციელებელი ორგანო

კორპორაციული მართვა წარმოადგენს[286] ბალანსს საზოგადოებასთან დაკავშირებულ ინტერესებს შორის და მის ფარგლებში გაკეთებული არჩევანს.[287] ეს არის ინვესტიციათა წახალისების მცდელობა,[288] უფლება-მოვალეობათა შორის ბალანსის მიღწევის გზით, რომელიც წარმოიშობა საზოგადოებაში საკუთრებისა და მართვის (კონტროლის) გამიჯვნისას.[289] ასეთი ბალანსი მიღწევადია სათანადო სტრუქტურის შექმნით,[290] სადაც ერთ-ერთი მთავარი რგოლი საზოგადოების ხელმძღვანელი ორგანოა, რომლის მეშვეობითაც მოქმედებს სააქციო საზოგადოება.[291] მისი არსებობა აუცილებელია იმდენად, რამდენადაც გადაწყვეტილების მიღების სისწრაფე წარმატების ერთ-ერთი მთავარი ფაქტორია,[292] რაც დივერსიფიცირებული პორტფოლიოს პირობებში პრაქტიკულად წარმოუდგენელია. ხელმძღვანელი ორგანოს მიერ საკუთარი

---

283 Quoted

284 *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, 39.

285 შდრ. "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 9.

286 სხვადსხვა ჭრილში კორპორაციული მართვის განმარტებისათვის იხ. მახარობლიშვილი: კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, გვ. 150-161.

287 *Siebens:* Concepts and Working Instruments for Corporate Governance, 2011, p. 111.

288 *მახარობლიშვილი:* კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, 159.

289 *ცერცვაძე:* დირექტორატის მოვალეობები კომპანიებს შერწმისას და საკონტროლო პაკეტის გასხვისებისას, 2016, გვ. 29.

290 *მახარობლიშვილი:* კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, 54.

291 *ბურდული*: სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2013, გვ. 357.

292 *ცერცვაძე*: დირექტორატის მოვალეობები კომპანიებს შერწმისას და საკონტროლო პაკეტის გასხვისებისას, 2016, გვ. 32.

კეთილსინდისიერებისა და გულმოდგინების მოვალეობის შესრულებაზე ზედამხედველობა კი საზოგადოების ეფექტიანი კორპორაციული მართვის აუცილებელი შემადგენელი ნაწილია.[293]

საზოგადოების ხელმძღვანელი ორგანოს ზედამხედველობა და კორპორაციული მართვის განსხვავებული მოდელები ურთიერთდაკავშირებული ცნებებია. ვინაიდან სწორედ კორპორაციული მართვის ერთ და ორ საფეხურიან მოდელებს უკავშირდება ზედამხედველობის ორგანოს კონცეფცია. გერმანული საკორპორაციო სამართლისათვის დამახასიათებელია მართვის ორსაფეხურიანი სისტემა, რაც ამ საკორპორაციო სამართლის თავისებურებად ითვლება.[294] კორპორაციული მართვის ამ მოდელში ერთმანეთის პარალელურად არსებობს გამგეობა და სამეთვალყურეო საბჭო. გერმანულ მოდელში უპირატესობა ენიჭება შიდა კორპორაციულ მართვას, რაც გულისხმობს დასახელებულ ორგანოებს შორის კომპეტენციის საკანონმდებლო დონეზე მკაცრ გამიჯვნას,[295] სადაც იმპერატიული ნორმების კონცეფციის შედეგად მართვის ორგანოთა კომპეტენციის ცვლილება შეუძლებელია.[296] ასეთი კორპორაციული მართვის მოდელის პირობებში გამგეობა და სამეთვალყურეო საბჭო თანასწორ ორგანოებს წარმოადგენენ და თავისი კომპეტენციის ფარგლებში ახორციელებენ დაკისრებულ მოვალეობებს.[297]

საპირისპიროდ, ამერიკულ საკორპორაციო სამართალში ბორდი ერთადერთი სავალდებულო ორგანოა, რომელიც საჯარო კომპანიას უნდა ჰქონდეს და იგი რამდენიმე ფიზიკური პირისაგან შედგება, რომლებსაც დირექტორები ეწოდებათ.[298] ერთსაფეხურიანი კორპორაციული მართვის მქონე საჯარო კორპორაციებში მენეჯმენტი ბორდის მიერაა ცენტრალიზებული, რაც აქციონერთა საუკეთესო ინტერესებს ემსახურება იმ რწმენით, რომ ბორდი არის ერთგული და კომპეტენტური.[299] ამასთანავე, აღნიშნული, თავის მხრივ,

[293] *Leyens/ Hopt:* Board Models in Europe, 2004, p. 5.

[294] *ჭანტურია:* კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 126.

[295] *ჭანტურია:* კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 30.

[296] *მახარობლიშვილი:* კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, გვ. 54.

[297] *ჭანტურია:* კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 126.

[298] *ჭანტურია:* კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 112.

[299] *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 453.

განსაკუთრებით მნიშვნელოვანს ხდის საზოგადოების ხელმძღვანელი პირების შიდა კონტროლს, რაც დამოუკიდებელი დირექტორების მიერ უნდა იქნეს უზრუნველყოფილი.[300] ვინაიდან, განსხვავებით წინა აბზაცში დახასიათებული კორპორაციული მართვის მოდელისაგან, კორპორაციული მართვის ერთსაფეხურიან სისტემაში საზოგადოების ხელმძღვანელობისა და კონტროლის ფუნქციები სხვა ორგანოებზე მეტად სწორედ ბორდშია თავმოყრილი.[301] შესაბამისად, აქ ხელმძღვანელ პირზე ზედამხედველობის განმახორციელებელი ორგანო სამეთვალყურეო საბჭოს სახით არ გვხვდება. მარტივად რომ ვთქვათ, საზოგადოების დირექტორებს აქვთ როგორც ხელმძღვანელობითი ისე საზედამხედველო ფუნქციები. თუმცა, შინაარსობრივი თვალსაზრისით, აქციონერთა კრების მიერ არჩეული დირექტორები, ბორდის არააღამსრულებელი წევრები არიან, ხოლო ისინი, თავის მხრივ, ირჩევენ არააღმასრულებელ წევრებს, რომლებიც საზოგადოების ყოველდღიურ საქმიანობას უძღვებიან.[302]

ანგლო-ამერიკული ერთსაფეხურიანი კორპორაციული მართვა უმეტესად ფასიანი კონტროლის საბაზრო მექანიზმებზე, ხოლო მენეჯერების საქმიანობა მთლიანადა ბაზარზე არსებულ კონკურენციაზეა დამოკიდებული.[303] თუმცა მოგვიანებით, 2001-2002 წლის ფინანსურმა კრიზისებმა, რომელიც „უორლდკომის" და „ენრონის" სახელებს უკავშირდებოდა, შეერთებულ შტატებში გამოიწვია „სარბანეს-ოქსლის" აქტის მიღება, რომელმაც მონიტორინგის მოდელი სავალდებულო გახადა, რამაც დამოუკიდებელი დირექტორების მნიშვნელობის ზრდა გამოიწვია[304]. დღეს ბორდის დამოუკიდებელი წევრები გარკვეულწილად ბორდის გარეთ მდგარი ორგანოს ნიშან-თვისებებსაც კი ავლენენ, როდესაც „აღმასრულებელი სესიის" ფარგლებში იკრიბებიან.[305] მეორე მხრივ, ამგვარი კონტროლის უზრუნველსაყოფად არ არსებობს დამოუკიდებლობის განმსაზღვრელი

---

[300] *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, 453.

[301] *Macey:* Corporate Governance, 2008, p. 51.

[302] *მახარობლიშვილი:* კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, გვ. 100.

[303] *ჭანტურია:* კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 31.

[304] *ჭანტურია:* კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 122-123.

[305] Nasdaq Listing Rules ითვალისწინებს საზოგადოების მოწვეული დირექტორების დამოუკიდებლად შეკრებას, რა დროსაც ისინი აღმასრულებელი დირექტორების გარეშე განიხილავენ ცალკეულ საკითხებს.

ერთიანი, საერთაშორისოდ აღიარებული საუკეთესო სტანდარტი.[306] ზოგადი სახით, დამოუკიდებლობა ნიშნავს ფინანსური თუ საოჯახო კავშირის არქონას კომპანიასთან, მის მენეჯმენტთან ან მსხვილ აქციონერთან, რათა საჯარო კომპანიებში მიღწეულ იქნეს გერმანული მოდელისათვის დამახასიათებელი ზედამხედველობის შინაარსი.[307]

დიდ ბრიტანეთში დამოუკიდებლობა განმარტებულია როგორც შესაძლო გავლენისა და დამოუკიდებელი განსჯის უნარზე ზემოქმედების მომხდენი საქმიანი და სხვაგვარი კავშირებისაგან თავისუფლება.[308] გამიჯვნის სირთულეს ხაზს უსვამს ის გარემოებაც, რომ, გარდა მითითებული ორი ტიპის დირექტორებისა, პრაქტიკაში დამატებით გამოიყოფა დირექტორთა მესამე ტიპი, რომლებიც „რუხ" დირექტორებად იწოდებიან. ასეთ დირექტორებს წარმოადგენენ ბორდის წევრები, რომელთა არაფორმალური, მაგრამ ფაქტობრივი დამოუკიდებლობაც ეჭვქვეშაა.[309]

კორპორაციული მართვის ორსაფეხურიან მოდელში მნიშვნელოვანია, რომ სამეთვალყურეო საბჭო დაკომპლექტდეს იმგვარად, რომ მან შეძლოს საზოგადოების ხელმღვანელ პირებზე ეფექტური ზედამხედველობის განხორციელება, რასაც პირდაპირ განაპირობებს სამეთვალყურეო საბჭოს შემადგენლობა. გერმანულ სამართალში სამეთვალყურეო საბჭოს შემადგენლობის მიმართ დადგენილი მოთხოვნები მოცემულია სააქციო საზოგადოების შესახებ აქტში. აღნიშნული სამართლებრივი აქტის მიხედვით, სამეთვალყურეო საბჭოს წევრი არ შეიძლება იყოს პირი, რომელიც არის სამეთვალყურეო საბჭოს წევრი 10 სხვა სავალდებულო სამეთვალყურეო საბჭოს მქონე კომპანიაში, არის საზოგადოების მაკონტროლებელი საზოგადოების იურიდიული წარმომადგენელი, არის სხვა სამეწარმეო საზოგადოების წარმომადგენელი, რომლის სამეთვალყურეო საბჭოშიც არის ამ საზოგადოების წარმომადგენელი, 2 წლის განმავლობაში ეკავა დირექტორის პოზიცია საზოგადოებაში, გარდა იმ შემთხვევისა, თუ იგი ნომინირებულია 25%-ზე მეტი აქციების მფლობელი აქციონერებისაგან.[310]

---

306 *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 461.

307 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 306.

308 Combined Code, A3.2.

309 *Adams/ Hermalin/ Weisbach:* The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey, 2008, p. 25.

310 German Stock Corporation Act, article 100.

შესაბამისად, მიუხედავად სტრუქტურული სხვაობისა, კორპორაციული მართვის ერთ და ორ საფეხურიან მოდელებს შორის შინაარსობრივი თვალსაზრისით მმართველი დირექტორების საქმიანობაზე ზედამხედველობა მათგან დამოუკიდებელი პირების მეშვეობით ხორციელდება. დამოუკიდებლობის კრიტერიუმები კი, მიუხედავად ცალკეული თავისებურებებისა, შინაარსობრივი თვალსაზრისით მოიცავს საოჯახო და მატერიალურ დამოუკიდებლობას.

ქართული კანონმდებლობის შესახებ უნდა აღინიშნოს, რომ კორპორაციული მართვის კუთხით იგი ერთდროულად შეიცავს როგორც გერმანული, ისე ანგლო-ამერიკული მოდელისათვის დამახასიათებელ ელემენტებს. „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის მიხედვით სამეთვალყურეო საბჭოს შექმნა რამდენიმე გამონაკლისის, მათ შორის, საწარმოს ანგარიშვალდებულების გარდა არასავალდებულოა.[311] სააქციო საზოგადოების მიერ სამეთვალყურეო საბჭოს შექმნის შემთხვევაში იგი უნდა შედგებოდეს არანაკლებ სამი და არაუმეტეს ოცდაერთი წევრისგან.[312] თავის მხრივ, წევრები შესაძლებელია იყვნენ როგორც ფიზიკური, ისე იურიდიული პირები.[313]

„მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონით სავალდებულოა ანგარიშვალდებულ საწარმოს ჰყავდეს სამეთვალყურეო საბჭო, სადაც უმრავლესობას და სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარეს არ უნდა წარმოადგენდნენ დირექტორები.[314] ამასთან, სამეთვალყურეო საბჭოს მინიმუმ ერთი წევრი არ უნდა წარმოადგენდეს საზოგადოებასთან დაკავშირებულ პირს, ანუ პირს, რომელიც სამართლებრივად ან/და ეკონომიკურად არ არის დაკავშირებული სააქციო საზოგადოებასთან, მათ შორის, არ ფლობს ამ საზოგადოების აქციებს და არ იღებს აღნიშნული საზოგადოებიდან ანაზღაურებას ან სხვა ეკონომიკურ სარგებელს, გარდა სამეთვალყურეო საბჭოს წევრობისათვის დადგენილი ანაზღაურებისა.[315]

„მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტის მიხედვით სააქციო საზოგადოებაში შესაძლებელია შეიქმნას სამეთვალყურეო საბჭო. თუმცა აღნიშნული არ ვრცელდება ანგარიშვალდებულ სამეწარმეო საზოგადოებებზე.[316] შესაბამისად,

[311] „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 55.

[312] „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი. მუხ. 55.

[313] *ბურდული:* სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2013, გვ. 465.

[314] „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 55.

[315] იხ. „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 55.

[316] იხ. "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 55.

ქართული კანონმდებლობით ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებები, რომელთაც გააჩნიათ წვდომა კაპიტალის ბაზარზე, მოკლებულნი არიან შესაძლებლობას იმართებოდნენ ერთსაფეხურიანი კორპორაციული მართვის მოდელით. მართალია, თავისთავად, ორსაფეხურიანი მართვა, არ წარმოადგენს თანამედროვე საუკეთესო პრაქტიკასთან შეუსაბამო მოდელს, თუმცა ყოველი დაინტერესებული პირის ინდივიდუალურ საჭიროებაზე მორგებადების თვალსაზრისით, შესაძლოა უმჯობესი იყოს კანონმდებლობაში, კერძოდ, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონში შესაბამისი ცვლილებების განხორციელება და ანგარიშვალდებული სააქციო საზოგადოებებისათვის კორპორაციული მართვის ერთსაფეხურიანი მოდელის არჩევის შესაძლებლობის მინიჭება. ამ ცვლილებასთან ერთად აუცილებელია გაჩნდეს შესაბამისი მარეგულირებელი ნორმები, რომელიც ერთსაფეხურიანი კორპორაციული მართვის სისტემის მქონე ღია ტიპის სააქციო საზოგადოების ბორდის შემადგენლობაში დამოუკიდებელ დირექტორებთან დაკავშირებულ საკითხებს მოაწესრიგებს. კერძოდ, უნდა დადგინდეს დამოუკიდებელ დირექტორთა უმრავლესობის სავალდებულოობა ბორდში და მათი დამოუკიდებლობის განმსაზღვრელი კრიტერიუმები, თუ ანგარიშვალდებული სააქციო საზოგადოების მიერ კორპორაციული მართვის ერთსაფეხურიანი მოდელია არჩეული. ამასთან, აუცილებელი იქნება სამეთვალყურეო ამჟამინდელი კომპეტენციის გადანაწილება საერთო კრებასა და დირექტორატს შორის. არსებული მოცემულობა კი, რაც ქართულ კანონმდებლობაში გვხვდება, ხარვეზად უნდა იქნეს მიჩნეული. კაპიტალის ბაზრის მიმართ ინვესტორთა სანდოობის უზრუნველყოფა უნდა ემყარებოდეს საუკეთესო კორპორაციული მართვის სისტემის არსებობას. ამ პირობებში დირექტორების სამეთვალყურეო საბჭოში ყოფნის აკრძალვა ვერ იქნება სამეთვალყურეო საბჭოს შემადგენლობის დამოუკიდებლობის გარანტი, რადგან წევრებს საზოგადოებასთან, გარდა მათი დირექტორობისა, ბევრი სხვა გარემოება შესაძლებელია აკავშირებდეს, რაც მათი საზოგადოების საუკეთესო ინტერესების შესაბამისად მოქმედების უნარზე უარყოფით გავლენას მოახდენს. შესაბამისად, სამართალშემოქმედი ამ თვალსაზრისითაც ვერ უზრუნველყოფს სათანადო რეგულირების ხარისხს, რაც ნორმატიული აქტის ცვლილების აუცილებლობას განაპირობებს, რითაც მიღწეულ იქნება ანგარიშვალდებულ სააქციო საზოგადოებებში სამეთვალყურეო საბჭოს წევრობასთან დაკავშირებით დამოუკიდებლობის მაღალი სტანდარტის დაწესება.

3.1.3.2. კორპორაციული მდივანი

სამეთვალყურეო საბჭოსთან დაკავშირებული თავისებურებები, არ არის საჯარო კომპანიათა ერთადერთი სტრუქტურული მახასიათებელი, რაც მას კერძო კომპანიებისაგან განასხვავებს. კორპორაციულმა მდივანმა კორპორაციული მართვის დღევანდელ პირობებში განსაკუთრებული დანიშნულება შეიძინა. იგი საშუალო დონის პოზიციიდან, უმაღლეს მენეჯერულ თანამდებობად გარდაიქმნა.[317] კორპორაციული მდივნის საქმიანობა კი აუცილებელია საჯარო კორპორაციის საუკეთესო მართვისა და ადმინისტრირებისათვის. კორპორაციული მდივანი უზრუნველყოფს სანიმუშო კორპორაციული პრაქტიკის შესაბამის კორპორაციულ მართვას.[318] იგი აღქმული არ უნდა იყოს მდივნად მისი ეტიმოლოგიური გაგებით, ვინაიდან კორპორაციული მდივანი მთელ რიგ შემთხვევებში იურისტის, ფინანსისტისა თუ მედიატორის ფუნქციებს ითავსებს.[319]

სწორედ აღნიშნული მიზნის მისაღწევად სულ უფრო მეტი ქვეყნის კანონმდებლობაში კორპორაციული მდივანი, საჯარო კომპანიებისათვის კანონმდებლობის დონეზე სავალდებულო სტრუქტურულ ელემენტს წარმოადგენს. მაგალითად, დიდი ბრიტანეთის კანონმდებლობით, საჯარო კომპანია ვალდებულია ჰყავდეს კორპორაციული მდივანი.[320] იგივე მოთხოვნა არსებობს სინგაპურის კანონმდებლობითაც,[321] ხოლო ჩინეთის სახალხო რესპუბლიკის კანონმდებლობა მართალია არ აწესებს მის სავალდებულოობას, თუმცა აქცენტს მისი შექმნის შესაძლებლობაზე აკეთებს.[322]

საკუთარი მიზნის მისაღწევად, კორპორაციული მდივანი, აღჭურვილია საკმაოდ ფართო კომპეტენციური სპექტრით. თუმცა აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ კომპეტენცია, როგორც წესი, რეგლამენტირებულია არა საკანონმდებლო, არამედ საუკეთესო კორპორაციული მართვის პრაქტიკით. უპირველეს ყოვლისა, კორპორაციულ მდივანს ეკისრება მმართველი ორგანოების

---

317 *ჯანჯალია:* კორპორაციული მდივანი - ახალი ხედვა და ამოცანები, 2010. http://bit.ly/2sF7qQ3

318 საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია, კორპორაციული მართვის სახელმძღვანელო, 2010, გვ. 48.

319 *ჯანჯალია:* კორპორაციული მდივანი - ახალი ხედვა და ამოცანები, 2010. http://bit.ly/2sF7qQ3

320 UK Companies Act 2006, Article 271.

321 Singapore Companies Act (Chap. 50), Article 171.

322 The Company Law of the People's Republic of China, Article 124.

მხარდაჭერის ფუნქცია. კერძოდ, სწორედ მან უნდა უზრუნველყოს ბორდის შეხვედრების მატერიალურ ტექნიკური უზრუნველყოფა.[323] ასევე, საზოგადოების მართვის ურყეობის უზრუნველყოფის მიზნით კორპორაციული მდივანი გვევლინება კონსულტანტის და მედიატორის როლშიც.[324]

კორპორაციული მდივნის უმთავრეს "იარაღს" კი მისი ინფორმირებულობა წარმოადგენს. კორპორაციული მდივანი არის საზოგადოებისთვის მნიშვნელოვანი ინფორმაციის, ერთ მხრივ, შემნახველი[325] და, მეორე მხრივ, აღნიშნულ ინფორმაციასთან დაკავშირებული ტრანსპარენტულობის უზრუნველმყოფი[326] აქციონერებთან თუ სხვა უფლებამოსილი პირებთან[327] კომუნიკაციისას. მათ შორის, იგი კომუნიკაციას ამყარებს მარეგულირებელსა და საფონდო ბირჟასთან.[328] ამასთანავე, გამომდინარე იქიდან, რომ კორპორაცია მუდმივად განიცდის ცვალებადობას მენეჯმენტში აუცილებელია არსებობდეს პირი, რომელიც უზრუნველყოფს ჩანაცვლების უმტკივნეულობას, რისთვისაც ახალი მმართველს გაუწევს სათანადო კონსულტაციებს და მოახდენს ინფორმირებას აუცილებელ საკითხებზე, როგორებიცაა მათი უფლება-მოვალეობები, სხვადასხვა პროცედურები, სტრუქტურა, შიდა დოკუმენტები, ეთიკის კოდექსი და სხვა.[329] სწორედ კორპორაციული მდივნის ინფორმირებულობიდან გამომდინარეობს მდივნის ფუნქცია, უზრუნველყოს საზოგადოების ახალი ხელმძღვანელი პირებისათვის სათანადო ინფორმაციის მიწოდება და ტრენინგების ჩატარება.[330] ამ თვალსაზრისით სწორედ კორპორაციული მდივანია პირველი „მეგობარი" პირისათვის ახალ პოზიციაზე.

---

[323] Governance Professionals of Canada (GPC) - Corporate Secretaries - http://bit.ly/2sy2ATY

[324] *ჯანჯალია:* კორპორაციული მდივანი - ახალი ხედვა და ამოცანები, 2010. http://bit.ly/2sF7qQ3

[325] საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია, კორპორაციული მართვის სახელმძღვანელო, 2010, გვ. 110.

[326] Governance Professionals of Canada (GPC) - Corporate Secretaries - http://bit.ly/2sy2ATY

[327] The company secretary in the UK and their role in upholding best practice in corporate governance in
banks and other organisations - http://bit.ly/2rIrjAH

[328] Governance Professionals of Canada (GPC) - Corporate Secretaries - http://bit.ly/2sy2ATY

[329] *ჯანჯალია:* კორპორაციული მდივანი - ახალი ხედვა და ამოცანები, 2010. http://bit.ly/2sF7qQ3

[330] *ჯანჯალია:* კორპორაციული მდივანი - ახალი ხედვა და ამოცანები, 2010. http://bit.ly/2sF7qQ3

ზემოაღნიშნული ფართო დისკრეციის გათვალისწინებით, აუცილებელია კორპორაციული მდივანს გააჩნდეს თანამდებობისათვის შესაფერისი უნარები. შესაბამისად, მის პოზიციაზე გამწესებამდე აუცილებელია მდივნობის კანდიდატის პროფესიული და აკადემიური მიღწევების, ასევე გამოცილების შესწავლა.[331] ზოგიერთი ქვეყნის კანონმდებლობის მიხედვით, აუცილებელია კორპორაციული მდივანი იყოს შესაბამისი პროფესიული გაერთიანების წევრი.[332]

კორპორაციული მდივანი ინიშნება და მასთან სასამსახურო ხელშეკრულება იდება სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ.[333] აღნიშნული, ერთი მხრივ, სუბორდინაციის თვალსაზრისით ხაზს უსვამს ამ პოზიციის მნიშვნელობას, მეორე მხრივ, კი გარკვეულწილად უზრუნველყოფს მის დამოუკიდებლობას.[334] ვინაიდან, საკუთარი ფუნქციების სრულყოფილად შესასრულებლად კორპორაციული მდივანი არ უნდა იყოს მმართველობის ორგანოს წევრი ან მათთან დაკავშირებული პირი.[335]

3.1.3.3. კომიტეტები

3.1.3.3.1. ზოგადად კომიტეტების შესახებ

კომიტეტები მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ საზოგადოების დირექტორების საქმიანობაში და სამეწარმეო საზოგადოებაში მისი შექმნა საერთაშორისოდ ფართოდ მიღებული პრაქტიკაა.[336] კორპორაციული მართვის მოდელის გათვალისწინებით, საზოგადოების კომიტეტები სხვადასხვა ორგანოს ფარგლებში შესაძლებელია შეიქმნას. ორსაფეხურიანი კორპორაციული მართვის მოდელის შემთხვევაში კომიტეტი სამეთვალყურეო საბჭოსთან იქმნება.[337] ერთსაფეხურიანი კორპორაციული მოდელის არსებობისას კი კომიტეტები, მართვის

---

[331] UK Companies Act 2006, Article 271.

[332] Singapore Companies Act (Chap. 50), Article 171.

[333] „კორპორაციული მართვის კოდექსი კომერციული ბანკებისათვის“, მუხ. 6.

[334] *ჯანჯალია:* კორპორაციული მდივანი - ახალი ხედვა და ამოცანები, 2010. http://bit.ly/2sF7qQ3

[335] საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია, კორპორაციული მართვის სახელმძღვანელო, 2010, გვ. 107.

[336] *Hopt:* Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, 2011, p. 33.

[337] *Davies:* Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? 2001, p. 16.

სპეციფიკის - სამეთვალყურეო საბჭოს არარსებობის გამო ბორდთან იქმნება.[338] აღნიშნული ორგანოები საკუთარი საქმის დიდ ნაწილს სწორედ კომიტეტებში აკეთებენ.[339]

შედარებითაც მცირე, დახურული ტიპის სააქციო საზოგადოებებში კომიტეტების არარსებობა უმეტესად მისი სიძვირითაა გამოწვეული.[340] ასეთი კომიტეტების შექმნა, როგორც წესი, შედარებით მსხვილი, ფინანსურად ძლიერი, საფონდო ბირჟებზე სავაჭროდ განთავსებული აქციების მქონე სააქციო საზოგადოებებისთვისაა დამახასიათებელი.[341] მათი ფუნქციის გათვალისწინებით, მაგალითისათვის, აუდიტის კომიტეტის ზოგიერთი ქვეყნის კანონმდებლობით სავალდებულოდ შექმნადია.[342] ასევე, საუკეთესო კორპორაციული მართვისათვის მნიშვნელოვანია ანაზღაურებისა და ნომინირების კომიტეტების[343] შექმნა.[344]

3.1.3.3.2. აუდიტის კომიტეტი

საზოგადოების ფინანსური მდგომარეობა მისი წილობრივი[345] ფასიანი ქაღალდების ღირებულებითი ნიშნულის განმსაზღვრელია. შედეგად ბაზრის სანდოობისათვის გადამწყვეტი მნიშვნელობა ენიჭება საზოგადოების ფინანსური დოკუმენტაციის სათანადოობას. თანამედროვე ფინანსურმა კრიზისებმა აჩვენა, რომ არაერთი წარმატებული კომპანია ასეთი დოკუმენტებით მანიპულირებით აღწევდა წარმატებას და განაგრძობდა ბაზარზე საქმიანობას. აღნიშნულ კონტექსტში "*Enron Corporation*" სახელთან დაკავშირებული ფინანსური

---

338 *ჭანტურია:* კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 116.

339 *Adams/ Hermalin/ Weisbach:* The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey, 2008, p. 37.

340 *Hopt:* Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, 2011, p. 33.

341 *ჭანტურია:* კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ. 117.

342 *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 456.

343 მაგ., იხ, Combined Code UK.

344 *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 456.

345 აღნიშნულთან დაკავშირებით მსჯელობა იხ. ნაშრომის მე-2 თავში.

კრიზისი თავისთავად შესაძლოა მიჩნეულ იქნეს საკორპორაციო და კაპიტალის ბაზრის სამართლის ისტორიის მნიშნელოვან მოვლენად.[346] სწორედ აღნიშნულ ფინანსურ კრიზისს 2002 წელს მოჰყვა *"Sarbanes–Oxley Act"-ის* მიღება,[347] რის შედეგადაც განმტკიცდა აუდიტის კომიტეტის როლი ფინანსური ანგარიშგების სისტემის ინტეგრირებულობის უზრუნველყოფის საქმეში[348] და იგი სავალდებულო ხასიათის მატარებელი გახდა.[349]

აუდიტის კომიტეტი წარმოადგენს კაპიტალის ბაზარზე ოპერირებადი საზოგადოების მნიშნველოვან ქვესტრუქტურულ ორგანოს[350], რომელიც სწორი ხელმძღვანელობის, მართვის პოლიტიკის მონიტორინგის და ფიდუციურ ვალდებულებათა დარღვევის პრევენცირებას უზრუნველყოფს.[351] აუდიტის კომიტეტის არსებობა თვისობრივად კორპორაციული მართვის ერთსაფეხურიანი სისტემისთვისაა დამახასიათებელი.[352] თუმცა, თანამედროვე პერიოდში, ზემოთ აღნიშნულმა კრიზისმა განაპირობა ევროპული კორპორაციული მართვის სისტემის გადახედვის აუცილებლობა[353] და აუდიტის კომიტეტმა გავრცელება გაერთიანების ფარგლებშიც ჰპოვა.[354]

საკუთარი ფუნქციების სრულყოფილი შესრულების საქმეში განსაკუთრებული მნიშვნელობა აუდიტის კომიტეტის შემადგენლობას ენიჭება. უპირველეს ყოვლისა, ყურადსაღებია კომიტეტის წევრთა დამოუკიდებლობის საკითხი. მაგალითისათვის, დიდ ბრიტანეთში *"The UK Corporate Governance Code"*[355] სავალდებულოა, რომ აუდიტის კომიტეტის წევრთა უმრავლესობას წარმოადგენდნენ დამოუკიდებელი

---

346 *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 456.

347 Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX).

348 *Carcello/ Hollingsworth/ Klein:* Audit Committee Financial Expertise, Competing Corporate Governance Mechanisms, and Earnings Management, 2006, p. 1.

349 Sarbanes-Oxley Act of 2002, Article 301.

350 *მახარობლიშვილი:* კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, გვ. 241.

351 *მახარობლიშვილი:* კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, გვ. 247.

352 *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 456.

353 *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 444.

354 Directive 2006/43/ec, Article 41.

355 The UK Corporate Governance Code სავალდებულო ხასიათის მატარებელი დოკუმენტია იმ საზოგადოებებისათვის, რომელთა ფასიანი ქაღალდებიც სავაჭროდაა დაშვებული Premium listing-ში იუხედავად მათი ინკორპორირების ადგილისა (იხ. The UK Corporate Governance Code, Governance and the Code).

დირექტორები.[356] ამავე დოკუმენტით სავალდებულოა, რომ საბაზრო კაპიტალიზაციის თვალსაზრისით *LSE*[357] კოტირებული უმსხვილესი 350 კორპოკორპორაციის აუდიტის კომიტეტი შედგებოდეს მხოლოდ დამოუკიდებელი დირექტორებისგან.[358]

ამერიკის შეერთებულ შტატებში SEC-მა მიაღწია არა მხოლოდ იმას, რომ ამერიკულ ღია კორპორაციებისათვის სავალდებულოა აუდიტის კომიტეტის არსებობა, არამედ ამ კომიტეტის წევრთა მიმართ დადგენილი დამოუკიდებლობის მიმართ მოთხოვნების ზრდასაც.[359] კერძოდ, აუდიტის კომიტეტის თითოეული წევრი სავალდებულოა იყოს საზოგადოების დამოუკიდებელი დირექტორი.[360]

ევროკავშირის კანონმდებლობით აუდიტის კომიტეტის წევრთა დამოუკიდებლობის საკითხი უშუალოდ წევრი სახელმწიფოების შიდა სამართალისთვისაა მინდობილი. თუმცა, მინიმუმ ერთი წევრი მაინც უნდა იყოს დამოუკიდებელი.[361] ასეთი ტიპის თავისუფლება კონტინენტური ევროპისათვის დამახასიათებელი კორპორაციული მართვის თავისებურებაა. მიუხედავად ფართო დისკრეციისა ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებითა და კორპორაციული მართვის თავისებურების მხედველობაში მიღებით ევროკავშირის წევრი სახელმწიფოები, აუდიტის კომიტეტის წევრთა დამოუკიდებლობის მიმართ ნაკლებად მომთხოვნები არიან. მაგალითად, გერმანული სამართლის მიხედვით სამეთვალყურეო საბჭოსთან შექმნილი აუდიტის კომიტეტის თავმჯდომარე არ უნდა იყოს საზოგადოების გამგეობის წევრი სულ ცოტა, უკანასკნელი 2 წლის განმავლობაში.[362] ხოლო ფრანგული სამართლის მიხედვით რეკომენდებულია, რომ აუდიტის კომიტეტის 2/3-ს წარმოადგენდნენ დამოუკიდებელი დირექტორები. გარდა ამისა, კომიტეტში არ უნდა შედიოდნენ საზოგადოების ოფიცრები.[363]

[356] The UK Corporate Governance Code, Article, C.3.1.

[357] London Stock Exchange

[358] *Hopt:* Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, 2011, p. 27.

[359] *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 456.

[360] Sarbanes-Oxley Act of 2002, Article 301.

[361] Directive 2006/43/ec, Article 41.

[362] German Corporate Governance Code, Article 5.

[363] *Hopt:* Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, 2011, p. 26.

აუდიტის კომიტეტი, როგორც საჯარო კომპანიისათვის კორპორაციული მართვის სავალდებულო ინსტრუმენტი ქართული სამართლისათვის ნაცნობი 2017 წლის 1 იანვრის ცვლილებებით გახდა. აღნიშნული ცვლილებებით აუდიტის კომიტეტის წევრთა მიმართ დამოუკიდებლობის საკმაოდ ფართო კრიტერიუმები იქნა გათვალისწინებული. კერძოდ, აუდიტის კომიტეტის წევრი უნდა იყოს პირი, რომელიც სამართლებრივად ან/და ეკონომიკურად დაკავშირებული არ არის საწარმოსთან, მათ შორის, არ ფლობს ამ საწარმოს აქციებს/წილებს და არ იღებს აღნიშნული საწარმოდან ანაზღაურებას ან სხვა ეკონომიკურ სარგებელს, გარდა სამეთვალყურეო საბჭოს წევრობისთვის ან/და აუდიტის კომიტეტის წევრობისთვის დადგენილი ანაზღაურებისა, ასევე აუდიტის კომიტეტის წევრი არ შეიძლება იყოს სამეთვალყურეო საბჭოს ის წევრი, რომელიც დირექტორის უფლებამოსილებას ახორციელებს.[364]

გარდა დამოუკიდებლობისა, აუცილებელია, აუდიტის კომიტეტის წევრს, თავისი საქმიანობისათვის აუცილებელი კვალიფიკაცია ჰქონდეს. ამ მიზნით, მაგალითად, დიდი ბრიტანეთის კანონმდებლობით, ბორდის მინიმუმ ერთ წევრს უნდა ჰქონდეს სათანადო ფინანსური გამოცდილება,[365] ფინანსური და სააუდიტო კომპეტენცია მოითხოვება დამოუკიდებელი დირექტორის მიმართ ევროკავშირის კანონმდებლობის მიერაც.[366] ასეთი მოთხოვნა უშუალოდ კომიტეტის თავმჯდომარეს უკავშირდება გერმანული სამართლით.[367] საქართველოს სამართალი ამ მხრივაც საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისი აღმოჩნდა და აუდიტის კომიტეტის ყველა წევრს საზოგადოების საქმიანობის სფეროში კომპეტენტურს, ხოლო მის სულ ცოტა ერთ წევრს ბუღალტრულ ან სააუდიტო სფეროში კომპეტენტურობის კრიტერიუმი დაუდგინა.[368]

---

[364] "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 13[1]

[365] UK Corporate Governance Code, Article, C.3.1.

[366] Directive 2006/43/ec, Article 41.

[367] German Corporate Governance Code, Article 5.

[368] "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 13[1]

3.2. ფასიანი ქაღალდების შეთავაზების მონაწილენი

3.2.1. ფასიანი ქაღალდების პირველადი შეთავაზების ძირითადი მონაწილენი

3.2.1.1. ანდერრაითერები

ფასიანი ქაღალდების ფასის დადგენა ურთულესი პროცესია, რის არამართებულობასაც ფატალური შედეგი შეიძლება მოჰყვეს - ფასიანი ქაღალდების არასრულად გაყიდვის შედეგად მიღებული შემოსავლისა და პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესში გაწეულ ხარჯებს შორის მკვეთრი დისბალანსის გამო. [369] ამ პროცესში ანდერრაითერი წარმოადგენს გარკვეულ დაზღვევას, რომელსაც კომპანია ქირაობს ფასიანი ქაღალდების სრული ოდენობის მაქსიმალურად შესაძლოდ მაღალი ფასითა და პირობებით რეალიზაციის უზრუნველყოფის მიზნით.[370]

მიუხედავად იმისა, რომ ძირითად შემთხვევაში ანდერრაითერების მონაწილეობა ფაკულტატიური ხასიათისაა,[371] ზემოთ განხილული მიზეზით მის გარეშე პირველადი საჯარო შეთავაზების წარმატებით განხორციელება პრაქტიკულად წარმოუდგენელია. სწორედ ამიტომ ცალკეული ქვეყნის კანონმდებლობა სავალდებულოდ ითვალისწინებს ანდერრაითერის მონაწილეობას[372] და საკანონმდებლო დონეზე ახდენს მის ფუნქციათა განსაზღვრას.[373]

საქართველოს კანონმდებლობა ანდერრაითერის ინსტიტუტს, რომელიც, როგორც აღინიშნა, უმეტესწილად საინვესტიციო ბანკია, საბროკერო კომპანიასთან აიგივებს და უთითებს, რომ ემიტენტს უფლება აქვს საბროკერო კომპანიასთან დადოს ფასიანი ქაღალდების შეთავაზების ხელშეკრულება ფასიანი ქაღალდების განთავსების შესახებ.[374] მაშინ, როდესაც, მაგალითად, შეერთებული შტატების სამართალი ბროკერის დეფინიციის განსაზღვრისას სწორედ ბანკის გამორიცხვას ახდენს.[375]

ფასიანი ქაღალდების შეთავაზების ხელშეკრულება წარმოადგენს

---

[369] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 464.

[370] *Gounopoulos/ Nounis/ Stylianides:* The Short and Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, 2007, p. 2.

[371] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 15.

[372] მაგ., ასეთს ითვალისწინებს კვიპროსის კანონმდებლობა; იხ. *Van Gerven:* Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, 2009, p. 48-49.

[373] *Van Gerven:* Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, 2009, p. 48-49.

[374] "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 3 და 4.

[375] Securities Exchange Act 1934, sec. 3.

ფასიანი ქაღალდების შეთავაზების განმახორციელებელ ემიტენტსა და საბროკერო კომპანიას შორის დადებულ ხელშეკრულებას, რომლითაც საბროკერო კომპანია კისრულობს ვალდებულებას განათავსოს ფასიანი ქაღალდები გარანტირებულ საფუძველზე ან არაგარანტირებულ საფუძველზე.[376] ანდერრაითერის მეშვეობით აქციათა რეალიზაციის მიზანი 3 ძირითადი მეთოდით მიიღწევა:

გარანტირებული ანდერრაითინგი: პროცესი, რომლის დროსაც ანდერრაითერი ემიტენტისაგან ყიდულობს ფასიანი ქაღალდების სრულ რაოდენობას და შემდგომში თავად ახდენს მათ რეალიზაციას.[377] ასეთი პირობით რეალიზაციის შემთხვევაში ანდერრაითერი წევს ანდერრაითინგის რისკს[378] და საკუთარ თავზე იღებს პასუხისმგებლობას, შემძენის მოძიების შეუძლებლობის შემთხვევაში დაიტოვონ განუთავსებელი ფასიანი ქაღალდები.[379] განსაკუთრებით, გარანტირებული ან მსხვილი საჯარო შეთავაზების სრულყოფილად დასრულებისათვის ხშირად გამოიყენება ანდერრაითერთა სინდიკატი.[380]

უდიდესი ძალისხმების მეთოდი: აღნიშნულ პროცესში ანდერრაითერი არ იღებს განთავსების რისკს, შესაბამისად, არ ყიდულობს ფასიანი ქაღალდების სრულ რაოდენობას, თუმცა აქვს ვალდებულება უდიდესი ძალისხმევა დახარჯოს მათი რეალიზაციისათვის.[381] უდიდესი ძალისხმევის პრინციპით ანდერრაითინგს ადგილი აქვს განსაკუთრებით სარისკო შეთავაზებების შემთხვევებში. [382]

ჰოლანდიური აუქციონი: რეალიზაციის აღნიშნული მეთოდი, რომელიც თავის დროზე *Google-ის* აქციათა რეალიზაციის წყალობით გახდა პოპულარული, გულისხმობს წინასწარ განუსაზღვრავი ფასით

---

[376] "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 2.

[377] *Ross/ Westerfield/ Bradford:* Essentials of corollary finance, 2008, p. 466.

[378] Underwriting risk - რისკი, რომელსაც ანდერრაითერი სწევს ფინანსური დანაკარგის სახით თუ ის ვერ მოახდენს ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას იმ ფასზე მეტად, ვიდრე ემიტენტს მისცეს გარანტია (იხ. *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 412.)

[379] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 410.

[380] Syndicate - საინვესტიციო ბანკების ჯგუფი, რომლებიც ერთიანდებიან ფასიანი ქაღალდების ანდერრაითინგისა და განთავსებისათვის. (იხ. *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 410.)

[381] *Ross/ Westerfield/ Bradford:* Essentials of corollary finance, 2008, p. 467.

[382] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 139.

ანდერრაითერის მიერ აუქციონის მოწყობას ინვესტორებისათვის.[383] ასეთი აუქციონისას თავდაპირველად ხდება ყველაზე მაღალი ფასის შეთავაზება და შემდგომ ხდება აუქციონის მიმდინარეობისას ფასკლება.[384] განთავსების ქვედა ფასის დადგენის შემდგომ ყოველი გამარჯვებული იხდის ერთი და იმავე, ყველაზე დაბალ ფასს.[385]

3.2.1.2. პირველადი საჯარო შეთავაზების სხვა მონაწილენი

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის განმახორციელებელი ორგანო: კაპიტალის ბაზრის მონაწილეთა წრე არ შემოიფარგლება მარტოოდენ ემიტენტით, ინვესტორითა და, მათ შორის, შუამავალი კომპანიით. კაპიტალის ბაზარში მნიშვნელოვანი ინტერესი, თავის მხრივ, სახელმწიფოს აქვს, რასთან დაკავშირებული მიზეზებიც ზემოთ უკვე იქნა განხილული. სახელმწიფო კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებაში ინტერვენციას, გარდა ნორმატიული აქტებისა, ზედამხედველობის განმახორციელებელი ორგანოს მეშვეობით ახორციელებს. ასეთი ინსტიტუციები ზედამხედველობენ კაპიტალის ბაზრის კანონმდებლობის პრაქტიკული რეალიზაციის შესრულებას.[386] ამის მიღწევის ძირითადი ინსტრუმენტი კი მარეგულირებელი ორგანოს ხელში მონაწილეთა ლიცენზირება,[387] ემისიის პროსპექტის დამტკიცება[388] და კანონმდებლობის დარღვევისათვის შესაბამისი სანქციების დაწესებაა.[389]

მაგალითისათვის, შეერთებულ შტატებში ასეთ საქმიანობას *U.S. Securities and Exchange Commission*,[390] ხოლო დიდ ბრიტანეთში *The*

---

383 *Ross/ Westerfield/ Bradford:* Essentials of corollary finance, 2008, p. 467.

384 *Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar:* Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, p. 53.

385 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 77.

386 *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 26.

387 *ჯიბუტი*: საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ. 35.

388 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 139.

389 *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 26.

390 *Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar:* Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, p. 60.

Financial Conduct Authority და *Prudential Regulation Authority* ახორციელებენ.[391] საქართველოში მათი ანალოგი - კაპიტალის ბაზრის ზედამხედველობის განმახორციელებელი ორგანო კი საქართველოს ეროვნული ბანკია,[392] რომლის უფლებამოსილებათა ფარგლები, ძირითადად, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონითაა განსაზღვრული.

წამყვანი მენეჯერი.[393] საინვესტიციო ბანკების პირველად საჯარო შეთავაზებაში ჩართულობა არ შემოიფარგლება მარტოოდენ ფასიანი ქაღალდების ანდერრაითინგით. წამყვანი მენეჯერი - ესაა პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესის მონაწილე, რომლის ფუნქციებსაც ფასიანი ქაღალდების ემისიის კონტროლი და კოორდინირება წარმოადგენს.[394] წამყვანი მენეჯერის ფუნქციას, ძირითადად, სწორედ საინვესტიციო ბანკები ითავსებენ.[395] ისინი ხელმძღვანელობენ პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესს, მათ შორის მუშაობენ აუდიტორიებთან, იურისტებთან რეგისტრატორებთან, სპეციალისტებთან და სხვ.[396] ისინი, ასევე აგვარებენ საკითხებს მარეგულირებელთან და იმ საფონდო ბირჟასთან, სადაც მოგვიანებით ფასიანი ქაღალდების კოტირება უნდა მოხდეს.[397]

აუდიტორები. აუდიტორები ე. წ. *IPO Team* ანუ პირველადი საჯარო შეთავაზების განმახორციელებელი გუნდის მნიშვნელოვანი მონაწილენი არიან.[398] მათი ძირითადი მოვალეობა ფინანსური დოკუმენტაციის სარეგისტრაციო განაცხადის მოთხოვნებთან შესაბამისობის უზრუნველყოფაა.[399] კერძოდ, ისინი განსაზღვრავენ, საზოგადოების ფინანსური დოკუმენტაცია ხომ არ არის შეცდომაში

---

391 The Financial Conduct Authority (FCA) - http://bit.ly/1pEyzK2; Prudential Regulation Authority (PRA) - http://bit.ly/RAk3ox

392 "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 2.

393 Lead Manager

394 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 659.

395 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 8.

396 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 138

397 იქვე.

398 *Allison/ Hall/ McShea/ Van Ye:* The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors, 2008, p. 11.

399 იქვე.

შემყვანი და აჩვენებენ თუ არა ისინი სწორ და სამართლიან ინფორმაციას.[400]

აუდიტორთა სწორად შერჩევას განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება სხვა კუთხითაც. კერძოდ, აღნიშნული პირების თანამშრომლობა ემიტენტთან, როგორც წესი, მხოლოდ პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესით არ შემოიფარგლება და წლების განმავლობაში განაგრძობენ კომპანიასთან თანამშრომლობას, საჯარო კომპანიების მიმართ დადგენილი პერიოდული და მიმდინარე საანგარიშგებო ინფორმაციის გამჭვირვალობასთან დაკავშირებული მზარდი მოთხოვნების გათვალისწინებით. [401]

იურიდიული კონსულტანტები. სამართლებრივ კონსულტანტებს აუდიტორთა მსგავსათ მნიშვნელოვანი ფუნქცია აქვთ პირველადი საჯარო შეთავაზების, როგორც მომზადების, ისე მისი წარმართვის პროცესის უზრუნველყოფის თვალსაზრისით.[402] სამართლებრივი კონსულტანტები გარკვეული შეხედულებით კომპანიის ბიზნესპარტნიორებს წარმოადგენენ, რომელთათვისაც აუცილებელია ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობისა და ფინანსური საკითხების ღრმა ცოდნა, რათა თავისი საკონსულტაციო ფუნქციები ჯეროვნად შეასრულოს.[403] აღნიშნულ პირთა ფუნქცია პირობითად რამდენიმე ნაწილად შეიძლება დაიყოს. [404] უპირველესად ესაა მათი მოვალეობა ემისიის პროცესის დაწყებამდე გასწიონ სათანადო კონსულტაცია ფინანსური ინსტრუმენტის გამოყენებასთან დაკავშირებული სამართლებრივი რისკების შესახებ და დაეხმარონ დირექტორებს საკუთარი ფიდუციური მოვალეობების შესრულებაში.[405] ასევე, მათ კომპეტენციას განეკუთვნება საემისიო განაცხადის მომზადებისა და წარდგენის სამართლებრივი მხარის უზრუნველყოფა, ხოლო მეორე, ესაა კომპანიისათვის კონსულტაციის გაწევა გამჭვირვალობასთან დაკავშირებული საკითხების შესახებ.[406]

სპონსორები. სპონსორები წამყვანი მენეჯერის მსგავსად კოორდინირებას უწევენ პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესს.[407] სპონსორებს პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესში თავისი

---

400 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 635.

401 *Dempsey:* NYSE IPO Guide, 2013, p. 14.

402 იქვე.

403 *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 28.

404 *Dempsey:* NYSE IPO Guide, 2013, p. 14.

405 *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 25-26.

406 *Dempsey:* NYSE IPO Guide, 2013, p. 14.

407 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 667.

მნიშვნელოვანი როლი გააჩნიათ, რაც ცალკეული ქვეყნების კანონმდებლობის დონეზეც კია განმტკიცებული. მაგალითისათვის, დიდი ბრიტანეთის კანონმდებლობის შესაბამისად საფონდო ბირჟაზე რეგისტრაციის მსურველი კომპანიისათვის სავალდებულოა სპონსორის შერჩევა, რომელიც პასუხისმგებელია არა მხოლოდ ემიტენტის, არამედ მარეგულირებლის წინაშეც. [408] კერძოდ, სპონსორის მოვალეობას წარმოადგენს პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესის წარმატებულად განხორციელების კოორდინირება, რასთან დაკავშირებითაც მას ევალება დასაშვებობის წერილის წარდგენა სათანადო ორგანოსთვის, რომელიც მოიცავს კომპანიის მიერ სარეგისტრაციო წესების შესრულებისა და ინვესტორთა ინტერესების დაცვის შესახებ ანგარიშს.[409]

3.2.2. ფასიანი ქაღალდებით მეორადი ვაჭრობის ძირითადი მონაწილენი

საფონდო ბირჟა: საფონდო ბირჟასთან დაკავშირებული მსჯელობა ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის კვლევის კონტექსტში უკვე იქნა წარმოდგენილი წინა თავში. შესაბამისად, სადისერტაციო ნაშრომის წინამდებარე ნაწილში საფონდო ბირჟის, როგორც ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის ბაზრის[410] ფუნქციონირების ცალკეულ პროცედურულ საკითხებზე იქნება ყურადღება გამახვილებული.

საფონდო ბირჟის მიზანი, საჯაროობისა და კონკურენციის პირობების დაცვით, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ორგანიზებაა განსაზღვრულ დროსა და ადგილას.[411] ფასიანი ქაღალდებით საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის დანიშნულებას წარმოადგენს პოსტსაინვესტიციო პერიოდში ინვესტორების საშუალების მიცემა მოახდინონ საკუთარი ფასიანი ქაღალდები მეორადი გადაყიდვა ახალ აქციონერებზე.[412] ამგვარი ტრანზაქცია ორი მეთოდით ხორციელდება. ერთი, ესაა ბრძანებაზე მომუშავე[413] ბაზრები, სადაც ყიდვისა და გაყიდვის ბრძანებები ინვესტორსა და დილერს შორის პირდაპირ თანხმდება

[408] *Page/ Dempsey:* A guide to listing on the London Stock Exchange, 2010, p. 26.

[409] იქვე.

[410] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 667.

[411] *ჯიბუტი/ ყორღანაშვილი:* ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 43.

[412] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 15.

[413] Order-Driven

სავაჭრო სივრცეში[414] ან კომპიუტერულ სისტემაში.[415] მეორე მეთოდი წარმოადგენს ბრძანებაზე მომუშავე სისტემის ალტერნატივას. ზემოაღწერილი მეთოდისაგან განსხვავებით კოტებზე მომუშავე[416] სისტემა არ მოქმედებს მყიდველ-გამყიდველს შორის ბრძანებების მიხედვით, არამედ ბაზრის შემქმნელი[417] თავად გამოიმუშავებს გადაწყვეტილებებს და შეთავაზების ფასებს განსაზღვრავს ბაზარზე არსებული შეთავაზება-მოთხოვნის კოტირებით.[418] *ბროკერი:* კაპიტალის ბაზარზე ემიტენტების და ინვესტორების პირდაპირი თანკვეთა პრაქტიკულად არ ხდება, ვინაიდან სხვა მნიშვნელოვან ხარჯთა თავიდან აცილების მიზნით, ასეთი შუამავლის მეშვეობითაა უზრუნველყოფილი.[419] ბროკერი არის ფიზიკური ან იურიდიული პირი, რომელიც საკომისიოს ან ფიქსირებული საზღაურის სანაცვლოდ მოქმედებს როგორც წარმომადგენელი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაში.[420] ასეთი გზით, იგი ფასიანი ქაღალდების ტრანზაქციების განუყოფელი მონაწილეა შუამავლობის გზით, ამცირებს რა ურთიერთკავშირისა დროსა და ინფორმაციის მოძიების ხარჯებს.[421] გარდა შუამავლობისა, ბროკერი ინვესტორისათვის წარმოადგენს მრჩეველს ინვესტიციათა განთავსების თვალსაზრისით.[422]

სპეციალისტები: სპეციალისტები მოქმედებენ როგორც საკონტაქტო პირი მყიდველ და გამყიდველ ბროკერებს შორის.[423] ისინი ოპერირებენ სავაჭრო წერტილებიდან და უზრუნველყოფენ, რომ შეთავაზებები და მოთხოვნები დროულად იყოს შეტყობინებული, რათა მხარეებმა მიაღწიონ საუკეთესო ფასს ბაზარზე.[424]

---

414 Trading Floors

415 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 142.

416 Quote-Driven

417 Market Makers

418 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 142.

419 *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 23.

420 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 374.

421 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 638.

422 *ჯიბუტი:* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ. 34.

423 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 142.

424 იქვე.

რეგისტრატორი: რეგისტრატორი, ესაა ფასიანი ქაღალდებით მეორადი ვაჭრობის თემის მნიშვნელოვანი მონაწილე, რომელიც უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების რეესტრის წარმოებას.[425] სწორედ რეგისტრატორთან ჩანაწერის მეშვეობით ხორციელდება ფასიან ქაღალდზე საკუთრების უფლების წარმოშობა.[426] რეგისტრატორები, როგორც წესი, არიან საბანკო სფეროს წარმომადგენლები.[427] ჩვენში ფასიანი ქაღალდების რეესტრის წარმოების კომპეტენცია სააქციო საზოგადოების შემთხვევაში უშუალოდ საზოგადოებას გააჩნია, რომელსაც ასეთის გადანდობა დამოუკიდებელი რეგისტრატორისათვის შეუძლია.[428] გამონაკლისია საჯარო ფასიანი ქაღალდები, რომლის რეესტრის წარმოება სწორედ დამოუკიდებელი რეგისტრტორის ერთპიროვნული კომპეტენციაა.[429]

ცენტრალური დეპოზიტარი: ცენტრალური დეპოზიტარი ეს არის იურიდიული პირი[430], რომელიც ოპერირებს ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის სისტემაში და ხელს უწყობს მათი ელექტრონული ფორმით მიმოქცევას.[431] ცენტრალური დეპოზიტარის არსებობის მიზანს ფასიანი ქაღალდების დემატერიალიზაციის ხელშეწყობა წარმოადგენს.[432]

შუალედური დასკვნა

სადისერტაციო ნაშრომის მესამე თავის ფარგლებში განხორციელებული კვლევა დაეთმო კაპიტალის ბაზრის თემის შესწავლას. აღნიშნულ კონტექსტში, უპირველეს ყოვლისა, განსაკუთრებული ყურადღება გამახვილდა ემიტენტის თავისებურებების შესწავლაზე. კვლევამ აჩვენა, რომ ემიტენტისათვის დამახასიათებელ ერთ-ერთ ფუნდამენტურ თავისებურებას, რაც, თავის მხრივ, კაპიტალის ბაზრის განვითარების ძირითადი სტიმულატორია,

---

425 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 405.

426 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 466.

427 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 405.

428 "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 51.

429 „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 10.

430 Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council, Article 2.

431 Financial Conduct Authority - Central securities depositories - http://bit.ly/2sKTB29

432 Financial Conduct Authority - Central securities depositories - http://bit.ly/2sKTB29

წარმოადგენს შეზღუდული პასუხისმგებლობის პრინციპი, ვინაიდან ასეთი განაპირობებს პირის საინვესტიციო რისკის განსაზღვრას.[433]

კვლევამ ასევე აჩვენა, რომ კაპიტალური ტიპის საზოგადოების, კაპიტალის ბაზრის თემის ნაწილად ქცევის საქმეში, ამ უკანასკნელით განპირობებული აქციონერთა დივერსიფიცირებულობის პირობებში,[434] განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს ემიტენტის მართვის ცენტრალიზებულ სისტემას. ასევე, ყურადღება გამახვილდა კაპიტალური ტიპის საზოგადოების კაპიტალის დაყოფის საკითხზე იმგვარ მიმოქცევად ინსტრუმენტებად, როგორებიც ბირჟებზე კოტირებაუნარიანობის ხარისხიდან და ბუნებიდან გამომდინარე წარმოადგენენ კაპიტალის ბაზრის ფინანსურ ინსტრუმენტებს.[435]

ემიტენტის თავისებურებათა იდენტიფიცირების მიზნით ცალკე ყურადღება დაეთმო საზოგადოებათა კლასიფიკაციის საკითხს. აღნიშნულ კონტექსტში აღინიშნა, რომ კერძო და საჯარო კომპანიათა უნაკლობა აქციათა გასხვისების პროცედურულ მექანიზმში ჰპოვებს გამოვლინებას.[436] კერძოდ, აღინიშნა, რომ საკუთრების უცხო "ხელისგან" განცალკევებით "შენახვის" მიზნით კერძო კომპანიებს არ გააჩნიათ უნარი მიიღონ დაფინანსება საკუთარი წილობრივი თუ სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების საჯარო შეთავაზების გზით.[437] საპირისპიროდ, საჯარო კომპანიებს აქვთ სწორედ კაპიტალის ბაზრის მეშვეობით დაფინანსების უნარი,[438] რაც, თავის მხრივ, მათი მოჭარბებული საზოგადოებრივი ინტერესის სფეროში მოქცევის შედეგად განაპირობებს სტრუქტურულ თავისებურებებს.

კვლევის ფარგლებში ემიტენტის სტრუქტურულ თავისებურებათაგან ცალკე იქნა გამოყოფილი საზოგადოების ზედამხედველობის ორგანო. კვლევის შედეგად გამოტანილ იქნა დასკვნა, რომ მიუხედავად კორპორაციული მართვის ერთ და ორ საფეხურიან მოდელებს შორის სტრუქტურული სხვაობისა, შინაარსობრივი თვალსაზრისით მმართველი დირექტორების

[433] *Spiro:* Clarifying the Rules for Piercing of the Corporate Veil, 2013, p. 9.

[434] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 160.

[435] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 133.

[436] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 34.

[437] *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, p. 5.

[438] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 104.

საქმიანობაზე ზედამხედველობა დამოუკიდებელი პირების მეშვეობით ხორციელდება. დამოუკიდებლობის კრიტერიუმები კი მოიცავს პირად და მატერიალურ დამოუკიდებლობას.

ზედამხედველობის ორგანოს ანალიზისას ნაკლოვანად იქნა მიჩნეული ქართული კანონმდებლობა რომელიც არუზრუნველყოფს ანგარიშვალდებულ სააქციო საზოგადოებებში სამეთვალყურეო საბჭოს წევრობასთან დაკავშირებით დამოუკიდებლობის სათანადო სტანდარტების დადგენას, რასთან დაკავშირებითაც კანონმდებლობის ცვლილების აუცილებლობას გაესვა ხაზი. ამასთანავე აღინიშნა, რომ იმ ღია ტიპის სააქციო საზოგადოებები, რომელთაც აქვთ წვდომა კაპიტალის ბაზარზე, მოკლებულნი არიან შესაძლებლობას - იმართებოდნენ ერთსაფეხურიანი კორპორაციული მართვის მოდელით. ამავე ჭრილში გაკეთდა რეკომენდაცია, რომ ინდივიდუალური საჭიროებების გათვალისწინებით შესაძლებელია უმჯობესი იყოს კანონმდებლობაში შესაბამისი ცვლილებების განხორციელება და ანგარიშვალდებული სააქციო საზოგადოებისათვის კორპორაციული მართვის ერთსაფეხურიანი მოდელის არჩევის შესაძლებლობის მინიჭება, რასაც თავისთავად უნდა მოჰყვეს შესაბამისი ნორმების დანეგრვა, რომელიც ერთსაფეხურიანი კორპორაციული მართვის სისტემის მქონე ღია ტიპის სააქციო საზოგადოების ბორდის შემადგენლობაში დამოუკიდებელ დირექტორებთან დაკავშირებულ საკითხებს მოაწესრიგებს.

ზედამხედველობის განმახორციელებელი ორგანოს გარდა, ემიტენტის სტრუქტურულ თავისებურებათა შესწავლისას ცალკე იქნა გამოყოფილი ისეთი საკითხები, როგორებიცაა კომიტეტები და კორპორაციული მდივანი. ამ უკანასკნელთან დაკავშირებულმა კვლევამ აჩვენა, რომ კორპორაციული მდივანი მთელ რიგ შემთხვევებში იურისტის, ფინანსისტის თუ მედიატორის ფუნქციებს ასრულებს, რაც მისი საჭიროების განმაპირობებელია. კომიტეტების კონტექსტში კი ანაზღაურების და ნომინირების კომიტეტების[439] შექმნის საჭიროების[440] მიღმა გამოიყო აუდიტის კომიტეტის საკითხი და ყურადღება გამახვილდა, ბოლო დროის ფინანსური კრიზისებიდან გამომდინარე, აუდიტის კომიტეტის როლზე ფინანსური ანგარიშგების სისტემის ინტეგრირებულობის უზრუნველყოფის საქმეში[441] და მის

[439] მაგ., იხ. Combined Code UK.

[440] *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 456.

[441] *Carcello/ Hollingsworth/ Klein:* Audit Committee Financial Expertise, Competing Corporate Governance Mechanisms, and Earnings Management, 2006, p. 1.

სავალდებულო ხასიათზე.[442] კერძოდ, ნაჩვენები იქნა, რომ მიუხედავად იმისა, რომ აუდიტის კომიტეტი კორპორაციული მართვის ერთსაფეხურიანი სისტემისთვისაა დამახასიათებულობისა[443] თანამედროვე პერიოდში, აუდიტის კომიტეტმა გავრცელება ევროკავშირის ფარგლებშიც ჰპოვა.[444] ამ მხრივ საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკას არც საქართველოს სამართალი ჩამორჩა და ბოლო დროის ცვლილებებით, მასში არა მხოლოდ ასეთი კომიტეტის შექმნის, არამედ მისი წევრების კვალიფიკაციისა და დამოუკიდებლობის საკითხი იქნა გათვალისწინებული.

ემიტენტის თავისებურებათა შესწავლის მიღმა გამოკვლეულ იქნა კაპიტალის პირველადი და მეორადი ბაზრის მონაწილეების საკითხიც. პირველადი ბაზრის კონტექსტში განსაკუთრებული ყურადღება დაეთმო ანდერრაითერის, როგორც იმ შუამავლის კვლევას, რომელსაც ემიტენტი ქირაობს ფასიანი ქაღალდების სრული ოდენობის მაქსიმალურად შესაძლოდ მაღალ ფასითა და საუკეთესო პირობებით რეალიზაციის უზრუნველყოფის მიზნით.[445] ამავე კონტექსტში გამოვლინდა ქართული სამართლისათვის დამახასიათებელი ერთი თავისებურება, რომლის მიხედვითაც საქართველოს კანონმდებლობა ანდერრაითერის ინსტიტუტს, რომელიც უმეტესწილად საინვესტიციო ბანკია, აიგივებს საბროკერო კომპანიასთან[446] მაშინ, როდესაც, მაგალითად, შეერთებული შტატების სამართალი ბროკერის დეფინიციის განსაზღვრისას სწორედ ბანკს გამორიცხავს.[447]

გარდა ანდერრაითრისა, მოცემული თავი ასევე დაეთმო ბაზრის ისეთი მონაწილეების ცნების განსაზღვრას, როგორებიცაა ფასიანი ქაღალდების ზედამხედველობის განმახორციელებელი ორგანო, საფონდო ბირჟა, იურიდიული კონსულტანტები, აუდიტორები, სპეციალისტები, რეგისტრატორები და დამოუკიდებელი დეპოზიტარები.

---

[442] Sarbanes-Oxley Act of 2002, Article 301.

[443] *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p. 456.

[444] Directive 2006/43/ec, Article 41.

[445] *Gounopoulos/ Nounis/ Stylianides:* The Short and Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, 2007, p. 2.

[446] "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 3 და 4.

[447] Securities Exchange Act 1934, sec. 3.

IV. კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტები

4.1. წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტები

4.1.1. აქციის, როგორც კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტის ზოგადი დახასიათება

არსობრივად აქცია მისი მესაკუთრის ინტერესის განმსაზღვრელი ინსტრუმენტია საზოგადოებაში, რომლის ღირებულებითი მაჩვენებელიც გამოიხატება შეზღუდული პასუხისმგებლობის თანხობრივი ოდენობისა და შესაძლოდ მისაღები სარგებლის ურთიერთშეპირისპირებით.[448] სამოქალაქო სამართალში აქციის მოძრავი ნივთების კატეგორიას მიკუთვნების გზით, იგი აღიარებულია სანივთო

[448] *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, p. 81. აქციის კონტენტის ამგვარი განმარტება სასამართლომ მოახდინა საქმეზე - *Borland's Trustee v Steel Bros & Co Ltd* (1901) იხ. http://bit.ly/2rrUGI9

და ვალდებულებით-სამართლებრივი გარიგებების ობიექტად.[449] მისი ეკონომიკური უნარიანობის საწყისი, იყოს გამოყენებადი ინსტრუმენტი კაპიტალის ბაზარზე, სწორედ ამგვარი ბუნებითაა განპირობებული. სანივთო და ვალდებულებით-სამართლებრივი ნორმები სძენენ აქციის კეთილსინდისიერ მფლობელის საზოგადოების კაპიტალში, მართვისა და მოგების განაწილებაში მონაწილეობის უფლების გარკვეულ სტანდარტს, რაც მასზე მოთხოვნის მაჩვენებლის განმსაზღვრელია.[450]

საზოგადოებასა და მის აქციონერს შორის ურთიერთობის ფორმა ცალკეული იურისდიქციის სამართლებრივი კულტურის ნაყოფია. აქციაში კონცენტრირებული უფლებათა[451] ერთსახოვნება, რომელიც ასახულია საზოგადოების კონსტიტუციურ დოკუმენტში,[452] ქმნის აქციათა კლასს.[453] ცალკეული კლასისათვის მინიჭებული უფლებათა წრე, კონკრეტული იურისდიქციისათვის დამახასიათებელი თავისებურებების ფარგლებში, მოიცავს: ეკონომიკურ, კორპორაციულ მართვის და ინფორმირებულობის უფლებებს.[454]

საერთაშორისო პრაქტიკაში წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების მიმართ არსებობს ტერმინთა ერთგვაროვნება. ძირითადად, ლიტერატურაში ამგვარი ფინანსური ინსტრუმენტების გამოსახატად გამოყენებადი ტერმინები *Share* და *Stock* დომინირებს.[455] ევროკავშირის Mifid დირექტივის მიხედვით, რომლის მოწესრიგების სფეროც გაერთიანების ფარგლებში კაპიტალის ბაზრისა და კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტებია, მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდის

---

[449] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 128.

[450] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 132.

[451] გერმანულ სასამართლო პრაქტიკასა და სამეცნიერო ლიტერატურაში აქციათა კლასის განსაზღვრისას უფლებათა კატეგორიას მოვალეობებსაც უმატებენ, რის შედეგადაც გერმანულ სამართალში აქციები ერთგაროვანი უფლებებითა და ვალდებულებებით ქმნიან აქციათა კლასებს (იხ.*Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 267.)

[452] ბურდული: სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 328.

[453] ზ*არნაძე:* ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია, 2000, გვ. 27-28.

[454] *Mantysaari Petri,* “The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law” (SpringerVerlag Berlin Heidelberg 2010), 164.

[455] მაგ., შეად. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 121 და *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, p. 81.

სახეს წარმოადგენს *share*.[456] საპირისპიროდ, მაგალითისათვის, შეერთებული შტატების სამართალი, ფასიანი ქაღალდების კატეგორიას მიაკუთვნებს *Stock*.[457] შესაბამისად, ეს ორი ტერმინი, აღნიშნულ კონტექსტში ურთიერთჩანაცვლებადია წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტის აღსანიშნავად, წარმოადგენს იგი, ქართული გაგებით წილს შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებაში, თუ აქციას სააქციო საზოგადოებაში.

ფორმალური თვალსაზრისით, ნებისმიერი წილობრივი ინსტრუმენტი[458], მათ შორის შპს-ს წილი, ბირჟებზე კოტირებაუნარიანობის ხარისხიდან და ბუნებიდან გამომდინარე, შესაძლებელია წარმოვიდგინოთ, როგორც კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტი.[459] სწორედ ამგვარი სულისკვეთებითაა გამსჭვალული საქართველოს კანონი "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ". ამგვარი ლეგალური შესაძლებლობის პრაქტიკული რეალიზების კუთხით გარკვეულ სირთულეს ქმნის საქართველოს კანონმდებლობაში უშუალოდ წილსა და აქციას შორის ბაზარზე ბრუნვისათვის დადგენილი განსხვავებული წესები. კერძოდ, აქციის, რომელიც თავად გამოხატავს წილს საზოგადოების კაპიტალში, ბრუნვა ბაზარზე თავისუფლად, საჯარო რეესტრის გვერდის ავლით, რეგისტრატორის მეშვეობით ხორციელდება.[460] მაშინ, როდესაც შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების წილი მიმოქცევის ამგვარ სიმარტივეს მოკლებულია და მისი არსებობა სსიპ "საჯარო რეესტრის ეროვნულ სააგენტოს" სამეწარმეო რეესტრში სპეციალური ჩანაწერით დგინდება, ხოლო მისი გადაცემისათვის აუცილებელია რეესტრში ცვლილებების განხორციელება.[461]

თუმცა, იმ შემთხვევაში, თუ შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება შეიძენს ანგარიშვალდებულის სტატუსს, ამგვარი სირთულე მისთვის მოიხსნება. კერძოდ, ემიტენტი, რომელიც არის ანგარიშვალდებული საწარმო, ვალდებული ხდება, მისი ანგარიშვალდებულ საწარმოდ მიჩნევიდან 60 დღის ვადაში შეარჩიოს ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი, დადოს მასთან წერილობითი ხელშეკრულება და ხელშეკრულების დადებიდან არა უგვიანეს 15 დღისა გადასცეს მას ფასიანი ქაღალდების რეესტრი და მის

---

[456] Article 4, Directive 2014/65/EU.

[457] Securities Act of 1933, Section 2.

[458] *Marano/ Ferretti:* Cross-Listing, Global Shares and Dematerialized Shares, 2006, p. 267-284.

[459] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში, 2008, გვ. 133.

[460] იქვე.

[461] იქვე.

საწარმოებლად საჭირო ყველა დოკუმენტი და ინფორმაცია.[462] რეესტრის ამგვარი ტრანსფორმაცია კი შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების წილობრივი ფასიანი ქაღალდების თავისუფალ მიმოქცევასა და მასზე ზედამხედველობას შესაძლებელს ხდის.

კაპიტალური ტიპის საზოგადოებათა სხვადასხვა ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმად დაყოფის კონცეფცია, უმეტესად სწორედ კაპიტალის ბაზარზე წვდომაუნარიანობიდან გამოწვეული, მოჭარბებული საჯარო ინტერესისათვის, გადასახდელი საფასურის - რეგულაციების ხარისხს ეფუძნება. საწარმო სამეწარმეო საქმიანობის მონაწილეთა უნივერსალური ფორმაა,[463] რომლის ფარგლებშიც განვითარებული ქვეყნების მეწარმე სუბიექტთა, სხვადასხვა ორგანიზაციულ ფორმად დაყოფას, ურთიერთ შესაბამისი ნორმატიული ინსტრუმენტების მეშვეობით აღწევენ.[464] სააქციო საზოგადოება სხვა არაფერია, თუ არა შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება, რომელსაც აქვს წვდომის შესაძლებლობა საჯარო ბაზარზე, რა მიზეზითაც, ინვესტორთა დაცულობისა და კაპიტალის ბაზრის გამართული ფუნქციონირების უზრუნველსაყოფად დგინდება სპეციფიური რეგულაციები. ისტორიულად, სწორედ სააქციო საზოგადოების ლიბერალური მოდელის შექმნის სურვილმა განაპირობა შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ჩამოყალიებება.[465] ასეთი სამართლებრივი ფორმის საზოგადოება თავის პარტნიორთა რაოდენობრივი თვალსაზრისით, ამხანაგური ტიპის საზოგადოებასაც კი შეიძლება გაუთანაბრდეს, ვინაიდან მისი პარტნიორთა მიზანი უცხო “ხელისაგან” განცალკევებით საზოგადოების „შენახვაა“.[466]შესაბამისად, თანადროულად შპს-ს და სს-სათვის საკუთარი წილების საჯარო შეთავაზების გზით კაპიტალის ბაზარზე წვდომა შინაარსშივე ეწინააღმდეგება ამგვარი იურიდიული ფორმების ფუნქციონალურ გაგებას და ქმნის სხვადასხვა დასახელების ერთგვაროვან ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმას. შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების ქართული ვარიანტის ასეთი შესაძლებლობით აღჭურვა მაშინ, როდესაც იგი სამართლებრივად დაუსრულებელ, არასრულყოფილ ორგანიზაციულ ფორმას ქმნის, ბაზრის ამგვარად მნიშვნელოვან სეგმენტს, რომელიც განვითარების საწყის სტადიაზე იმყოფება, განვითარების შესაძლებლობას

---

462 იხ. “ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” საქართველოს კანონი, მუხ. 10.

463 *ჭანტურია/ ნინიძე:* “მეწარმეთა შესახებ” საქართველოს კანონის კომენტარი, 2002, გვ. 13.

464 *მახარობლიშვილი:* კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, გვ. 36.

465 *ჭანტურია/ ნინიძე:* მეწარმეთა შესახებ კანონის კომენტარი, 2002, გვ.17.

466 იქვე.

ფაქტობრივად უსპობს.[467]

4.1.2. სააქციო კაპიტალის ზრდის წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების კლასები

4.1.2.1 ჩვეულებრივი კლასის აქცია

ჩვეულებრივი კლასის აქცია[468] ყველაზე გავრცელებულ, კაპიტალზე დაფუძნებულ, ფასიანი ქაღალდის სახეს წარმოადგენს.[469] სწორედ ამგვარი ფინანსური ინსტრუმენტის მფლობელი წარმოადგენს იმ პირს, რომელიც საზოგადოების რეგისტრაციის პირველივე ეტაპზე გვევლინება საზოგადოების დაწყებითი კაპიტალის შემქმნელად.[470] მეტიც, ხშირად ჩვეულებრივი კლასის აქციაა ის ერთადერთი ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც სააქციო საზოგადოებას გააჩნია.[471]

ჩვეულებრივი კლასის აქციის განსაკუთრებულ მახასიათებელს წარმოადგენს ინვესტორთა პირდაპირი მონაწილეობა საზოგადოების კაპიტალში. ასეთი აქცია ქმნის საზოგადოების საბაზრო კაპიტალიზაციას, რომლის ნიშნულიც განთავსებული ინსტრუმენტების რაოდენების მათ საბაზრო ფასზე ნამრავლის ტოლია.[472] ამასთან, აუცილებელია საზოგადოების ქონების გამიჯვნა აქციონერების საკუთრებისაგან. ჩვეულებრივი კლასის აქციონერები, მართალია

---

[467] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა)
საფუძველზე, 2014, გვ. 16.

[468] კაპიტალის ბაზარზე ბრუნვაუნარიანი წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტი სხვადასხვა ქვეყანაში განსხვებული დასახელებით, თუმცა პრაქტიკულად იდენტური შინაარსით ხასიათდება. ამგვარი ფასიანი ქაღალდები გერმანიაში Stammaktien, შეერთებულ შტატებში common stock, დიდ ბრიტანეთში ordinary shares სახელითაა ცნობილი (იხ. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 7.) მათი კონცეპტუალური ანალოგი, ქართული სამართლით ჩვეულებრივი კლასის აქციაა.

[469] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 17.

[470] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით, მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 168.

[471] *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, p. 81.

[472] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 130.

ფლობენ იმ აქციებს, რომლებიც ერთიანობაში საზოგადოების კაპიტალს ქმნის, თუმცა, მათ არ შეუძლიათ საზოგადოების ქონებაზე განახორციელონ კონტროლი ისე, როგორც საკუთარზე.[473] როგორც წესი, ჩვეულებრივი კლასის აქციის მფლობელებს არ აქვთ უფლება მოითხოვონ საზოგადოებაში საკუთარი კაპიტალის უკან გამოთხოვა, რითაც იგი იღებს ფინანსურ რისკს საზოგადოების საქმიანობაზე.[474] ამგვარი რისკი ინვესტორთა მოგების, საზოგადოების წარმატებულ მენეჯმენტზე დამოკიდებულებას განაპირობებს.[475] სწორედ საზოგადოების კაპიტალში წილის ფლობა, ანუ საზოგადოების წარმატებულობაზე საკუთარი ქონებრივი მდგომარეობის დამოკიდებულება არის მიზეზი ამგვარი კლასის აქციონერის განსაკუთრებული ჩართულობისა კორპორაციულ მართვაში. ჩვეულებრივი კლასის აქციონერები წარმოადგენენ საზოგადოების ინსაიდების,[476] სარგებლობენ საზოგადოების მნიშვნელოვან გადაწყვეტილებებზე ზეგავლენის უფლებით.[477]

ჩვეულებრივი კლასის აქციონერის უფლებრივი მდგომარეობის რეგლამენტირების ადგილი თანადროულადაა საკანონმდებლო და საზოგადოებათა შიდა სამართალი.[478] ნორმატიულ აქტებს მიღმა, ისინი კონცენტრირებულია წესდების, სადამფუძნებლო შეთანხმების, შიდა სამართლის ან იურისდიქციათა თავისებურების გათვალისწინებით, სხვა სახელით ცნობილი საზოგადოების კონსტიტუციურ დოკუმენტში.[479]

ემპირიულად დადასტურებულია, რომ უმცირესობაში მყოფ აქციონერთა დაცვა უზრუნველყოფს მიღმა წყაროებიდან დამატებითი ინვესტირების ხელმისაწვდომობას,[480] ისევე, როგორც ასეთი დაცვის მქონე ბაზრები ხასიათდებიან კაპიტალიზაციის მაღალი მაჩვენებლით.[481] აქციონერთა დაცვის ინდექსი იზომება უმცირესობაში მყოფი აქციონერის იმ უფლებრივი ჯამით, რომლებიც მას საზოგადოების

[473] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 259.

[474] *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1819.

[475] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 454.

[476] *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1819.

[477] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 264.

[478] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 261.

[479] იქვე.

[480] *Heremans/ Bosquet:* The Future of Law and Finance after the Financial Crisis: New Perspectives on Regulation and Corporate Governance for Banks, 2011, p. 3.

[481] *Belloc:* Law, Finance and Innovation: The Dark Side of Shareholder Protection, 2012, p. 23.

მენეჯმენტისა და დომინანტი აქციონერის წინააღმდეგ გააჩნია.[482] კერძოდ, მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული ისეთი ინდიკატორები, როგორიცაა ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა, დირექტორთა პასუხისმგებლობა, აქციონერთათვის სასამართლოს ხელმისაწვდომობა, ინტერესთა კონფლიქტის რეგულირების მასშტაბი, აქციონერთა გავლენა და ჩართულობა კორპორაციულ მართვაში.[483]

აღსანიშნავია, რომ აღნიშნულ კონტექსტში საქართველო მსოფლიოს ეკონომიკებს შორის ერთ-ერთ მოწინავე ადგილს იკავებს. კერძოდ, ბიზნესის კეთების სიმარტივის მსოფლიო ბანკისეულ რეიტინგში,[484] მინორიტარ აქციონერთა დაცვის ინდექსში საქართველო მსოფლიოს 190 ქვეყნიდან მე-7 ადგილს იკავებს.[485] გარდა საქართველოსი, საინტერესო თავისებურებაა ის, რომ აქციონერთა დაცვის კონტექსტში, რამდენიმე პოსტსაბჭოთა ქვეყანა, იღებს რა სამართლებრივ დახმარებას შეერთებული შტატებისაგან, ხასიათდება აქციონერთა დაცვის უფრო მაღალი მაჩვენებლით ვიდრე გერმანია ან საფრანგეთი.[486] თუმცა, ნაკლებსავარაუდოა, რომ ასეთი მაღალი ხარისხი პროპორციულად აისახოს ფინანსური ბაზრის განვითარებაზე.[487] ამის ერთ-ერთი ძირითადი მიზეზი, როგორც ნაშრომის პირველ თავში უკვე იქნა განხილული, კანონის უზენაესობის პრობლემატიკა[488] და სოციალურ-პოლიტიკური მოვლენებია.[489]

ეკონომიკური თვალსაზრისით ჩვეულებრივი კლასის აქცია უნდა მიეკუთვნოს სარისკო კაპიტალის ჯგუფს, ვინაიდან მისი მფლობელი, როგორც წესი, ყველაზე ბოლოს დგას, როგორც საზოგადოების დივიდენდის, ისე ლიკვიდაციის მომენტში ინტერესის დაკმაყოფილების რიგში.[490] თუმცა, მეორე მხრივ, პრაქტიკა აჩვენებს, რომ სწორედ საზოგადოების კაპიტალში ამგვარი კლასის ფასიანი ქაღალდის პირდაპირი მონაწილეობის გამო შემოსავლის ყველაზე მაღალი

---

[482] *Belloc:* Law, Finance and Innovation: The Dark Side of Shareholder Protection, 2012, p. 1.

[483] Methodology of Protecting Minority Investors of World Bank - http://bit.ly/2sBirBS

[484] Easy of Doing Business of World Bank 2017 - http://bit.ly/2dFTxFq

[485] Easy of Doing Business of World Bank, Country Report Georgia 2017 - http://bit.ly/2lreXtw

[486] *Pistor/ Raiser/ Gelfer:* Law and Finance in Transition Economies, Economics of Transition, 2000, p. 25.

[487] იქვე.

[488] *Pistor/ Raiser/ Gelfer:* Law and Finance in Transition Economies, Economics of Transition, 2000, p. 25.

[489] *ჯიბუტი:* საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ. 24.

[490] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 130.

მაჩვენებელი ჩვეულებრივი კლასის აქციას აქვს.[491] ჩვეულებრივი კლასის წილობრივი ფასიანი ქაღალდი მომსახურების ამგვარი სიძვირის კიდევ ერთ განმაპირობებელს ზემოაღნიშნული რისკის კომპენსირების მსხვილი დივიდენდების გაცემის მოთხოვნილება ქმნის.[492]

4.1.2.2. პრივილეგირებული კლასის აქცია

პრივილეგირებული კლასის აქცია წარმოადგენს კომპრომისზე დაფუძნებულ ფინანსურ ინსტრუმენტს, რომლითაც ინვესტიციის მსურველი ინვესტორს კორპორაციული მართვიდან გამოთიშვის, შესაბამისად, საზოგადოებაზე კონტროლის შესაძლებლობის გამორიცხვის პირობებში, სთავაზობს გარკვეულ პრივილეგიებს.[493] პრივილეგიები, გამოხატული დივიდენდის, სხვადასხვა უფლებების და აქციონერთა დაცვის საკითხებში, დგინდება ინვესტორსა და ემიტენტს შორის სავაჭრო კომუნიკაციის შედეგად.[494]

პრივილეგირებული კლასის აქცია სახელშეკრულებო და საკორპორაციო სამართლებრივ ურთიერთობებს შორის არსებული გამყოფი კედლის ორივე მხარეს არსებობს.[495] იგი, შინაარსობრივი თვალსაზრისით, წარმოადგენს ჩვეულებრივი კლასის აქციასა და ობლიგაციას შორის არსებულ ჰიბრიდულ ფინანსურ ინსტრუმენტთა კატეგორიის პრაქტიკულ რეალიზაციას.[496]

აქციონერსა და საზოგადოებას შორის ვალდებულებითი ურთიერთკავშირი კორპორაციულ-სამართლებრივი ნორმატიული ინსტრუმენტებით რეალიზდება მაშინ, როდესაც მსესხებელი სამოქალაქო კოდექსით გათვალისწინებულ სასესხო სახელშეკრულებო ურთიერთობაში იმყოფება საზოგადოებასთან.[497] პრივილეგირებული კლასის აქციის საემისიო დოკუმენტი ჩვეულებრივი კლასის აქციის

---

[491] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 167.

[492] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 130.

[493] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 165.

[494] *Walther,* The Peril and Promise of Preferred Stock, 2014, p. 167.

[495] *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1819.

[496] იქვე.

[497] იქვე.

გამოშვებისათვის საჭირო დოკუმენტის ანალოგიურია და არსებობს იმავე უფლებრივ და ვალდებულებათა რეჟიმში.[498] დამატებით, ჩვეულებრივი კლასის აქციისაგან განსხვავებით, პრივილეგირებული კლასის აქციის ნამატი წინასწარ განსაზღვრული ფიქსირებული სარგებელია, რაც სესხის ხეშეკრულებისთვისაა დამახასიათებელი.[499] ამავდროულად, სესხისაგან განსხვავებით, პრივილეგირებული კლასის აქციაზე გასაცემი ფიქსირებული სარგებლის გადაუხდელობა საზოგადოების გადახდისუუნარობის საფუძველი არ არის.[500]

განხორციელებული მსჯელობის ჭრილში პრობლემურია ჩვეულებრივი კლასის აქციის ნორმატიული მიკუთვნების,[501] შესაბამისად, მისი საკორპორაციო სამართლის თუ სახელშეკრულებო სამართლის მოწესრიგების ობიექტად განსაზღვრის საკითხი.[502] აღნიშნული პრობლემის გადაჭრის საქმეში მნიშვნელოვანი როლი დელავერის შტატის სასამართლომ ითამაშა. კერძოდ, სასამართლომ მოახდინა პარადიგმული გაყოფა ჩვეულებრივი კლასის აქციების თანაბარი უფლებების საკორპორაციო სამართლისათვის, ხოლო დამატებითი - სპეციფიკური უფლებების სახელშეკრულებო სამართლისათვის მიკუთვნების გზით.[503]

პრივილეგირებული კლასის აქციონერის უფლებები უმეტესწილად წესდებაში სათანადო რეგლამენტაციის პირობებში ენიჭება.[504] აღნიშნული პირობა ქართული სამართლის შემთხვევაში განმტკიცებულია "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის 51-ე მუხლითაც, რომელიც აბსოლუტურ თავისუფლებას იძლევა პრივილეგირებული კლასის აქციის უფლებათა განსაზღვრის საქმეში.

პრივილეგირებული კლასის აქცია არ მონაწილეობს საზოგადოების კაპიტალში, შესაბამისად, მისი მფლობელი, როგორც წესი, წინასწარ მოსალოდნელი შემოსავლების გარდა, ვერ სარგებლობს საზოგადოების იმ წარმატებით, რომელიც სწორედ მის მიერ განრხორციელებულ

---

498 *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, pp. 1819-20.

499 *Hartzmark/ Seyhun:* Understanding the Efficiency of the Market for Preferred Stock, 2014, p. 151.

500 იქვე.

501 *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1820.

502 იქვე.

503 *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1820.

504 *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 164.

ინვესტიციათა ხარჯზეა მიღწეული.[505] პრივილეგირებული კლასის აქცია, როგორც წესი, შეიცავს დათქმას ფიქსირებული, თუმცა საკმაოდ მაღალი სარგებლის განაკვეთის შესახებ, რაც, ხშირ შემთხვევაში, სასესხო ფასიანი ქაღალდზე მაღალი განაკვეთიც კია. [506] პრაქტიკა აჩვენებს, რომ პრივილეგირებული კლასის აქციაზე გასაცემი ყოველწლიური სარგებელი, საშუალოდ განხორციელებული ინვესტიციის 8%-ს უტოლდება.[507]

პრივილეგირებული კლასის აქცია, წინასწარ განსაზღვრული სარგებლისა თუ სხვა, ინდივიდუალურ შემთხვევას მიბმული უპირატესობის გამო, ინსტიტუციონალური ინვესტორების - ჰეჯ ფონდები, საპენსიო ფონდები და საინვესტიციო, ვენჯჩერული კაპიტალის კომპანიების განსაკუთრებული ინტერესის ობიექტია.[508] ამგვარი თავისებურების გამომწვევად ასეთი ტიპის ინვესტორთა უპირველეს მიზნად არა საზოგადოების მართვაში მონაწილეობის, არამედ საკუთარი ინვესტიციის სანაცვლოდ დადგენილი განაკვეთის მოგების მიღების არსებობა უნდა იქნეს მიჩნეული.[509] ამასთანავე, პრივილეგირებული კლასის აქცია ხშირადა აღჭურვილია ჩვეულებრივი კლასის აქციაში კონვერტირების შესაძლებლობით.[510]

ასეთი კლასის ფასიანი ქაღალდი, როგორც აღინიშნა, მოკლებულია კორპორაციულ მართვაში მონაწილეობის აქტიურ ინსტრუმენტებს. შესაბამისად, ჩვეულებრივი კლასის აქციონერს აქვს უნარი დივიდენდის განაწილებაზე თქვას უარი, რაც პრივილეგირებული კლასის აქციას სარგებლის გარეშე დატოვებს.[511] აღნიშნულისაგან თავის დაცვისათვის, ხშირ შემთხვევაში, პრივილეგირებული კლასის აქცია კუმულატიური ხასიათისაა და ადგენს საზოგადოების ვალდებულებას, დივიდენდის გადაუხდელობის შემთხვევაში, მოახდინოს გამოტოვებულის მატებით ახალი დივიდენდის გაცემა მომდევნო წელს ან საკმარისი სარგებლის მიღებისთანავე, სხვა, მათ შორის, ჩვეულებრივი და უფრო დაბალი რანგირების პრივილეგირებული აქციის უპირატესად.[512] ამავე პრობლემის თავიდან აცილების მიზნით, პრივილეგირებული კლასის

[505] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 457.

[506] იქვე.

[507] *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, p. 82.

[508] *Stamp:* Private company law, 2001, p. 51.

[509] *Stamp:* Private company law, 2001, p. 51.

[510] *Hartzmark/ Seyhun:* Understanding the Efficiency of the Market for Preferred Stock, 2014, p. 151.

[511] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 265.

[512] იქვე.

აქციის მფლობელი შესაძლოა სარგებლობდეს მთელი ან ბორდის ნაწილის შეცვლის კომპეტენციით ან დივიდენდის განაწილებაზე ხმის უფლებით.[513] ასევე, შესაძლებელია პრივილეგირებული კლასის აქცია დივიდენდის გაუნაწილებლობის შემთხვევაში აღჭურვილი იყოს სავალდებულო მიყიდვის უფლებით.[514]

4.2. სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტები

4.2.1. ობლიგაციის ზოგადი დახასიათება

სააქციო საზოგადოებაში სასესხო კაპიტალი ძირითადად ორი ფორმით კონცენტრირდება. პირველი, კაპიტალიზაციის მაჩვენებლის დამოუკიდებლად ხელმისაწვდომი წყარო საკრედიტო ინსტიტუციიდან მიღებადი, პირდაპირი კრედიტია.[515] შედარებით მსხვილ საზოგადოებებს კი საბანკო კრეტიდის ალტერნატიულად, კაპიტალის ბაზრიდან ობლიგაციების მეშვეობით ინვესტირების შესაძლებლობა გააჩნიათ.[516]

ობლიგაცია წარმოადგენს ემიტირებულ ფასიან ქაღალდს, რომელიც ადასტურებს ემიტენტის ფინანსურ ვალდებულებას, საემისიო პირობებით გაუნაღდოს ობლიგაციის მესაკუთრეს ნომინალური ღირებულება სარგებლით ან მის გარეშე.[517] შესაბამისად, იგი წარმოშობს სასესხო-სამართლებრივ ურთიერთობას ობლიგაციის მფლობელსა და საზოგადოებას შორის.[518] შინაარსობრივი თვალსაზრისით, ობლიგაცია სხვა არაფერია, თუ არა ფასიან ქაღალდში კონვერტირებული სესხის ხელშეკრულება, მოვალე - ემიტენტით, კრედიტორ - ინვესტორით და სესხის ხელშეკრულებისთვის დამახასიათებელ დებულებათა სპექტრით.[519] შესაბამისად, ობლიგაცია, მფლობელს აძლევს სახელშეკრულებო უფლებას, მიიღოს განსაზღვრული საპროცენტო

---

513 იქვე.

514 *Heller:* What's in a Name: Mezzanine Debt Versus Preferred Equity, 2012, p. 6.

515 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 189.

516 იქვე.

517 ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანება, მუხ. 2.

518 *ბურდული:* სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 347.

519 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 112.

სარგებელი, ხოლო ემიტენტისთის ქმნის ფინანსური ლევერიჯის[520] საშუალებას.[521]

ობლიგაციის ემიტენტთა უაღრესად ფართო წრე მოიცავს სამეწრმეო საზოგადოებებს, სუვერენულ სახელმწიფოებს ან სულაც ისეთ სუპრანაციონალურ ორგანიზაციებს, როგორიცაა, მაგალითისათვის, მსოფლიო ბანკი.[522] ემიტენტის ვინაობა წარმოადგენს ობლიგაციათა ტიპობრივი კლასიფიკაციის საფუძველს.[523] ნაშრომის მიზნებისათვის ობლიგაციათა საინტერესო ტიპს კი კორპორაციული ობლიგაცია წარმოადგენს.[524]

ობლიგაციის მფლობელის მონაწილეობა საზოგადოებაში კაპიტალსა და მართვაში მინიმალურია. ისინი, საზოგადოების აქციონერებისაგან განსხვავებით, წარმოადგენენ საზოგადოების "აუთსაიდერებს".[525] შესაბამისად, ვერ სარგებლობენ აქციონერებისათვის დამახასიათებელი კორპორაციული მართვის ინსტრუმენტებით.[526] ასევე, ობლიგაცია არსებობს საზოგადოების კაპიტალისაგან დამოუკიდებლად, რაც მინიმიზებული რისკის პროპორციულად ამცირებს მასზე მისაღები სარგებლის ოდენობას.[527]

ობლიგაციის მფლობელთა კომპეტენცია საკანონმდებლო დონეზე პრაქტიკულად არ რეგულირდება. მისი, როგორც ფასიან ქაღალდში

---

[520] ტრადიციული გაგებით, ლევერიჯი წარმოადგენს კომპანიის მიერ სარისკო - სასესხო კაპიტალის მეშვეობით საკუთარი აქტივობების დაფინანსებას (იხ. *Nissim/ Penman:* Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios, 2001, p. 1.)

[521] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 191.

[522] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 374.

[523] მაგალითისათვის, შეერთებულ შტატებში ერთმანეთისაგან განასხვავებენ სახელმწიფო, კორპორაციულ, მუნიციპალურ და ფედერალურ სააგენტოთა ობლიგაციებს. (იხ. *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 146.)

[524] სწორედ ასე უწოდებს "ფასიანი ქაღალდების საიდენტიფიკაციო ნომრის მოთხოვნის, მინიჭების, ემისიის დამტკიცებული პროსპექტის და საჯარო შეთავაზების თაობაზე შეტყობინების რეგისტრაციის წესის დამტკიცების შესახებ" საქართველოს ეროვნული ბანკის უფროსის ბრძანება, ობლიგაციათა იმ ტიპს, რომელიც სამეწარმეო საზოგადოების მიერაა ემიტირებული. ამავე საკითხზე იხ. *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 146.

[525] *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1819.

[526] იქვე.

[527] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, pp. 145-146.

კონვერტირებული სესხის ხელშეკრულების[528] შინაარსი, უმეტესწილად, მხარეთა სახელშეკრულებო ავტონომიის ფარგლებში განსაზღვრის ობიექტია. ასეთი უფლებები, ძირითადად, ობლიგაციისათვის გადასახდელი საზღაურისა და ვადიანობის საკითხებს შეეხება[529] და მას ობლიგაციათა საკლასო თვისებები ეწოდება.[530]

ობლიგაციათა ბაზრის წილი კაპიტალის ბაზარზე შედარებით მცირეა.[531] განსაკუთრებით, აღნიშნული შეეხება ობლიგაციათა მეორად ბაზარს.[532] თუმცა, აღნიშნული არ გამორიცხავს იმას, რომ ცალკეული კომპანიის ობლიგაცია იყოს იმდენად მიმზიდველი, რომ მასზე გარიგებები საფონდო ბირჟის მეშვეობითაც ხორციელდებოდეს.[533]

4.2.2. კორპორაციულ ობლიგაციათა ცალკეული საკლასო თვისებების შესახებ

4.2.2.1. უზრუნველყოფილი ობლიგაცია

კორპორაციული ობლიგაცია, როგორ აღინიშნა, შინაარსობრივი თვალსაზრისით, უთანაბრდება სესხის ხელშეკრულებას ემიტენტსა და ინვესტორს შორის.[534] საბანკო საკრედიტო ხელშეკრულებებისა, რომელთა პრაქტიკული რეალიზაცია უზრუნველყოფის სათანადო საშუალების გარეშე პრაქტიკულად წარმოუდგენელია. ამგვარი ხელშეკრულების მსგავსად, ობლიგაციების შემთხვევაში, უზრუნველყოფის საშუალების გამოყენება დასაშვები, თუმცა ნაკლებად ხშირია.[535]

უზრუნველყოფილი ობლიგაცია წარმოადგენს მასში გადახდილი

---

528 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 112.

529 *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 146.

530 ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ" წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანება, მუხ. 2.

531 *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 132.

532 აღნიშნულის მიზეზების შესახებ იხილეთ ნაშრომის მე-2 თავში.

533 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.

534 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 112.

535 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 119.

ღირებულებისა და გასაცემი სარგებელის პროპორციული ღირებულებითი აქტივებით ან საბანკო ღირებულებით უზრუნველყოფილ ფასიან ქაღალდს.[536] უზრუნველყოფის მქონე ობლიგაციაზე უზრუნველყოფის ნაწილში ვრცელდება სამოქალაქო სამართლებრივი ნორმები. მაგალითისათვის, ევროკავშირის ფარგლებში უზრუნველყოფილ სასესხო ფინანსურ ინსტრუმენტებზე, საჯარო ინტერესზე მისი გავლენის გათვალისწინებით, ვრცელდება 2002/47/EC დირექტივა, რომლის მოწესრიგების ობიექტი ფინანსური უზრუნველყოფის შესახებ შეთანხმების დადებისა და აღსრულების მექანიზმებია. საქართველოში ასეთი საკანონმდებლო აქტი კი საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი იქნება.

გასული საუკუნის 90-იანი წლების ეკონომიკური გამოცდილების გათვალისწინებით, საქართველოში ფასიანი ქაღალდების მიმართ სანდოობის მაჩვენებელი არც ისე მაღალია, რისი ილუსტრაციაც კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხარისხია. მიუხედავად ამისა, ინვესტორის მოზიდვის მიზნით საქართველოში ემიტენტები ობლიგაციების ემისიისას ვალდებულების უზრუნველყოფის საშუალებების გამოყენებისაგან მაინც თავს იკავებენ.[537] აღნიშნული არა მხოლოდ სამართლებრივი, არამედ ეკონომიკური თვალსაზრისითაც გაუმართლებელია, ვინაიდან დაბალი სანდოობის პირობებში, უზრუნველყოფა ზრდის ინვესტორთა რისკებს, რის შედეგადაც ემიტენტს სესხის მომსახურება შედარებით ძვირი უჯდება.

4.2.2.2. მოქმედების ხანგრძლივობა

ჩვეულებრივ, ობლიგაციები განეკუთვნება გრძელვადიანი სასესხო ურთიერთობების კატეგორიას.[538] ობლიაგაციათა ამგვარი მახასიათებელი წარმოადგენს სასესხო კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტების ფულის ბაზრის ინსტრუმენტებისაგან დიფერენცირების საფუძველს, სადაც ვაჭრობა მიმდინარეობს

---

536 ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანება, მუხ. 2.

537 მაგ., იხ. ობლიგაციების ემისიის საბოლოო პროსპექტუსი - ფინკა ბანკი საქართველო: http://bit.ly/2rEauXM ან ობლიგაციების ემისიის საბოლოო პროსპექტუსი - შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“: http://bit.ly/2tw5YMd და სხვ.

538 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 112.

მოკლევადიანი ფინანსური ინსტრუმენტებით.[539] თავის მხრივ, ობლიგაციები შესაძლოა ქვეკლასიფიცირებულ[540] იქნეს მოკლევადიან - 5 წლამდე, საშუალოვადიან - 5-12 წლამდე და გრძლევადიან - 12 და მეტი წლის ვადიანობის ინსტრუმენტებად.[541]

პრაქტიკა აჩვენებს, რომ ობლიგაციების საშუალო ხანგრძლივობა 7-იდან 30 წელიწადში გამოისახება.[542] თუმცა, სანდოობის მაღალი მაჩვენებლის პროპორციულად, საგამონაკლისოდ, აღნიშნულმა ვადამ შესაძლოა 100 წელსაც მიაღწიოს.[543] ასეთი რეალობის საპირისპიროდ, ნაშრომის მიზნებისათვის გამოკვლეულ, ქართულ კაპიტალის ბაზარზე ემიტირებული ობლიგაციების უმეტესობა მოკლევადიანია.[544] მეტიც, დეველოპერული კომპანია "მ²" ობლიგაციათა ხანგრძლივობა არ აღემატება 1 წელს,[545] რაც საერთაშორისო პრაქტიკისათვის, ფაქტობრივად, ატიპურ მოვლენას წარმოადგენს.

ობლიგაციის მოქმედების ვადიანობა მისთვის მეტი მოქნილობისა და მიმზიდველობის შესაძენად ზოგიერთ შემთხვევაში მხარეთა ნებაზეა მიბმული. აღნიშნულ კონტექსტში საინტერესო თავისებურებებია *შესყიდვის უფლება* (Call option) და *მიყიდვის უფლება* (put option).[546] *შესყიდვის უფლების* შემთხვევაში, ობლიგაციის ვადის გასვლამდე ემიტენტს ენიჭება უფლება დაფარვის ვადამდე დააკმაყოფილოს ინვესტორი, ხოლო *მიყიდვის უფლების* შემთხვევაში, თანხის ნაადრევად დაბრუნების კომპეტენცია ინვესტორს ენიჭება.[547]

4.2.2.3. საპროცენტო სარგებელი

სარგებლის გადახდის კონტექსტში ობლიგაციათა დიფერენცირება

---

539 *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 19.

540 ამგვარი კლასიფიცირება საკმაოდ პირობითია. შდრ. *ბურდული*: სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 249.

541 *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 146.

542 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.

543 მაგ., "Disney" და "IBM" ემიტირებული აქვთ კორპორაციული ობლიგაციები, რომელთა ხანგრძლივობა 100 წელს უთანაბრდება. (იხ. *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.)

544 მაგ. იხ. ობლიგაციების ემისიის საბოლოო პროსპექტუსი - შპს „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი": http://bit.ly/2tw5YMd

545 M2-ის ობლიგაცია - http://bit.ly/2rzWGCx

546 *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 146.

547 *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 146.

შესაძლებელია ფიქსირებული და არაფიქსირებული სარგებლის კორპორაციულ ობლიგაციებად. ასევე, იგივე საფუძველს ემყარება სარგებლის მქონე და ასეთის გარეშე არსებულ ობლიგაციებად დაყოფა.

ფიქსირებული შემოსავლის მქონე კორპორაციული ობლიგაცია არის სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც ემიტენტს ავალდებულებს ინვესტორს გადაუხადოს წინასწარ განსაზღვრული სარგებელი ობლიგაციის მოქმედების პერიოდში.[548] ასეთი სარგებლის გაცემის ვადა, როგორც წესი, ყოველი მე -6 თვეა. [549] თუმცა, გადახდის პერიოდულობა მიეკუთვნება ემიტენტისა და ობლიგაციის მფლობელის ურთიერთშეთანხმებით განსასაზღვრ საკითხთა კატეგორიას. კერძოდ, არსებობს შემთხვევები, როდესაც ობლიგაციისაგან სარგებლის მიღება შესაძლებელია მოხდეს მისი ვადის სრულად გასვლის შემდგომ, რის უზრუნველსაყოფადაც ემიტენტის მიერ იქმნება საამისოდ განკუთვნილი ფონდი ინვესტორისათვის გადასახდელი ფულადი სახსრების თავმოყრისათვის.[550] ასევე, შესაძლებელია ობლიგაციას საერთოდ არ გააჩნდეს გადახდის ბოლო ვადა, რა შემთხვევაშიც ემიტენტი იტოვებს უფლებას, ობლიგაციის გამოსყიდვის გზით შეწყვიტოს სასესხო ურთიერთობა ნებისმიერ დროს.[551]

ნახევარწლიური პერიოდულობით სარგებლის გაცემის საერთაშორისო პრაქტიკა საქართველოსთვისაც არ არის უცხო. კერძოდ, მაგალითისათვის, ნახევარი წელიწადში ერთხელ საპროცენტო სარგებლის გადახდას ითვალისწინებს 2015 წელს ემიტირებული სამედიცინო კომპანიის სს “ევექსი” მიერ ემიტირებული ობლიგაციები.[552] იგივე პირობა მოცემული შპს “ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერის” ობლიგაციებში.[553]

ბაზრის მიმართ მოსახლეობაში არსებული დაბალი სანდოობის გათვალისწინებით და ასევე წინა ქვეთავში განხილული, მოთხოვნის უზრუნველყოფის საშუალებათა გამოუყენებლობის მიზეზით, საქართველოში ობლიგაციათა ემიტენტებს სესხის მომსახურება საკმაოდ ძვირი უჯდებათ. აღნიშნულის მიზეზი, ინვესტორთა რისკის დასაბალანსებლად შეთავაზებული მაღალი საპროცენტო სარგებელია. მაგალითისათვის, ზემოთ ნახსენები შპს “ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი”

---

[548] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 145.

[549] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.

[550] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 408.

[551] იქვე.

[552] ობლიგაციების ემისია 2015 - "სამედიცინო კორპორაცია ევექსი" http://bit.ly/2sBa1dC

[553] ობლიგაციების ემისია - აგვისტო 2015 - შპს „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“: http://bit.ly/2sel8rP

ობლიგაციის მფლობელებს 14 %-იან საპროცენტო სარგებელს სთავაზობს, რაც ბაზრის აღნიშნული სეგმენტისათვის საკმაოდ მაღალი მაჩვენებელია.[554]

არაფიქსირებული სარგებლის ობლიგაციების შემთხვევაში, ობლიგაციას არ გააჩნია ციფრობრივად გამოხატული საპროცენტო სარგებელი, თუმცა იგი გამოთვლადია და მიბმულია ცალკეულ გარემოებებზე. ასეთი ობლიგაციები წარმოადგენენ ე.წ. მცოცავი სარგებლის ობლიგაციებს და მისაღები სარგებლის ოდენობა დამოკიდებულია ინფლაციაზე, ობლიგაციის ფლობის ვადაზე თუ სხვა ემიტენტზე არაპირდაპირ დამოკიდებულ ფაქტორებზე.[555]

ფორმალური თვალსაზრისით ობლიგაცია შესაძლებელია გაცემულ იქნეს სარგებლის გარეშეც. ასეთ შემთხვევაში ობლიგაციის განთავსება ბაზარზე ხდება ნომინალურ ღირებულებაზე ნაკლებ ფასად და მას დისკონტიანი ობლიგაციები ეწოდება.[556]

4.2.2.4. კონვერსიული ობლიგაცია

ობლიგაციის კიდევ ერთ, გავრცელებულ საკლასო თვისებას კონვერსიულობა წარმოადგენს.[557] კონვერსიულობა გულისხმობს მფლობელის შესაძლებლობას, გადააცვალოს კუთვნილი ობლიგაციები ამავე ობლიგაციის ემიტენტის მიერ გამოშვებულ, ან გამოსაშვებ, სხვა კლასის ფასიან ქაღალდებში.[558] უმეტესად, გადაცვლის შედეგად მიღებული ფასიანი ქაღალდი წარმოადგენს, ჩვეულებრივი კლასის აქციას.[559]

ობლიგაციის მფლობელს გააჩნია დისკრეციული უფლებამოსილება, საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის ზრდის

---

[554] ობლიგაციების ემისია - აგვისტო 2015 - შპს „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“: http://bit.ly/2sel8rP

[555] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 405.

[556] ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანება, მუხ. 2.

[557] კონვერსიულიობა, უმეტესწილად, ახასიათებთ ჰიბრიდულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს და აღნიშნულ კონტექტში მათზე მსჯელობა მოცემული იქნება ნაშრომის მე-3 თავში.

[558] ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანება, მუხ. 2.

[559] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 420.

შემთხვევაში, მოახდინოს ობლიგაციების კონვერტირება წილობრივ ფასიან ქაღალდში, ან საპირისპიროდ, უარი თქვას კონვერტირებაზე საზოგადოების წარუმატებლობის გამო და გააგრძლოს ობლიგაციების ფლობა მათი ვადის გასვლამდე.[560] შესაბამისად, აღნიშნული საკლასო თვისების პრაქტიკული რეალიზაცია დამოკიდებულია ინვესტორულ ნებაზე.

კოვერსიული ობლიგაციების ემისიის შესახებ გადაწყვეტილება საკმაოდ კომპლექსური ხასიათის მოვლენაა და მოითხოვს ემიტენტის მხრიდან გადაწყვეტილებათა მთელი სპექტრის თანადროულ არსებობის აუცილებლობას. ემიტენტის მიერ მიღებულ უნდა იქნეს გადაწყვეტილება ამ საკლასო თვისების მქონე ობლიგაციის ემისიის, ინვესტორთათვის ობლიგაციების ახალ ფასიან ქაღლდებში კონვერტირების უფლების მინიჭების, ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების და არსებულ აქციონერთათვის უპირატესი შესყიდვის უფლებაზე (ასეთის არსებობის შემთხვევაში) უარის თქმის თაობაზე.[561] ასევე, ემიტენტმა უნდა გადაწყვიტოს ისეთი სტრატეგიული საკითხები, როგორებიცაა გადაცვლის ფასი და გადაცვლის თანაფარდობა.[562]

გარდა ტრადიციული კონვერსიული ობლიგაციისა, არსებობს ალტერნატიული კონვერსიული ობლიგაციები.[563] ასეთი ობლიგაცია იძლევა არა ემიტენტი საწარმოს, არამედ ემიტენტი საზოგადოების შვილობილი საწარმოს ფასიან ქაღალდებში ობლიგაციების კონვერტირების უფლებას.[564] კონვერსიული ობლიგაციის ქართული კანონმდებლობით, კერძოდ, ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანების მე-2 მუხლში გათვალისწინებული ლეგალური დეფინცია აღნიშნულს გამორიცხავს. მეორე მხრივ, ასეთი ხარვეზი არ უნდა იქნეს მიჩნეული ემიტენტისათვის, მის შვილობილ ან მესამე საწარმოს ფასიან ქაღალდებში კონვერტირებადი ობლიგაციების შესაძლებლობის გამომრიცხველად. ვინაიდან, კანონის მე-2 მუხლის “მ” ქვეპუნქტი არ იძლევა საკლასო თვისებათა ამომწურავ ჩამონათვალს. აღნიშნულ პუნქტში, გარდა დაზუსტებული საკლასო თვისებებისა, დამატებით საკლასო თვისებებად მიიჩნევა ობლიგაციის ყოველი ის მახასიათებელი, რაც განსაზღვრავს მოცემული კლასის ობლიგაციის

[560] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. *421.*

[561] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 301.

[562] იქვე.

[563] იქვე.

[564] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 424.

მფლობელის უფლება-მოვალეობებს, მათ შორის, უნდა იქნეს მოაზრებული ობლიგაციის მფლობელთა უფლება, მოახდინონ საკუთარი ობლიგაციების კონვერტირება ემიტენტის ან სხვა საწარმოს ფასიან ქაღალდებში. თავის მხრივ, კანონი იძლევა, გარდა კანონმდებლობით გათვალისწინებული ობლიგაციების კლასებისა, სხვა, კანონდმებლობასთან შესაბამისობაში მყოფი, ნებისმიერი კლასის ობლიგაციის ემისიის საშუალებას.[565]

შესაბამისად, ასეთი ტიპის ობლიგაცია, შინაარსით იქნება კონვერსიული ობლიგაცია, თუმცა კანონმდებლობის ზემოაღნიშნული ხარვეზის გათვალისწინებით, ფორმალური თვალსაზრისით იგი არ იქნება მიჩნეული კონვერსიულ ობლიგაციად. შესაბამისად, რეკომენდებულია ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანების მე-2 მუხლში სათანადო ცვლილების განხორციელება და მითითებული ხარვეზის გამოსწორება.

4.2.3. უცხოური სასესხო კაპიტალის მოზიდვის კაპიტალის ბაზრისეული საშუალებები

4.2.3.1. უცხოური ობლიგაციები

გლობალიზაციის პირობებში სასესხო კაპიტალის მოზიდვა აღარ ხდება მხოლოდ ერთი ქვეყნის კაპიტალის ბაზრიდან. ნაშრომის წინა ქვეთავებში მსჯელობისას უკვე გაესვა ხაზი თანამედროვე ტექნოლოგიების როლს და ახალ შესაძლებლობებს კორპორაციებისათვის, აითვისონ სხვადასხვა ქვეყნის კაპიტალის ბაზრები. ამგვარი პირობების გათვალისწინებით, სასესხო კაპიტალის ბაზარზე ობლიგაციათა დიფერენციაციის კიდევ ერთ ფორმას, ადგილობრივ და უცხოურ ობლიგაციებად[566] დაყოფა წარმოადგენს.[567] ამგვარი საფუძვლით კლასიფიკაციისას ადგილობრივ ობლიგაციებს განეკუთვნება ის ობლიგაცია, რომლებიც ემიტირებულია ემისიის ქვეყანის რეზიდენტი საწარმოს მიერ ამავე ქვეყნის ეროვნულ ვალუტაში

[565] ,,საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანება, მუხლი 5.

[566] Foreign Bond

[567] *Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar:* Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, p. 59.

და, როგორც წესი, ივაჭრება მხოლოდ ადგილობრივ ბაზარზე.[568] მაშინ, როდესაც უცხოური ობლიგაცია წარმოადგენს იმ ფინანსურ ინსტრუმენტს, რომელიც გამოშვებულია, ემისიის ქვეყნის ვალუტაში, რეგულირდება ამავე ქვეყნის მარეგულირებელი ორგანოს მიერ, ხოლო ემიტენტს წარმოადგენს არარეზიდენტი საწარმო.[569]

უცხოური ობლიგაციები აუცილებელია გაიმიჯნოს ე.წ. საერთაშორისო ობლიგაციებისაგან[570]. ამ უკანასკნელად ხშირად იწოდება ევრობონდი.[571] იმისათვის, რომ გამორიცხულ იქნეს მისი აღრევა ევრო ბონდთან[572], რომელიც ობლიგაციის კიდევ ერთ ფორმას წარმოადგენს და მისი შინაარსის განმსაზღვრელი მთავარი ნიშანი ობლიგაციის დენომინირებაა ვალუტა - ევროში.[573] მოცემულ თავში განხილულ უცხოურ ობლიგაციებს კი განეკუთვნება ადგილობრივი სახის ობლიგაციები, რომლებიც ემიტირებულია არარეზიდენტი საწარმოს მიერ და მისი საერთაშორისოდ გავრცელებული ფორმებია: ბულდოგი - ემიტირებული დიდ ბრიტანეთში, სამურაი - იაპონიაში, იანკი - შეერთებულ შტატებში, მატადორი - ესპანეთში და ა.შ.[574]

უკანასკნელ წლებში უცხოური ობლიგაციების მიმართ სულ უფრო ნაკლები ინტერესი არსებობს.[575] რისი ძირითადი მიზეზიც, ბოლო წლების ფინანსური კრიზისების გამო, კაპიტალის ბაზრიასთვის სახელმწიფოების მოჭარბებული სიფრთხილის გამო დაწესებული მკაცრი რეგულაციებია.[576] შედეგად ის რეგულაციები, რომლებიც ადგილობრივი კანონმდებლის მიერ დგინდება, ხშირ შემთხვევაში ხელს უშლიან კორპორაციების მიერ სასესხო კაპიტალის ბაზრის ეფექტურ ათვისებას და შედეგად უცხოური ობლიგაციებისათვის განკუთვნილ სასესხო კაპიტალის ბაზრის სივრცეს იკავებს საერთაშორისო - ევრობონდები.[577]

---

[568] *Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar:* Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, p. 59.

[569] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 430.

[570] International Bond

[571] Eurobond

[572] Euro Bond

[573] *Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar:* Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, p. 59.

[574] *Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar:* Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, pp. 59-60.

[575] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 430

[576] იქვე.

[577] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 430.

4.2.3.2. ევრობონდი

ობლიგაცია, რომელიც დენომინირებულია ემისიიის ქვეყნისაგან განსხვავებულ ვალუტაში, წარმოადგენს ევრობონდს.[578] მაგალითისათვის, ევორბონდს მიეკუთვნება ისეთი ობლიგაცია, რომელიც დენომინირებულია სტერლინგში, თუმცა, მისი ემისია დიდი ბრიტანეთის გარეთ ხორციელდება, რაც მასზე ბრიტანეთში ასეთი სექტორის მარეგულირებელი ორგანოს ზედამხედველობის შესაძლებლობებს ფაქტობრიად გამორიცხავს.[579]

ევრობონდი წარმოადგენს საერთაშორისო ფასიან ქაღალდს და მისი გაიგივება ევროში დენომინირებულ ობლიგაციასთან მცდარია.[580] სწორედ აღნიშნულის თავიდან ასაცილებლად თანამედროვე პერიოდში, როგორც წინა ქვეთავში აღინიშნა, ევრობონდი ალტერნატიულად საერთაშორისო ობლიგაციებად იწოდება.[581]

მსგავსი ტიპის ობლიგაციების წარმოშობის აუცილებლობა მჭიდრდაა დაკავშირებული მე-20 საუკუნის მე-2 ნახევარში განხორციელებულ გეოპოლიტიკურ მოვლენებთან.[582] პოსტსაბჭოთა და თანამედროვე არაბული სახელმწიფოებისათვის მახასიათებელია ადგილობრივ ვალუტაზე მეტად დოლარის მიმართ განსაკუთრებული სანდოობის არსებობა.[583] მეორე მხრივ, ბიზნესი ყოველთვის ისწრაფვის იმ იურისდიქციებისაკენ, სადაც მაქსიმალურად ეფექტურად - მინიმალური დროისა და ფინანსური რესურსის დანახარჯით მიიღებს საჭირო ინვესტიციას. შესაბამისად, წარმოიშვა პრაქტიკული საჭიროება, აღნიშნულ ქვეყნებში რეგისტრირებულ ბიზნესს შეძლებოდა აშშ დოლარში დენომინირებული ობლიგაციების გამოშვება შეერთებული შტატების ზედამხედველობის გვერდის ავლით. [584]

ევრობონდი, იურისდიქციის შერჩევის გზით, მყარ ვალუტაში ემისიისა და განთავსების შესაძლებლობას იძლევა. ევრობონდის

---

[578] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 385.

[579] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 430.

[580] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 59.

[581] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 385.

[582] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 431.

[583] იქვე.

[584] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 431.

სლოგანს წარმოადგენს ინოვაცია და თვითრეგულირება.[585] ევრობონდის დილერების სავაჭრო ასოციაციას საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრის ასოციაცია (ICMA - International Capital Market Association) წარმოადგენს, რომელიც ფარავს ამგვარი ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და ვაჭრობის საკითხებს.[586]

გარდა პირველადი ბაზრისა, ევრობონდებით ვაჭრობა არასაბირჟო ბაზარზე შუამავლების მეშვეობით დადებული ტრანზაქციებითაც ხორციელდება.[587] მაღალი ლიკვიდობის ობლიგაციების შემთხვევაში კი ისინი შესაძლებელია მიღებულ იქნეს ლონდონის ან ლუქსემბურგის საფონდო ბირჟების რეგისტრატურაშიც, რომლებიც ამგვარი ობლიგაციებისათვის ყველაზე გავრცელებულ ბაზარს წარმოადგენენ.[588] მსხვილი, შეერთებული შტატების, გერმანული და შვეიცარიული ბანკები, სწორედ ევრობონდების ბრიტანულ ბაზარზე არიან კონკურენტები.[589]

4.2.4. მინიმალური აუცილებელი ქონება როგორც ობლიგაციის მფლობელთა დაცვის კანონისმიერი ინსტრუმენტი

კანონისმიერი კაპიტალი[590] წარმოადგენს საზოგადოების მიერ პასუხისმგებლობის შეზღუდვისათვის გადასახდელ იმ ფასს,[591] რომელიც გადახდილია ბაზრისათვის საფრთხის შემცველი ქვეკაპიტალიზებული საწარმოს[592] შექმნის თავიდან ასაცილებლად,[593]

---

585 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 5.

586 იქვე.

587 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 434.

588 იქვე.

589 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 5.

590 Legal Capital

591 *Machado:* Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms? 2009, p. 1.

592 უპირველეს ყოვლისა, მნიშვნელოვანია, რომ კანონისმიერი კაპიტალი გაიმიჯნოს მინიმალური სავალდებულო კაპიტალის და რეჟიმისაგან, როგორიცაა, მაგ., Basel II ბანკებისათვის და ლევერიჯის ფარდობითობის რეჟიმისაგან, რომლებიც კომერციული ბანკებისთვისაა განკუთვნილი. მაშინ, როდესაც კანონისმიერ კაპიტალის რეჟიმი შედგება ზემომითითებული ფართო კორპორაციული მართვისა ნორმებისაგან, მინიმალური კაპიტალის რეჟიმი ემყარება მარტოოდენ ძალდატანებით კანონისმიერ ვალდებულებას ასეთი კაპიტალის არსებობისა და არაფერს ამბობს

რაც ობლიგაციებში ინვესტიციის განმახორციელებლებს ინტერსის დაკმაყოფილების მინიმალურ გარანტიებს მისცემს. აღნიშნული განსაკუთრებით აქტუალურია, ზემოთ განხორციელებული კვლევის გათვალისწინებით, სადაც გამოიკვეთა ობლიგაციისათვის დამახასიათებელი თავისებურება - მოთხოვნის უზრუნველყოფის საშუალებათა იშვიათი გამოყენების სახით.[594]

კანონისმიერი კაპიტალის რეჟიმი გერმანული კანონმდებლობის პირმშო[595] და ევროპული სამართლისათვის დამახასიათებელი თავისებურებაა. კერძოდ, ევროკავშირის 2012/30/EU დირექტივა ავალდებულებს წევრ სახელმწიფოებს რეგისტრაციის წინაპირობად მინიმალური განთავსებული კაპიტალის[596] 25 000 ევროს ოდენობით განსაზღვრას.[597] აღნიშნული რიცხვი გამოითვლება სააქციო საზოგადოების საბალანსო დოკუმენტიდან.[598]

კანონისმიერი კაპიტალის საგარანტიო ნორმები, მეტწილად, შედგება საზოგადოების მიერ აქციონერებისათვის დივიდენდის გადახდის შემზღუდველი ნორმებისაგან წესდებაში მითითებული კაპიტალის ოდენობის მიღწევის/ შენარჩუნების მიზნით.[599] კერძოდ, საზოგადოება უფლებამოსილია გაანაწილოს დივიდენდი მხოლოდ იმ

გადაწყვეტილებების მიღების პროცესზე. განსხვავებით კანონისმიერი კაპიტალისა, მინიმალური კაპიტალის რეჟიმი, როგორც წესი, უპირატესად იქმნება არა კრედიტორების, აქციონერებისა და საზოგადოების ინტერესების, არამედ ფინანსური ინფრასტრუქტურის დაცვისათვის (*Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 42.). ასევე, საწესდებო კაპიტალი განსხვავდება კანონისმიერი კაპიტალისაგან, ვინაიდან თავდაპირველი შექმნილია საზოგადოების საწესდებო ავტონომიის ფარგლებში, ხოლო კანონისმიერ კაპიტალს ნორმატიული საფუძველი აქვს.

593 *ბურდული/ მახარობლიშვილი/ ეგნატაშვილი/ გიგუაშვილი:* თანამედროვე ქართული სამეწარმეო სამართლის განვითარება, 2016, გვ. 61.

594 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 119.

595 *ჭანტურია:* ევროპის კერძო საზოგადოება სიახლე ევროპის საკორპორაციო სამართალში, 2010, გვ. 40.

596 დამატებით უნდა აღინიშნოს, რომ მინიმალური საწესდებო კაპიტალი ცალკეული ქვეყნების კანონმდებლობით აჭარბებს 25 000 ევროს ოდენობას. მაგალითად, ბრიტანული კანონმდებლობის ავტორიზებულ მინიმუმს 50 000 ფუნტი სტერლნგი შეადგენს და იგი ეხება, როგორ საჯარო კომპანიებს, ისე იმ კერძო კომპანებს, რომლებიც რეგისტრაციის შემდგომ მიმართავენ მარეგისტირებელს საჯაროობის სტატუსის მისაღებად (UK Companies Act 2006, Chapter 2, 1064).

597 Article 6, Directive 2012/30/EU.

598 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 146.

599 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 169.

ფარგლებში, რომელშიც საზოგადოების აქტივი აჭარბებს პასივს.[600] სწორედ ასეთი სულისკვეთებითაა გამსჭვალული 2012/30/EU დირექტივა, რომელიც კრძალავს დივიდენდის განაწილებას აქციონერებს შორის, თუ საზოგადოების აქტივები ჩამოდის განთავსებულ და სარეზერვო კაპიტალის ჯამზე ქვემოთ.[601] შესაბამისად, დივიდენდის განაწილების ფარგლებში შეზღუდულია მინიმალური აუცილებელი ქონებით და მის ფარგლებში საზოგადოების მხრიდან აქტივების განაწილება განხილულ იქნება არა დივიდენდის, არამედ კაპიტალში შეტანილი ქონების განაწილებად.[602] ამასთან, დივიდენდი არ უნდა აღემატებოდეს წინა ფინანსური წლის მოგებას.[603] შესაბამისად, საზოგადოების პარტნიორები დივიდენდის სახით ვერ გაიტანენ საზოგადოების იმ ქონებას, რომელიც წინა წელს მათ მიერ უკვე იქნა ინვესტირებული.

კანონისმიერი კაპიტალის მოდელი არ აწესრიგებს საზოგადოების აქციონერებისათვის სხვაგვარად გადაცემულ აქტივებს.[604] ისევე, როგორც რეგულირების მიღმაა დატოვებული საზოგადოების ქონების სხვაგვარად განკარგვის შესაძლებლობები, რაც კანონისმიერ კაპიტალს მხოლოდ და მხოლოდ ქაღალდზე მითითებულ ციფრთა ერთობლიობად აქცევს.[605]

გარდა ამისა, მინიმალური კანონისმიერი კაპიტალი ამცირებს ბაზარზე კონკურენციას *Start Up* ბიზნესისათვის მინიმალური ოდენობის რესურსის მოთხოვნის გზით.[606] აღნიშნული განსაკუთრებით პრობლემურია ბაზრის ცალკეული სფეროების ინდივიდუალობის გათვალისწინებით. კერძოდ, ასეთი უნიფიცირებული ციფრი ბაზრის სხვადასხვა სეგმენტში შეიძლება იყოს შეუსაბამოდ მაღალი ან, მასშტაბების გათვალისწინებით, სრულიად უფუნქციო.[607] ობლიგაციის მფლობელთა დაცვისათვის საჭირო მინიმალური კაპიტალის ოდენობის განსაზღვრა მოითხოვს მრავალ გარემობათა, მათ შორის, საზოგადოების

600 *ბურდული*: საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, 2009, გვ. 208-262 და 230.

601 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 221.

602 *ჯუღელი:* კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ. 34.

603 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 221.

604 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, pp. 144-145.

605 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 169.

606 *ბურდული/ მახარობლიშვილი/ ეგნატაშვილი/ გიგუაშვილი:* თანამედროვე ქართული სამეწარმეო სამართლის განვითარება, 2016, გვ. 61.

607 *ბურდული/ მახარობლიშვილი/ ეგნატაშვილი/ გიგუაშვილი:* თანამედროვე ქართული სამეწარმეო სამართლის განვითარება, 2016, გვ. 64.

ხარჯების, რეგულირების ეფექტის ბაზარზე, ბაზარზე კონკურენციის და იმ ხარჯების მხედველობაში მიღების აუცილებლობას, რომელიც საზოგადოებას დასჭირდება ვალდებულების შესაძლო დარღვევის შემთხვევაში.[608]

მინიმალური კანონისმიერი კაპიტალი საწესდებო კაპიტალის სახელით[609] ნაცნობი იყო ქართული კანონმდებლობისთვისაც. თუმცა, ასეთი გაუქმებულ იქნა 2008 წლის ცვლილების[610] შედეგად. მართალია, იმდროინდელი მინიმალური კანონისმიერი კაპიტალის ნორმები ვერ უზრუნველყოფდა ამგვარი რეჟიმის ვერცერთ მიზანს, თუმცა აღნიშნულმა ცვლილებებმა კიდევ უფრო მძიმე მდგომარეობა შექმნა. კერძოდ, ფორმირებულ იქნა სრულიად არაკრედიტორმეგობრული კანონმდებლობა, სადაც საზოგადოების კრედიტორთა დაცვის კანონისმიერი ინსტრუმენტები სრულად იქნა უგულებელყოფილი და შეიქმნა სივრცე არაკეთილსინდისიერი "თამაშისათვის." "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის მოქმედ რედაქციაში, სადაც მოგების განაწილებას ეთმობა მე-8 მუხლი მხოლოდ მოგების დივიდენდის სახით განაწილების ფორმალურ საკითხებია მოწესრიგებული. მეტიც, კანონი საერთოდ არ შეიცავს დივიდენდის ლეგალურ დეფინიციას. ასეთი ცნება მოცემულია საქართველოს საგადასახადო კოდექსში.[611] ამგვარი ურთიერთმიმართება, კერძოდ, დივიდენდის ლეგალური დეფინიციის საგადასახადო კანონმდებელობაში, ხოლო მისი განაწილების წესების "მეწარმეთა შესახებ" კანონში არსებობა, მართლია, არ ქმნის სამართლებრივ უზუსტობებს, თუმცა მეტი თვალსაჩინოებისა და კანონის მოხმარების გამარტივებისათვის რეკომენდებულია დივიდენდის ლეგალური დეფინიციის ასახვა "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონშიც. ამასთან უნდა ითქვას, რომ საქართველოს კანონმდებლობა ქონების შენარჩუნების საკითხსა და კრედიტორების დაცვას შორის არ ავლენს არანაირ ურთიერთკავშირს. ბაზრის

---

[608] *Cotter:* Minimum Capital Requirement Calculations for UK Futures, 2004, p. 4.

[609] შდრ. Article 6, Directive 2012/30/EU და "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის, მუხ. 3 (2008 წლის 14 მარტის №5913 - სსმ I, №7, 26.03.2008წ ცვლილებებისა და დამატებების თაობაზე კანონის მიღებამდე).

[610] საუბარია „მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონში ცვლილებებისა და დამატებების თაობაზე 2008 წლის 14 მარტის №5913 - სსმ I, №7, 26.03.2008 კანონზე.

[611] აქციონერის/ მოწილის მიერ აქციებიდან ან უფლებებიდან (წილებიდან) მიღებული (მათ შორის, პრივილეგირებული აქციებიდან პროცენტის სახით მიღებული) ნებისმიერი შემოსავალი, რომელიც მიიღება მოგების განაწილების შედეგად და რომელსაც იურიდიული პირი უნაწილებს აქციონერებს/ მოწილეებს, კაპიტალში მათი კუთვნილი აქციების/უფლებების პროპორციულად ან პროპორციის დაცვის გარეშე. (საქართველოს კანონი "საქართველოს საგადასახადო კოდექსი" მუხ. 8.)

სტაბილურობის უზრუნველყოფის მიზნით კი რეკომენდებულია, რომ მოხდეს შემზღუდველი საშუალებების დანერგვა ქართულ კანონმდებლობაში, როგორც ცალკეულ ობლიგაციის მფლობელთა ინტერესების, ისე ზოგადად ქვეყანაში ეკონომიკურ ურთიერთობათა გაჯანსაღებისათვის. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველო თავისი გეოპოლიტიკური არჩევანის გათვალისწინებით იძულებულია მოახდინოს საკუთარ კანონმდებლობაში 2012/30/EU დირექტივის დანერგვა.[612] აღნიშნული კი ეროვნულ კანონმდებლობას ევროპულ პრაქტიკასთან შესაბამისობაში მოიყვანს.

ობლიგაციის მფლობელთა დაცვის კანონისმიერ ინსტუმენტებზე საუბრისას აუცილებელია აღინიშნოს შეერთებული შტატების სამართალისათვის დამახასიათებელი მექანიზმების მთელი სპექტრი, რომელიც რეალიზაციას *გადახდისუუნარობის ტესტში*[613] პოულობს, რაც განმტკიცებულია ბიზნეს *კორპორაციის მოდეულ აქტსა*[614] და *უნიფიცირებულ არაკანონიერი ტრანსფერების აქტში.*[615] მართალია, აშშ-ს საკორპორაციო სამართლისათვის კანონისმიერი კაპიტალის ინსტიტუტი უცხოა, თუმცა საზოგადოების კაპიტალის ფორმირებას განსაკუთრებულ ყურადღებას მაინც უთმობს.[616]

გადახდისუუნარობის ტესტი, მისი სწორი კონსტრუირების შემთხვევაში, ფარავს ტრანზაქციების გაცილებით ფართო სპექტრს, ვიდრე ეს მინიმალური კაპიტალის პირობებში ხდება.[617] ევროკავშირის სამართლისაგან განსხვავებით, შეერთებულ შტატებში დივიდენდის განაწილების უფლებამოსილების ძირითადი დისკრეცია წესდებითა და გადახდისუუნარობის ტესტით დადგენილ ფარგლებში, ბორდს მიეკუთვნება და აქციონერები, როგორც წესი, მხოლოდ ფორმალური უფლებამოსილებებით სარგებლობენ.[618] შესაბამისად, საზოგადოების აქციონერები ნაკლებ "საფრთხეს" ქმნიან ობლიგაციების მფლობელებისათვის. თუმცა, მიუხედავად ამისა, შტატების კანონმდებლობა მაინც ითვალისწინებს დივიდენდის გაცემის

[612] დანართი XXII-XXXIV, ასოცირების შესახებ შეთანხმება, ერთი მხრივ, ევროკავშირს და ევროპის ატომური ენერგიის გაერთიანებას და მათ წევრ სახელმწიფოებსა და, მეორე მხრივ, საქართველოს შორის.

[613] Insolvency Tests

[614] Model Business Corporation Act (MBCA)

[615] Uniform Fraudulent Transfer Act და petri 143

[616] *ბურდული:* საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციობი, 2009, გვ. 208-262 და 208.

[617] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, pp. 144-145.

[618] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 144.

შეზღუდვის საკითხებს. აღნიშნულ კონტექსტში, დელავერის შტატი იყენებს *კაპიტალის დადასტურების ტესტს*[619] და *სუფთა მოგების ტესტს*.[620] პირველი ტესტის მიხედვით, საზოგადოებამ დივიდენდი შესაძლებელია გასცეს კაპიტალის "დადასტურებული" ოდენობიდან, ანუ იმ ქონებიდან, რომელიც წარმოადგენს საზოგადოების შემოსავალს გამოკლებულ ზარალის ციფრს.[621] მეორე ტესტის მიხედვით კი, რომელიც სასამართლომ Klang v Smith's Food & Drug Centers, Inc[622] საქმეზე გამოიყენა, დივიდენდის განაწილება დასაშვებია „დადასტურებული" ოდენიბის მიღმაც, წინა ფისკალური წლის მოგებიდან.

ამგვარი მეთოდი, მისი კონტინენტურ-ევროპული ანალოგის მსგავსად, კრედიტორებს იცავს საზოგადოების მიერ დივიდენდის იმგვარი განაწილებისაგან, რომელიც საფრთხეს შეუქმნის ობლიგაციის მფლობელთა ინტერესის დაკმაყოფილებას. საზოგადოების მიერ დივიდენდის ამგვარი განაწილება აკრძალულია და ბათილია მოდელური აქტითაც და სასამართლო პრაქტიკითაც, რომელიც *Desert View Building Supplies* სახელითაა ცნობილი.[623] საზოგადოების მენეჯმენტი უფლებამოსილია, გადახდისუნარიანობის გამოთვლისას დაეყრდნოს საზოგადოების აქტივებისა და ვალდებულებების სამართლიან ფასს და არა მათ საბალანსო ღირებულებას და პასივს მიღმა დარჩენილი თანხა გაანაწილოს დივიდენდის სახით. [624]

შეჯამებისთვის შეიძლება ითქვას, რომ, *მიუხედავად გადახდისუუნარობის ტესტის* აშკარა უპირატესობისა, მინიმალურ კანონისმიერ კაპიტალთან ორივე ინსტრუმენტი წარმოადგენს მნიშვნელოვან მექანიზმს ობლიგაციის მფლობელთა დასაცავად და სტიმულირებას უკეთებს კაპიტალის ბაზრის განვითარებას. ემპირიული კვლევებით დადასტურებულია, რომ კრედიტორთა დაცვის მაღალი სტანდარტი ხელს უწყობს საზოგადოების გარე დაფინანსების ხელმისაწვდომობას.[625] ასევე, ამცირებს ობლიგაციის მფლობელთა

619 Capital Impairment

620 Net Profits Test

621 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 227.

622 იხ. Klang v Smith's Food & Drug Centers, Inc, http://bit.ly/2seEJrP

623 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 228.

624 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 144.

625 *Heremans/ Bosquet:* The Future of Law and Finance after the Financial Crisis: New Perspectives on Regulation and Corporate Governance for Banks, 2011, p. 3.

დაცვის სათანადო უზრუნველყოფისათვის აუცილებელ ტრანსაქციული ხარჯებს.[626]

4.3 ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდები

4.3.1. ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდის არსის განსაზღვრისათვის

სამეწარმეო საზოგადოებაში გარე ინვესტიციის მოზიდვა, უმეტესად, ჰიბრიდული ფორმით - სასესხო და სააქციო კაპიტალის გარკვეული პროპორციულობით პარალელური გამოყენების შედეგად ხორციელდება.[627] ნაშრომში მოყვანილ მსჯელობაში გამოიკვეთა ის მახასიათებლები, რომლებიც სასესხო ფინანსურ ინსტრუმენტებს მიჯნავს წილობრივი ფასიანი ქაღალდებისაგან. თუმცა, პრაქტიკული თვალსაზრისით, ცალკეულ შემთხვევებში კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენეტი შესაძლებელია, ავლდენდეს შინაარსობივ მსგავსებას, როგორც ერთი, ისე მეორე სახის ფასიანი ქაღალდის მიმართ. ამგვარი ფინანსური ინსტუმენტი ჰიბრუდული ფინანსური ინსტრუმენტების სახელითაა ცნობილი.[628]

განსხვავებით სააქციო ან სასესხო კაპიტალის ინსტრუმენტებისაგან, ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდი არ განეკუთვნება დამოუკიდებელ ნორმატიულ კატეგორიას.[629] იგი კანონმდებლობის მიხედვით არ მიიჩნევა ცალკე ფასიანი ქაღალდების ტიპად და მისი არსის განმსაზღვრელი არის ფასიანი ქაღალდის შინაარსის ჰიბრიდული ტექნიკის გამოყენებით შექმნა.[630] ნორმატიული პერსპქტივით კი ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტები, მისი მახასიათებლებიდან გამომდინარე, შესაძლოა ცალკეულ შემთხვევაში მიეკუთვნებოდეს სააქციო ან სასესხო კაპიტალს და აღნიშნულის მიხედვით ინვესტორი წარმოადგენს მსესხებელს ან საზოგადოების აქციონერს.[631]

ჰიბრიდული სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტი წარმოადგენს

---

[626] სამართალსა და საზოგადოების ტრანზაქციულ ხარჯებს შორის ურთიერთკავშირის შესახებ იხ. ნაშრომის I თავი.

[627] *Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar:* Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, p. 50.

[628] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 396.

[629] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 283.

[630] იქვე.

[631] იქვე.

კერძო სასესხო ურთიერთობას აქციისათვის დამახასიათებელი კომპონენტებით.[632] საპირისპიროდ, ჰიბრიდული აქცია, რომლის ყველაზე გავრცელებულ ფორმას პრივილეგირებული კლასის აქცია წარმაოდგენს, არის სააქციო კაპიტალის ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც საზოგადოებასთან უმეტესად საკორპორაციო სამართლითაა დაკავშირებული,[633] თუმცა მოიცავს კერძო-სასესხო სახელშეკრულებო ურთიერთობების კომპონენტებს.[634]

ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდის ნორმატიული მიკუთვნებისათვის სააქციო თუ სასესხო კაპიტალის ინსტრუმენტთან, მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ დოგმტური, არამედ პრაქტიკული თვალსაზრისითაც. სწორედ ნორმატიული მიკუთვნება განაპირობებს ფასიანი ქაღალდის საკორპორაციო სამართლის თუ სახელშეკრულებო სამართლის რეგულირების ობიექტად განსაზღვრას.[635] აღნიშნული კი, თავის მხრივ, მაგალითისათვის, განსაზღვრავს ფინანსური ინსტრუმენტის მფლობელის კორპორაციულ მართვაში მონაწილეობის ხარისხსა[636] და ინტერესის დაკმაყოფილების უპირატესობას.[637]

ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტის ნორმატიული მიკუთვნებისას მხედველობაში მიიღება ისეთი ფაქტორები, როგორებიცაა ინვესტორის მხრიდან ინვესტიციის დასრულების უფლება, ფიქსირებული შემოსავლის არსებობა, შემოსავლის გაცემის დამოკიდებულება ემიტენტის ნებაზე, ინვესტორის დისკრეციული უფლება შეწყვიტოს ინვესტირება და არის თუ არა გადახდის ვალდებულების აღსრულება გარე ფაქტორებით, მათ შორის, აღსრულების მექანიზმების ამოქმედებით შესაძლებელი;[638] ასევე, საგადასახადო და გადახდისუუნარობის საკითხები.[639]

ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტის ემისია დამოკიდებულია საზოგადოების არსებულ საჭიროებებზე. მისი გამოყენება რეკომენდებულია იმ შემთხვევაში, თუ საზოგადოებას ამოწურული აქვს სასესხო ლიმიტები, ხოლო პარალელურად არსებობს ხმის უფლების მქონე აქციების გამოშვების შემთხვევაში საზოგადოებაზე კონტროლის

[632] *Jain:* Investing in Credit Series: Mezzanine Debt, 2011, p. 1.

[633] აღნიშნულთან დაკავშირებით იხ. ნაშრომის 4.1.2.2. თავში მოცემული მსჯელობა.

[634] *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1819.

[635] *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1820.

[636] *Heller:* What's in a Name: Mezzanine Debt Versus Preferred Equity, 2012, p. 3.

[637] *Jain:* Investing in Credit Series: Mezzanine Debt, 2011, p. 4.

[638] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 292.

[639] *ბურდული:* სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ. 352.

დაკარგვის მაღალი რისკი. [640] შედეგად, მენეჯმენტმა უნდა გამოიყენოს ჰიბრიდული ტექნიკა და გამოუშვას ნორმატიული თვალსაზრისით სააქციო კაპიტალს მიკუთვნებული აქცია, რომელიც შინაარსობრივი თვალსაზრისით ცალკეულ ასპექტებში ობლიგაციასთან მსგავსებას გამოავლენს.

პრაქტიკა აჩვენებს, რომ ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტები ნაკლებად გამოიყენება საჯარო ვაჭრობის პროცესში. [641] ისინი უმეტესად ჩართულია ისეთ ტრანზაქციებში, როგორიცაა საზოგადოების შეძენა ან სხვა ფართომასშტაბიანი ინვესტიციები.[642]

4.3.2. ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდის ცალკეულ საკლასო თვისებათა შესახებ

ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტები, როგორც აღინიშნა, არ წარმოადგენენ დამოუკიდებულ ნორმატიულ კატეგორიას. შესაბამისად, სწორედ ნორმატიულ მიკუთვნებაზეა დამოკიდებული ამგვარი ფასიანი ქაღალდის საკლასო თვისებები. აღნიშნულის პარალელურად საერთაშორისო პრაქტიკაში ფართოდაა გავრცელებული ის თვისებები, რომლებიც, მიუხედავად ნორმატიული კუთვნილებისა, ჰიბრიდულ ფასიან ქარალდებს ახასიათებთ.

კუმულატიურობა. სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების ემისია არ ქმნის საზოგადოების მართვაზე კონტროლის დაკარგვის რისკს,[643] რაც ობლიგაციის მიმზიდველობას განაპირეობებს. მეორე მხრივ, კორპორაციული მართვიდან ინვესტორის გამორიცხვა კი ამ უკანასკნელისათვის დივიდენდის გაუცემლობის საფრთხეს ქმნის.[644] ამგვარი საფრთხის თავიდან ასაცილებლად ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტები აღჭურვილნი არიან ე. წ. კუმულატიურობის თვისებით. აღნიშნული საკლასო თვისება საზოგადოებას უდგენს ვალდებულებას ერთ წელს დივიდენდის გაუცემლობის შემთხვევაში, სარგებელი გასცეს მეორე წელს ან სათანადო აქტივების შეძენისთანავე ჩვეულებრივ და სხვა პირივილეგირებულ აქციებზე უპირატესად.[645]

ხმის უფლება. როგორც უკვე აღინიშნა, ჰიბრიდული ფინანსური

[640] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 415.

[641] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 415.

[642] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 283.

[643] *Bratton/ Wachter:* A Theory of Preferred Stock, 2013, p. 1819

[644] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 265.

[645] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 131.

ინსტრუმენტების, განსაკუთრებით პრივილეგირებული კლასის აქციების მიმართ ინტერესსიჩენენ, უმეტესად ინსტიტუციონალური ინვესტორები - ჰეჯ ფონდები, საპენსიო ფონდები და საინვესტიციო, ვენჯჩერული კაპიტალის კომპანიები.[646] მიუხედავად მართვაში ასეთი ტიპის აქციონერთა მინიმალური ინტერესისა,[647] მათთვის მნიშვნელოვანია, მიიღონ სათანადო გარანტიები დივიდენდის "სამართლიან" განაწილებასთან დაკავშირებით. ამგვარი გარანტიების უზრუნველსაყოფად, უმეტესად პრივილეგირებული აქციის ფლობის შემთხვევაში,[648] ინვესტორები შესაძლოა სარგებლობდნენ ხმის უფლებით საერთო კრებაზე დივიდენდის განაწილების საკითხის განხილვისას.[649]

კონვერტირებადობა. კონვერტირებადობის საკითხი, კონვერსიული კორპორაციული ობლიგაციის ჭრილში, უკვე იქნა განხილული ნაშრომის წინა თავებში. აღნიშნული უფლება სასესხო ან წილობრივი ფასიანი ქაღალდის მფლობელს აძლევს შესაძლებლობას, მოახდინოს ერთი სახის ფასიანი ქაღალდის კონვერტირება მეორე სახის ფასიან ქაღალდში.[650]

სარგებელი. ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდი, უმეტესად, სარგებლის მიღებისაკენ გამიზნული ფინანსური ინსტრუმენტია კორპორაციულ მართვაში მონაწილეობის გარეშე. მისაღები სარგებელი შესაძლოა მხარეებს შორის წინასწარ იყოს შეთანხმებული ფიქსირებული სახით, ან იყოს დენადი ცალკეული გარემოებების გათვალისწინებით.[651]

ჰიბრიდული ინვესტიცია, მისი განსაკუთრებული ბუნების გათვალისწინებით, სასესხო ფასიან ქაღალდთან შედარებით მაღალ, ხოლო წილობრივ ფინანსურ ინსტრუმენტებთან შედარებით - ნაკლებ რისკებს შეიცავს.[652] ამ მიზეზით მათი ფასი ამ ორი კატეგორიის

---

646 *Stamp:* Private company law, 2001, p. 51.

647 აღნიშნულთან დაკავშირებით იხილეთ 4.1.2.2. ნაწილში განხორციელებული მსჯელობა.

648 დელავერის შტატის კანონმდებლობით, პრივილეგირებული კლასის აქციის მფლობელებისათვის ნორმატიულ დონეზეა უზრუნველყოფილი ხმის უფლების გამოყენების შესაძლებლობა, დივიდენდის გაუცემლობის შემთხვევაში. (იხ. *Heller:* What's in a Name: Mezzanine Debt Versus Preferred Equity, 2012, p. 6.)

649 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 265.

650 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 131.

651 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 90.

652 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 283.

ღირებულების შუაში მერყეობს.[653] პრაქტიკა აჩვენებს, რომ ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტები, როგორც წესი, 2-9%-ით მეტ სარგებელს სთავაზობენ ინვესტორს, ჩვეულებრივ სასესხო ვალდებულებისთან შედარებით და დამატებით, საზოგადოების წარმატების შემთხვევაში, როგორც წესი, მეტი სარგებლის მიღების შესაძლებლობას იძლევიან.[654]

უზრუნველყოფა. პრაქტიკაში ვხვდებით როგორც უზრუნველყოფილ, ისე არაუზრუნველყოფილ ჰიბრიდულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს.[655] ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდის უზრუნველყოფის არსებობის ფაქტი დიდწილადაა დამოკიდებული უშუალოდ ამ ქაღალდის ნორმატიულ კუთვნილებაზე წილობრივი თუ სასესხო კაპიტალის მიმართ. მაგალითისათვის, სასესხო ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტი, მისი საზოგადოების კაპიტალის მიღმა არსებობის გამო, საჭიროებს უზრუნველყოფის საშუალების გამოყენებას მაშინ, როდესაც წილობრივი ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტი ამგვარ აუცილებლობას მოკლებულია.

4.4. ფასიანი ქაღალდის თავისუფალი მიმოქცევის შესახებ

ნაშრომის ფარგლებში[656] კაპიტალური ტიპის საზოგადოებათა ერთ-ერთ ძირითად თავისებურებად მიჩნეულ იქნა კაპიტალის დაყოფა თანაბარი მნიშვნელობის ფინანსურ ინსტრუმენტებად და მათი მიმოქცევადობა ბაზარზე.[657] ასეთი მიმოქცევა, როგორც წესი, თავისუფალია, რისი განმაპირობებელიც კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობაა მასზე ინსტრუმენტების ეფექტური გადაადგილების უზრუნველყოფის გზით.

პარალელურად ასეთი ინტერესის არარსებობის პირობებში - აქციებით კერძო ვაჭრობისას, არ იზღუდება საზოგადოების შესაძლებლობა, მოახდინოს წესდებით მიმოქცევის გარკვეული პირობებით შეზღუდვა.[658] ასეთ პირობათა წრე პრაქტიკაში საკმაოდ ფართოა, თუმცა თითოეული მათგანი, უნდა ემსახურებოდეს

[653] იქვე.

[654] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 415.

[655] იქვე.

[656] უფრო დეტალურად იხ. ნაშრომის 3.1.1. თავი.

[657] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 139.

[658] *Kalss:* Transfer of Shares of Private Companies, 2004, p. 351.

საზოგადოების საუკეთესო ინტერესებს.[659]

აქციათა თავისუფალი მიმოქცევის შეზღუდვის ძირითადი გამოხატულება უპირატესი შესყიდვის უფლებაში გამოიხატება. ასეთი შეზღუდვის წინაშე შესაძლებელია იყოს თავად საზოგადოება აქციებით კაპიტალის გაზრდისას ან აქციონერი, როდესაც ახდენს საკუთარი აქციის გასხვისებას. უპირატესი შესყიდვის პრინციპი კონტინენტური ევროპის სამართლისათვის დამახასიათებელი ნიშან-თვისებაა. კერძოდ, იგი გათვალისწინებულია ევროკავშირის 2012/30/EU დირექტივის მიხედვით, სადაც მითითებულია, რომ იმ შემთხვევაში, თუ ადგილი აქვს სააქციო კაპიტალის ზრდას, ახალი აქციების გამოშვების გზით ეს აქციები უპირატესად შეთავაზებულ უნდა იქნეს უპირატესი შესყიდვის უფლებით აქციონერთა არსებული ჯგუფისათვის მათ საკუთრებაში არსებული აქციების პროპორციულად.[660]

განსაკუთრებით პრობლემურია თავისუფალი მიმოქცევის მეორე სახის, აქციონერის მიერ საკუთარი აქციების რეალიზაციისას სხვა აქციონერთა უპირატესი შესყიდვის უფლების საკითხი. ასეთი უფლების არსებობისას ერთმანეთს უპირისპირდება აქციონერის ინტერესი მოახდინოს საკუთარი აქციების სწრაფი და ეფექტური რეალიზაცია და დარჩენილ აქციონერთა ინტერესი, მოახდინონ აქციონერთა წრის დივერსიფიკაციის გამორიცხვა. შესაბამისად, ამ ორ ინტერესს შორის ბალანსის მისაღწევად ევროპული კანონმდებლობა იცნობს ნორმატიულ ინტრუმენტთა ფართო სპექტრს. მაგალითად, ფრანგული და ესპანური კანონმდებლობის მიხედვით, აქციის განკარგვის შეზღუდვის შემთხვევაში, გაყიდვის მსურველ აქციონერს დანარჩენმა აქციონერებმა უნდა შესთავაზონ: ა) აქციის მათ მიერ შეძენა; ბ) აქციის სხვა ალტერნატიული მყიდველი; გ) აქცის საზოგადოების მიერ გამოსყიდვა ამ უკანასკნელის მიერ კაპიტალის შემცირების შემთხვევაში.[661]

ქართული კანონმდებლობა მოცემული საკითხის რეგულირებისას უკეთესობის სურვილს ტოვებს. კერძოდ, იგი იცნობს როგორც ახალი აქციების გამოშვებისას არსებულ აქციონერთა უპირატესი შესყიდვის უფლებას,[662] ისე მასში ზოგადი სახით გათვალისწინებულია, რომელიმე კლასის აქციის გადაცემის შესაძლო დამოკიდებულების საკითხი საზოგადოების თანხმობაზე.[663] თუმცა, ამ უკანასკნელის შემთხვევაში უშუალოდ შეზღუდვის პირობების დადგენა სრულადაა მინდობილი

---

659 *Bourne:* Principles of Company Law, 1998, pp. 83-84.

660 Article 33, Directive 2012/30/EU.

661 *Kalss:* Transfer of Shares of Private Companies, 2004, p. 352.

662 იხ. "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 54.

663 იხ. "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 52.

საზოგადოების საწესდებო ავტონომიის ფარგლებისათვის, რაც საზოგადოების მხრიდან აღნიშნული უფლების ბოროტად გამოყენების გარკვეულ რისკებს შეიცავს.

განსაკუთრებული თავისებურებებით ხასიათდება საჯარო ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა. მნიშვნელოვანია, რომ ასეთი კომპანიის აქციები ბაზრის ინტერესებიდან გამომდინარე ექვემდებარებოდეს თავისუფალ მიმოქცევას. ფულის სანაცვლოდ შეთავაზება,[664] რომელიც წარმოადგენს საჯარო შეთავაზების პროცესში აქციათა გაყიდვის ძირითად მეთოდს, გულისხმობს აქციების მიყიდვას ნებისმიერი მსურველისათვის უპირატესი შესყიდვის უფლების გარეშე ფულის სანაცვლოდ.[665] მესამე პირებისათვის შეთავაზება უპირობოა იმდენად, რამდენადაც საჯარო შეთავაზების პროცესში არ არსებობს ან მინიმალურია მოქმედ აქციონერთა სურვილი შეისყიდონ ემიტირებული აქციები. სხვა შემთხვევაში აქციები საერთოდ არ გამოვიდოდა საჯარო ბაზარზე.[666] შესაბამისად, აქციების თავისუფალი მიმოქცევისათვის საერთო კრებამ უარი უნდა თქვას ემიტირებული აქციების უპირატესი შესყიდვის უფლებაზე.

აღნიშნული პრინციპი განმტკიცებულია როგორც ქართული, ისე ევროპული კანონმდებლობით. კერძოდ, "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის მიხედვით, რომელიმე კლასის აქციის გადაცემა შეიძლება დამოკიდებული იყოს საზოგადოების თანხმობაზე, გარდა „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონით განსაზღვრული საჯარო ფასიანი ქაღალდისა, რაც გამორიცხავს მათი თავისუფალი მიმოქცევის რაიმე ფორმით შეზღუდვას.[667] ევროკავშირის 2001/34/ec დირექტივის მიხედვით კი რეგულირებად ბაზარზე სავაჭროდ დაშვებული აქციები უნდა იყვნენ თავისუფლად მიმოქცევადნი, გარდა წევრი სახელმწიფოს კომპეტენტური ორგანოს მიერ შეზღუდვის, ბაზრის ინტერესებთან წინააღმდეგობის არარსებობის დადგენის შემთხვევისა.[668]

თეორიული თვალსაზრისით, რა თქმა უნდა, შესაძლებელია, მსგავსად წილობრივი ფასიანი ქაღალდებისა, სასესხო ფასიანი ქაღალდის თავისუფალი მიმოქცევის შეზღუდვაც. თუმცა, პრაქტიკული თავლსაზრისით ასეთ ფენომენს ადგილი ფაქტობრივად არ აქვს. აღნიშნული სრულიად ლოგიკურია ვინაიდან, წილობრივი ფასიანი ქაღალდების თავისუფალი მიმოქცევის შეზღუდვა, უმეტესად,

---

[664] Cash Offer

[665] *Ross/ Westerfield/ Bradford:* Essentials of corollary finance, 2008, p. 463.

[666] *Ross/ Westerfield/ Bradford:* Essentials of corollary finance, 2008, p. 463.

[667] იხ. "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 52.

[668] Article 46, Directive 2001/34/ec.

გამომდინარეობს საზოგადოების მიზნიდან, მოახდინოს საზოგადოების აქციონერთა წრეში არასასურველი პირების მოხვედრა,[669] რაც შემდგომში არსებულ აქციონერებს საზოგადოებზე კონტროლის საფრთხის წინაშე დააყენებს. საპირისპიროდ, ასეთი საფრთხეები, ფაქტობრივად, გამორიცხულია სასესხო ფასიანი ქაღალდების შემთხვევაში.

აღნიშნული პრინციპი საკანონმდებლო დონეზეა რეგლამენტირებული ევროკავშირის კანონმდებლობით. კერძოდ, ევროკავშირის 2001/34/ec დირექტივა პირდაპირ ითვალისწინებს სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების თავისუფლად მიმოქცევადობის აუცილებლობას.[670]

ასეთ საკანონმდებლო ნორმას ვერ ვხვდებით "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონში. მეტიც, იმ პირობებში, როდესაც აღნიშნული კანონი აწესრიგებს ქვეყანაში საჯარო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და შეთავაზების საკითხებს, აქციის თავისუფალი მიმოქცევის პრინციპიც კი მხოლოდ "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონშია გათვალისწინებული, რაც ცალსახად გაუმჯობესების სურვილს ტოვებს.

შუალედური დასკვნა

სადისერტაციო ნაშრომის მოცემულ თავში კაპიტალის ზრდის ინსტრუმენტები განხორციელებული იქნა ინტერდისციპლინური კვლევა, რომელიც ეკონომიკურ-სამართლებრივ ჭრილში ეფუძნებოდა კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტების განხილვას. საკითხის შესასწავლად გამოყენებულ იქნა როგორც საერთაშორისოდ აღიარებული საუკეთესო, ისე ქართული პრაქტიკა, ასევე, უცხოური და ქართული კანონმდებლობა და მათი შედარების გზით მიღებული ინფორმაციის ანალიზი.

წილობრივ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე მსჯელობა შეეხო აქციის, როგორც კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტის შესწავლას. ასევე, განხილულ იქნა წილის კაპიტალის ბაზარზე ბრუნვის საკითხებიაც და წარმოჩენილ იქნა საკითხის რეგულირებისას ქართული

---

[669] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 35.

[670] Article 59, Directive 2001/34/ec.

კანონმდებლობის მნიშვნელოვანი ხარვეზები. კერძოდ, კვლევით გამოვლინდა, რომ ქართული კანონმდებლობა უშვებს შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების წილების საჯარო შეთავაზების შესაძლებლობასაც, რაც არსებული საკანონმდებლო ბაზის პირობებში მნიშნველოვანი საფრთხის შემცველად იქნა მიჩნეული. შესაბამისად, წარმოდგენილია რეკომენდაცია კანონმდებლობაში ცვლილებების განხორციელების აუცილებლობის შესახებ.

ამავე თავის ფარგლებში მიმოხილული იქნა სააქციო კაპიტალის საკლასო თვისებები. კერძოდ, შესწავლილ იქნა ჩვეულებრივი და პრივილეგირებული კლასის აქციის თავისებურებები. კვლევით დადასტურდა, რომ აქციონერთა დაცვასა და კაპიტალის ბაზრის განვითარებას შორის არსებობს უშუალო კავშირი. თუმცა, აქვე ხაზი გაესვა დაწერილ სამართალთან ერთად კანონის უზენაესობის მნიშვნელობას, რაც საქართველოსათვის პრობლემურია. შესაბამისად, კაპიტალის ბაზრის განვითარების კონტექსტში აუცილებელია კანონის უზენაესობის საკითხებზე მუშაობა.

გარდა წილობრივი ფასიანი ქაღალდებისა, კვლევის ფარგლებში სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების საკითხიც იქნა განხილული. დახასიათებულ იქნა ობლიგაცია, როგორც სასესხო კაპიტალის ბაზრის მთავარი ფინანსური ინსტრუმენტი, შესწავლილ იქნა ბაზარზე მისი ბრუნვის პრაქტიკული ასპექტები და ცალკეული საკლასო თვისებები. მოცემულ კონტექსტში, უპირველეს ყოვლისა, ქართული საზოგადოებების პრაქტიკის შესახებ გამოვლინდა უზრუნველყოფილ ობლიგაციათა გამოყენების ნაკლები სიხშირე, რაც სამართლებრივი და ეკონომიკური თვალსაზრისითაც გაუმართლებლად იქნა მიჩნეული. შესაბამისად, რეკომენდებულია საზოგადოებების მიერ ამგვარი პრაქტიკის გამოსწორება. ამავე კონტექსტში გამოვლინდა რამდენიმე საინტერესო თავისებურება საქართველოში რეგისტრირებულ საზოგადოებათა ემიტირებული ობლიგაციების ვადიანობისა და სარგებლის ოდენობის კონტექსტში. კერძოდ, ამ უკანასკნელის ოდენობა საერთაშორისო პრაქტიკასთან შედარებით საკმაოდ მაღალია, ხოლო მათი ვადიანობა სრულიად შეუსაბამოა საერთაშორისო პრაქტიკასთან. ასევე, პრობლემური აღმოჩნდა კონვერსიულობის საკითხი, სადაც გამოვლინდა ტექნიკური სახის საკანონმდებლო ხარვეზი და წარმოდგენილ იქნა შესაბამისი რეკომენდაცია.

მოცემულ თავში ცალკე ყურადღება დაეთმო ობლიგაციის მფლობელთა ინტერესის დაცვის კანონისმიერ მექანიზმებს მინიმალური კანონისმიერი კაპიტალისა და გადახდისუუნარობის ტესტის სახით. კვლევამ ნათლად აჩვენა, ზემოთ აღნიშნული ორივე ინსტრუმენტის მნიშვნელობა როგორც ობლიგაციის მფლობელთა დასაცავად, ისე

კაპიტალის ბაზრის განვითარებისათვის. ზოგადი არჩევანის თვალსაზრისით კი უპირატესობა *გადახდისუუნარობის ტესტის* მიენიჭა. ქართული კანონმდებლობის ანალიზის შემდეგ დადგინდა, რომ იგი ვერ პასუხობს ვერცერთ გამოწვევას, რის გამოც აუცილებელია კანონმდებლობის შესაბამისად შეცვლა.

ასევე დახასიათებულ იქნა ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტები. განსაკუთრებით ხაზი გაესვა ნორმატიული მიკუთვნების პრობლემატიკას და გამოვლინდა, რომ ჰიბრიდული ფინანსური ინსტრუმენტის ნორმატიული მიკუთვნებისას მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული ისეთი ფაქტორები, როგორებიცაა ინვესტორის მხრიდან, ინვესტიციის დასრულების უფლება, ფიქსირებული შემოსავლის არსებობა, შემოსავლის გაცემის დამოკიდებულება ემიტენტის ნებაზე, ინვესტორის დისკრეციული უფლება -შეწყვიტოს ინვესტირება და არის თუ არა გადახდის ვალდებულების აღსრულება გარე ფაქტორებით, მათ შორის, აღსრულების მექანიზმების ამოქმედებით შესაძლებელი.[671]

ნაშრომის ბოლო ნაწილის ყურადღების საგანს კი ფასიანი ქაღალდების თავისუფალი მიმოქცევის პრინციპი წარმოადგენდა, რისი მოწესრიგებისას ქართული სამართალში ნაკლოვანებები იქნა გამოვლენილი. კერძოდ, აქციის გასხვისების შეზღუდვის პირობები სრულადაა მინდობილი საზოგადოების საწესდებო ავტონომიის ფარგლებისათვის, რაც საზოგადოების მხრიდან, უფლების ბოროტად გამოყენების გარკვეულ რისკებს შეიცავს. მოცემულ კონტექსტში რეკომენდებულია ფრანგული მოდელის შემოტანა, რაც გულისხმობს შეზღუდვისას შესათავაზებელ ალტერნატივათა კანონისმიერ დანერგვას. ასევე დეკლარაციულ კონტექსტში პრობლემას წარმოადგენს თავისუფალი მიმოქცევის დამდგენი საკანონმდებლო ნორმის არარსებობა "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონში, რაც საჭიროებს გამოსწორებას.

[671] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 292.

V. ფინანსური ინსტრუმენტების ემისია

5.1. საემისიო ფინანსური ინსტრუმენტის შესახებ სტრატეგიული არჩევანი

5.1.1. სააქციო კაპიტალით დაფინანსების შესახებ სტრატეგიული არჩევანი

5.1.1.1. სააქციო კაპიტალის ზრდასთან დაკავშირებული რისკები

სააქციო კაპიტალის ზრდა ორი მეთოდით მიიღწევა. ერთ, შედარებით მარტივ, ნაკლები ხარჯისა და დროის საჭიროების მქონე მეთოდს, რომელიც ინვესტორთა ვიწრო სეგმენტსა და ცალკეული მიზნების მიღწევის შეუძლებლობას უკავშირდება, წარმოადგენს აქციათა კერძო განთავსება.[672] სააქციო კაპიტალის ზრდის მეორე ალტერნატივა კი აქციათა პირველადი საჯარო შეთავაზებაა, რასაც, არსებულ უპირატესობათა სრულად მიღების მიზნით, ასევე უკავშირდება საზოგადოების რეგისტრირება საფონდო ბირჟაზე და აქციებით შემდგომი ვაჭრობა მეორად ბაზარზე.

საჯაროობისაკენ სვლა[673] საჭიროებს მნიშვნელოვან ხარჯებს საზოგადოებისათვის. უპირველეს ყოვლისა, გამოსაყოფია პირდაპირი ხარჯები, რომლებიც წარმოიშობა ანდერრაითერის, ასევე სააუდიტო

---

[672] Private Placement

[673] Going Public

ხარჯების შედეგად, რომელიც, მართალია, დამოკიდებულია საზოგადოების ზომასა და კომპლექსურობაზე, თუმცა საერთაშორისო პრაქტიკის მიხედვით მისი ღირებულება საშუალოდ სამჯერ აღემატება ჩვეულებრივი აუდიტის ხარჯებს.[674] მეორე და, უმთავრესად, ესაა საზოგადოების აქციონერების დასაკმაყოფილებლად პერიოდულ საწყისებზე გადახდილი სარგებელი, რომელიც საშუალო და გრძლევადიან პერსპექტივაში ალტერნატიული მეთოდებით დაფინანსების მიღებისათვის გასაწევ ხარჯებს აღემატება.[675]

მნიშვნელოვან შემაფერხებელ ფაქტორს წარმოადგენს აქციათა ღირებულების განსაზღვრის პრობლემატიკა საჯაროობის პირველ ეტაპზე. კერძოდ, ქვეშეფასება[676] და შედეგად წარმოქმნილი პრობლემები. საჯაროობისკენ სვლის თავდაპირველ ეტაპზე, როგორც წესი, სააქციო საზოგადოების აქციათა საბაზრო ღირებულება არ ემთხვევა საზოგადოების აქციათა რეალურ ხარისხს. [677] ახალი აქციების შეთავაზება, მიუხედავად ანდერრაითერების გამოყენებისა, ყოველთვის ხდება იმაზე ნაკლები ფასით, ვიდრე მისი ღირებულება იქნება შემდგომი სტაბილიზაციისას.[678] ქვეშეფასების გამომწვევი ფაქტორებიდან გამოსაყოფია ინსტიტუციონალური ინვესტორების ნაკლები ინტერესი ასეთი ტიპის კორპორაციებში კაპიტალდაბანდების მიმართ.[679] ინტერესის სიმცირე მომცრო საჯარო კომპანიების აქციების ფასით მარტივი მანიპულირებითაა გამოწვეული.[680] კერძოდ, მოკლე ვადებში აქციათა სწრაფი გაყიდვის შედეგად გამოწვეული პანიკის ხარჯზე ხშირად ინვესტორები ხელოვნურად ამცირებენ საზოგადოების აქციების ფასს, რასაც შემდგომ, მათ მიერვე შემცირებული ღიღებულების აქციათა მნიშნველოვანი ნაწილის დაპატრონება მოჰყვება ხოლმე.[681]

კიდევ ერთი ფუნდამენტური მიზეზი წარმატებული კერძო

---

[674] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 7.

[675] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 7.

[676] Underpricing

[677] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 161.

[678] *Gounopoulos/ Nounis/ Stylianides:* The Short and Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, 2007, p. 2.

[679] აღნიშნულ კონტექსტში, რა თქმა უნდა, განსაკუთრებული მნიშნიშვნელობა ენიჭება ანდერრაითერის საქმიან რეპუტაციას. კერძოდ, მსხვილი ანდერრაითერები, ბაზარზე თავისი სანდოობის მაღალი ხარისხის ხარჯზე, იძლევიან მათ მიერ უდიდესი ძალისხმევის პრინციპით შეთავაზებულ კონკრეტულ აქციებზე მოთხოვნის ხარისხის ზრდისა და, შესაბამისად, მათი მაღალი ფასით გაყიდვის შესაძლებლობას.

[680] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 5.

[681] იქვე.

კომპანიებისათვის, უარი თქვან საჯაროობის სტატუსზე, არის საჯარო კომპანიათა მენეჯმენტის ეფექტურობის შემცირება, მისი მოუქნელობა. მოუქნელობა შეეხება როგორც კორპორაციულ მართვას, ისე საზოგადოების კაპიტალის ფორმირებისა და მიმოქცევის საკითხებს, რომლებიც კანონმდებლის მიერ რიგი რეგულაციების საგანს წარმოადგენს.[682]

საჯარო კომპანიები ასევე მუდმივად დგანან კონტროლის დაკარგვის საფრთხის წინაშე. ასეთი საფრთხე, ძირითადად, მაშინ იჩენს თავს, როდესაც სამეწარმეო საზოგადოებას არ ჰყავს აქციათა მნიშვნელოვანი წილის მფლობელი აქციონერი, ან არ გააჩნია განსაკუთრებული ხმის მქონე აქციები.[683] ასეთ შემთხვევაში საზოგადოების გარე ინვესტორს შეუძლია პირდაპირ შეიძინოს აქციათა ჩამკეტი უმრავლესობა ან შევიდეს კოალიციაში სხვა აქციონერებთან საზოგადოებაზე კონტროლის განხორციელების მიზნით.[684] შესაბამისად, ზოგიერთ შემთხვევაში, თუ მოქმედ აქციონერებს აქვთ ინტერესი, არ დაკარგონ საზოგადოებაზე არსებული კონტროლი, უწევთ უარი თქვან საჯაროობაზე.[685]

სხვა პრობლემური საკითხია გრძელვადიან პერსპექტივაში საზოგადოების განვითარებასთან სამეწარმეო საზოგადოების საჯაროობის შეუთავსებლობა. მაგალითისათვის, განსხვავებით დახურული ტიპის კორპორაციებისაგან, სადაც მენეჯმენტს შეუძლია მარტივად დაარწმუნოს არსებული ინვესტორები, თანხმობა განაცხადონ მოგების მცირე რაოდენობაზე, საზოგადოების მიერ ახალი პროდუქტის წარმოების ან ბაზრებზე მოხვედრის მიზნით, საჯარო საზოგადოების აქციონერები ორიენტირებულნი არიან, ზეწოლა მოახდინონ მენეჯმენტზე, რათა ყოველ კვარტალურად საზოგადოების მიერ მოგება იქნეს ნაჩვენები. [686] სხვა შემთხვევებში ასეთი აქციონერები ცვლიან შორსმჭვრეტელ მენეჯმენტს იმ პირებით, რომლებიც მოკლევადიან პერიოდში მათ მოლოდინებს ამართლებენ.[687]

უკანასკნელ პერიოდში განსაკუთრებით იმატა ინფორმაციის საჯაროობასთან დაკავშირებულმა რეგულაციებმა, როგორც კონტინენტურ ევროპაში, ისე კონტინენტს მიღმა. საჯაროობის ფაქტორი ერთი შეხედვით საზოგადოებისათვის მომგებიანადაც კი უნდა იქნეს

---

682 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, p. 159.

683 *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 5.

684 იქვე.

685 *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 455.

686 *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 6.

687 *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 6.

მიჩნეული, ვინაიდან ინვესტორი ორიენტირებულია საკუთარი ინვესტიციის დაცულ გარემოზე.[688] [689] თუმცა, მეორე მხრივ, შესაძლებელია დასკვნის გამოტანა, რომ საბოლოო შედეგი საზოგადოებისათვის შესაძლოა არათუ მომგებიანი, არამედ ფატალური აღმოჩნდეს. პირველ რიგში, საზოგადოების საჯაროობა იწვევს ისეთი ტიპის დამატებით ხარჯებს, როგორიცაა დამატებით თანამშრომელთა დაქირავება, რომლებიც მუდმივად იზრუნებენ საზოგადოების საქმეების იმგვარ გამღოლაზე, რაც შესაბამისობაში იქნება ბაზარზე დადგენილ მოთხოვნებთან.[690] ასევე, ყურადსაღებია კონკურენტების მხრიდან გამჟღვანვებული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენების საფრთხე და საფასო ომის დაწყება, რამაც წარმატებული კორპორაცია გადახდისუუნარობამდეც შესაძლოა მიიყვანოს.[691]

ამდენად, სააქციო კაპიტალით დაფინანსების პირველადი საჯარო შეთავაზების მეთოდი ავტომატურად საზოგადოების განვითარების განმაპირობებელ ფაქტორად არ შეიძლება იქნეს აღქმული. მით უმეტეს, შესაძლოა მოყვანილ იქნეს არაერთი მაგალითი იმისა, თუ როგორ მიაღწია ამა თუ იმ სამეწარმეო საზოგადოებამ განვითარების უმაღლეს საფეხურებს საჯარო შეთავაზების გზით უცხო კაპიტალის მოზიდვის გარეშე.[692]

5.1.1.2. სააქციო კაპიტალის ზრდის უპირატესობები

წინა ქვეთავში მოცემული მსჯელობაში ილუსტრირებულ იქნა სააქციო კაპიტალის ზრდის უარყოფითი მხარეები და წარმოჩენილ იქნა საზოგადოების მიერ ამგვარი ბიზნესგადაწყვეტილების მიღებისას საზოგადოების მზაობისა და კონკრეტულ იურისდიქციაში არსებული ნორმატიული ბაზის შეფასების აუცილებლობა. იმ შემთხვევაში, თუ სამეწარმეო საზოგადოება გამოხატავს მზაობას ასეთი საფრთხეების მიმართ, დახურული ტიპის კორპორაციასთან შედარებით მას ელოდება უპირატესობათა მთელი სპექტრი, რაც კომპანიის საჯაროობის მიმზიდველობის განმაპირობებელ ფაქტორებად მიიჩნევა.

ზემოაღნიშნული უპირატესობები სხვადასხვა პერსპექტივიდან შეიძლება იქნეს დანახული. მაგალითისათვის, აქციონერის ხედვით,

---

[688] აღნიშნულთან დაკავშირებით იხილეთ ნაშრომის I თავი.

[689] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 186.

[690] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 6.

[691] იქვე.

[692] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 455.

რეგულირებად ბაზარზე ბრუნვის უფლების მინიჭებით მისი კუთვნილი აქციებისათვის წარმოიქმნება მზა ბაზარი, რასაც ორმაგი ეფექტი გააჩნია, ერთი მხრივ, აქციათა მარტივი რეალიზაციის, ხოლო, მეორე მხრივ, ასეთი ბაზრის არსებობის გამო აქციათა გაზრდილი ფასის სახით.[693]

მენეჯერული თვალსაზრისით კომპანიის ღიაობა დაიცავს მმართველი გუნდის ინტერესს მსხვილ აქციონერთა ზეწოლისაგან, აქციათა ფართო დანაწევრების, კაპიტალის ბაზრის წესებისა და არსებული პრაქტიკის შედეგად.[694] კერძოდ, არსებული კორპორაციული მართვის კოდექსები, საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად დაბალანსებულად იცავენ საზოგადოების სტეიკჰოლდერთა ინტერესებს და სამართლებრივი ბაზის შემვსებ ფუნქციას ითავსებენ. სამწუხაროდ, ამგვარი კოდექსი ქართულ რეალობაში მხოლოდ კომერციულ ბანკებს გააჩნიათ, რომელიც თავისი შინაარსით, ძირითადად, სწორედ ზემოაღნიშნულ საუკეთესო პრაქტიკათა ერთობლიობაა. ამგვარ, თუნდაც ნებაყოფლობით აქტთა ნაკლებობა, განსაკუთრებით კანონმდებლობის მკვეთრად ლიბერალური მიდგომის პირობებში როგორც აქციონერთა, ისე მენეჯმენტის ინტერესების დაცვის მიმართ, უარყოფითად მოქმედებს გარდამავალ ეტაპზე მყოფ სივრცეში სწორი კორპორაციული ურთიერთობების პრაქტიკის ჩამოყალიბებაზე. ღია ტიპის კორპორაციები გარკვეული თვალსაზრისით ბაზრის ელიტას ქმნიან, რომლებიც არსებული მაღალი სტადანრტით განსაკუთრებულად მიმზიდველნი უნდა იყვნენ, როგორც მენეჯერების, ისე ინვესტორებისათვის, რითაც მისაბაძ მაგალითს უნდა ქმნიდნენ დამწყები და განვითარებადი კომპანიებისათვის.

ამასთანავე, კომპანიის ღიაობას მენეჯერული ხედვით ძალაუფლებრივი მიმზიდველობაც გააჩნია. საჯარო საზოგადოებები დანაწევრებული საკუთრების გამო, კონტროლდებიან სწორედ მენეჯერებისაგან.[695] ამგვარი რეალობა საქართველოსათვის სერიოზული საფრთხის შემცველია, ვინაიდან სამართლებრივი ბაზის ზემოაღნიშნული ნაკლოვანების გამო, ფაქტობრივად, შეუძლებელი ხდება მენეჯმენტის თვითნებობის თავიდან აცილება, რამაც შეიძლება დააზარალოს არა მხოლოდ ცალკეულ ინვესტორთა, არამედ კაპიტალის ბაზრის განვითარების ინტერესი.

კომპანიის საჯაროობას ასევე სარგებელი მოაქვს როგორც უშუალოდ სამეწარმეო საზოგადოებისათვის, ისე მასში დასაქმებულებისათვის. დასაქმებულთა სწორი საბონუსე სისტემა,

---

[693] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 3.

[694] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 160.

[695] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 160.

წარმატებული ბიზნესსაქმიანობის ერთ-ერთი ფუნდამენტური საკითხია. თავის მხრივ, კომპანიები ორიენტირებულნი არიან თავისივე ოფციონები შესთავაზონ დასაქმებულებს, გაწეული წარმატებული სამსახურისათვის, თუმცა აღნიშნულის ეფექტი მინიმალური შეიძლება იყოს გავრცელების ბაზრის არარასებობის გამო.[696]

ზოგადი კოპორაციული თვალსაზრისით საჯაროობა გაზრდის კომპანიის კონკურენტუნარიანობას. მოზიდული მსხვილი კაპიტალი იძლევა წარმატებული მარკეტინგის ახალი პროდუქტბის კვლევებში ინვესტირებისა და ამ ტიპის ბიზნესსაქმიანობისათვის კვალიფიციური კადრების მოზიდვის შესაძლებლობებს.[697]

ასევე, კომპანიის აქციათა რეგულირებად ბაზარზე მიმოქცევა არა მხოლოდ ცალკეულ აქციონერთა, არამედ ერთიანობაში კორპორაციის ღირებულებას ზრდის. გავრცელების მზა ბაზრის პირობებში ინვესტორი გამოთქვამს მზადყოფნას, გადაიხადოს საზოგადოების აქციაში გაცილებით მეტი, ვინაიდან მისთვის არსებობს მარტივი გზა, გავიდეს ბიზნესიდან ინტერესის დაკარგვის შემთხვევაში.[698] ამასთანავე, საჯაროობა კომპანიას ეხმარება მსხვილ ინვესტორთა მოძიებაში. მაგალითისათვის, ცალკეული ინსტიტუციონალური ინვესტორები - საპენსიო ფონდები, უფლებამოსილნი არიან ინვესტიცია განახორციელონ მხოლოდ ლიკვიდურ აქციებში.[699] ფონდების უმრავლესობას უფლება ენიჭება იყოს მხოლოდ ბირჟაზე რეგისტრირებული კომპანიის ინვესტორი, შესაბამისად, ასეთი რეგისტრაცია მკვეთრად ზრდის პოტენციურ ინვესტორთა წრეს.[700]

გავრცელებულ მეთოდს წარმოადგენს სხვა სამეწარმეო საზოგადოების დაუფლების პროცესში აქციათა გამოყენება. კომპენსაციის სახეთა შორის დომინირებული მდგომარეობა ფულს, აქციას და მათ კომბინირებულ ვარიანტს უკავია, სადაც აქციათა რეალური ღირებულების დადგენას მნიშვნელოვანი ფუნქცია ეკისრება შესაძლო რისკების გამორიცხვის უზრუნველყოფისათვის.[701] დახურული ტიპის კორპორაციებში საზოგადოების აქციათა რეალური საბაზრო ღირებულების გამოთვლა ფაქტობრივად შეუძლებელი და ძვირი

[696] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 3.

[697] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 4.

[698] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 4.

[699] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 160.

[700] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 6.

[701] *მახარობლიშვილი:* კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ. 176.

სიამოვნებაა მაშინ, როდესაც ამ ტიპის აქციათა უკვე არსებული მიმოქცევა ბაზარზე ამარტივებს და მიმზიდველს ხდის მათ ჩართვას დაუფლების პროცესში.[702]

ასევე საყურადღებოა სამეწარმეო საზოგადოების მიერ დამატებითი აქციების გამოშვების, სასესხო კაპიტალის მოზიდვას ხელშემწყობი ფუნქციაც. კერძოდ, ახალი აქციების არსებობის შედეგად საზოგადოების საბალანსო დოკუმენტაციაში შემცირებული სესხის პროპორცია საზოგადოების საკუთარ კაპიტალთან ზრდის მოძიებადი სასესხო კაპიტალის მოცულობას და ამცირებას გადასახდელი საპროცენტო განაკვეთის ოდენობას.[703]

5.1.2. სასესხო კაპიტალის შესახებ

საქციო კაპიტალის მსგავსად, სასესხო კაპიტალით დაფინანსებისას მსხვილმა კორპორაციამ შესაძლოა მიმართოს კაპიტალის ბაზარს და გამოიყენოს ნაშრომის მე-3 თავში განხილულ ფინანსურ ინსტრუმენტთაგან ერთი ან რამდენიმე.[704] ამ უკანსკნელის გამოყენების მთავარი უპირატესობა სააქციო კაპიტალთან შედარებით მის ხელმისაწვდომობაში გამოიხატება. ხელმისაწვდომობა უპირველესად გამოხატულებას ნაკლებ ღირებულებაში ჰპოვებს, რომლის გადახდაც კორპრორაციას ინვესტიციის მისაღებად უწევს. ნაკლები ხარჯები გამოიხატება არა მხოლოდ კაპიტალის ბაზარზე წვდომის, არამედ შემდგომში სესხის მომსახურების - კერძოდ, ინვესტორების დაინტერესებისათვის შესათავაზებელი სარგებლის ნაკლებ ოდენობაში.[705] კერძოდ, სასესხო კაპიტალის შემთხვევაში, ინვესტორი არ მონაწილეობს საზოგადოების კაპიტალში, შესაბამისად, ის ვერ იღებს დამატებით სარგებელს საზოგადოების ყოველი წარმატებული აქტივობიდან.[706]

სასესხო კაპიტალის კიდევ ერთ უპირატესობა საზოგადოების მოსალოდნელი ხარჯების პროგნოზირების სიმარტივეა. სააქციო კაპიტალისგან განსხვავებით, რომლის სანაცვლოდაც გასაცემი სარგებლის ოდენობის წინასწარ ზუსტი პროგნოზირება პრაქტიკულად წარმოუდგენელია, სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების შემთხვევაში,

[702] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 160.

[703] *Bragg:* Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p. 4.

[704] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 370.

[705] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 371.

[706] იქვე.

საზოგადოებამ წინასწარ იცის კაპიტალის მოსაზიდი ხარჯების ოდენობა, რაც სესხის სანაცვლოდ გასაცემი სარგებლის ოდენობას წარმოადგენს.[707]

სასესხო კაპიტალის მოზიდვა ასევე მომგებიანია იმდენად, რამდენადაც, განვითარებული ქვეყნები ხშირ შემთხვევაში საზოგადოებათა ზრდის წახალისების მიზნით სესხის პროცენტის სახით გასაცემ გადახდებს განიხილავენ, როგორც ხარჯებს საზოგადოებისათვის და გამოქვითავენ მას დასაბეგრი მოგებისაგან.[708] პროცენტის სახით გადახდილი თანხის გამოქვითვას ითვალისწინებს საქართველოს საგადასახადო კანონმდებლობაც, რომელიც პროცენტის გამოქვითვის შესაძლებლობას არაუმეტეს წლიური 20 %-ის ფარგლებში ადგენს.[709]

გარდა უპირატესობებისა სასესხო კაპიტალის მოზიდვა, რიგ რისკებსაც შეიცავს. სასესხო კაპიტალის პროპორცია საზოგადოების კაპიტალში აღინიშნება საზოგადოების ანგარიშში.[710] ასეთი მაჩვენებლის მაღალი თანაფარდობა ზრდის რისკს საზოგადოებაში ინვესტირებისათვის, ხელს უწყობს საზოგადოების საკრედიტო რეიტინგის შემცირებას და, შესაბამისად, უარყოფითად აისახება პოტენციურ ინვესტორთა რიცხვზე.[711]

მნიშვნელოვან ნაკლოვანებას წარმოადგენს სასესხო კაპიტალით დაფინანსების სანაცვლოდ ინვესტორებისათვის სარგებლის გადახდა იმ შემთხვევაშიც კი, როდესაც საზოგადოება მძიმე მდომარეობაშია.[712] აღნიშნულისაგან განსხვავებით, სააქციო კაპიტალის შემთხვევაში, საზოგადოება არ არის ვალდებული გასცეს დივიდენდი ყოველწლიურად, რაც მის კაპიტალს გაცილებით მეტ მოქნილობას სძენს.[713]

---

[707] *Ross/ Westerfield/ Bradford:* Essentials of corollary finance, 2008, p. 380.

[708] *Brealey Richard A., Myers Stewart C., Marcus Alan J.,* Fundamentals of Corporate Finance (The McGraw-Hill Companies, Inc. 2001), 501.

[709] იხ. საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, მუხ. 107 და საქართველოს ფინანსთა მინისტრის ბრძანება N34, 2011 წლის 28 იანვარი.

[710] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 82.

[711] იქვე.

[712] *Glen:* Handbook of corporate finance, 2005, p. 372.

[713] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 20.

5.2. კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების კერძო განთავსება

5.2.1. კერძო განთავსების განსაზღვრება

საზოგადოების მიერ კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების მეშვეობით კაპიტალის ზრდის მიღწევა ორი მეთოდითაა შესაძლებელი. ერთი, ესაა საჯარო შეთავაზება და მეორე - მათი კერძო განთავსება. [714] თავის მხრივ, საჯარო შეთავაზება გულისხმობს პირთა განუსაზღვრელი წრის მიმართ ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებას, რაც საჯარო ინტერესის გათვალისწინებით მოქცეულია ბაზრის მკაცრი რეგულირების ქვეშ და უკავშირდება საზოგადოების მნიშვნელოვან ფინანსურ ხარჯებსა თუ სხვა ფინანსურ და კორპორაციულ მართვით რისკებს.[715]

ასეთი რისკების თავიდან აცილების მიზნით საზოგადოებაში კონკრეტული ინსვესტორის შემოყვანის თუ ფინანსური რესურსების მოძიებისათვის, კაპიტალის ბაზრის ფინანსური ინსტრუმენტების კერძო განთავსება ყველაზე ოპტიმალურ გზას წარმოადგენს. იგი გულისხმობს წინასწარ გასნაზღვრულ მსურველთა ჯგუფისათვის ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებას.[716]

პირველი პრობლემური საკითხი, რომელიც ამგვარი აქტივობისას წარმოიქმნება, ქმედების კერძო განთავსებად კვალიფიცირებაა. თამამად შეიძლება ითქვას, რომ არ არსებობს კერძო განთავსების საერთაშორისოდ აღიარებული სტანდარტი და იგი კონკრეტული იურისდიქციის მიღმა არსებული შეთავაზებებისათვის ინდივიდუალურია. მაგალითად, შეერთებული შტატების კანონმდებლობა, რომელიც არ იძლევა კერძო განთავსების მყარ დეფინიციას.[717] თუმცა, იგი განსაზღვრავს კერძო განთავსების შინაარსობრივ კრიტერიუმებს, რომელიც ემყარება დროის გარკვეულ პერიოდში შეთავაზების რაოდენობრივ და ციფრობრივ მაჩვენებლებს. კერძოდ, Regulation D-ს მიხედვით, რეგისტრაციის გარეშე დასაშვებია 12 თვის განმავლობაში 1 მილიონი დოლარის ოდენობის ფასიანი ქაღალდები ემიტენტთა ნებისმიერი რაოდენობის, ან 5 მილიონი დოლარის ოდენობის ინსტრუმენტების 35-მდე აკრედიტირებული ინვესტორებისათვის[718] შეთავაზება.[719] ასევე, 12 თვის განმავლობაში 5

---

[714] *Ross/ Westerfield/ Bradford:* Essentials of corollary finance, 2008, p. 463.

[715] აღნიშნულთან დაკავშირებით იხ. ნაშრომის 5.1. თავი.

[716] *Sjostrom:* Rebalancing Private Placement Regulation, 2013, p. 706.

[717] *Brealey/ Myers/ Marcus:* Fundamentals of Corporate Finance, 2001, p. 531.

[718] აკრედიტირებულ ინვესტორებს წარმოადგენენ ფიზიკური პირები 200.000 აშშ დოლარის (ან მეუღლესთან ერთად 300.000 აშშ დოლარის) ოდენობით წლიური შემოსავლით; 1 მილიონ აშშ დოლარზე მეტი ოდენობის მქონე ფიზიკური პირები;

მილიონ დოლარამდე შეთავაზება შესაძლებელია 35-მდე არააკრედიტირებული, მაგრამ საკმარისი ცოდნის მქონე ინვესტორებისათვის, ან სათანადო ინფორმაციის გამჟღავნების შემთხვევაში.[720]

შეერთებული შტატების მსგავსად, ევროკავშირის სამართალი ასევე არ იცნობს კერძო განთვასების ლეგალურ დეფინიციას. თუმცა, Directive 2003/71/EC დირექტივა მოიცავს ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსების შინაარსობრივ პირობებს,[721] რომელიც აერთიანებს თანხობრივ და რაოდენობრივ კრიტერიუმებს.[722] მათ შორის, კერძო განთავსებად განიხილება შეთავაზება მარტოოდენ კვალიფიციური ან 100 ნაკლები ინვესტორისათვის.[723] ასევე, კერძო შეთავაზებად განიხილება ისეთი ფასიანი ქაღალდების ემისია, რომელთა ინდივიდუალური ღირებულება აჭარბებს 50000 ევროს, ან ისეთი ინვესტორების მიერ ფასიანი ქაღალდების შეძენა, რომელთა ინდივიდუალური ინვესტიციის ოდენობა აღემატება 50000 ევროს.[724] ასევე, კერძო შეთავაზებას წარმოადგენს 100 000 ევრომდე საერთო ღირებულების ფასიანი ქაღალდების ემისია უწვეტი 12 თვის განმავლობაში.[725]

"ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, განხილული პრაქტიკის მსგავსად არ იძლევა ფინანსური ინსტრუმენტების კერძო განთავსების ლეგალურ დეფინიციას. თუმცა, ამავე კანონის მიხედვით ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება არის წინადადება არანაკლებ 100 პირისათვის ან პირთა წინასწარ დაუზუსტებელი რაოდენობისათვის ემიტენტის სახელით ფასიანი ქაღალდების პირდაპირი ან არაპირდაპირი მიყიდვის შესახებ.[726] საჯარო შეთავაზებად მიიჩნევა აგრეთვე არაანგარიშვალდებული საწარმოს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით იმ პირის სახელით წამოყენებული ამგვარი წინადადება, რომელიც არ არის ემიტენტი.[727] შესაბამისად,

ტრასტები 5 მილიონ აშშ დოლარზე მეტი აქტივით; იურიდიული პირი, რომლის ყველა პარტნიორი აკრედიტირებული პირია (იხ. U.S. Securities and Exchange Commission, Investor Bulletin: Accredited Investors http://bit.ly/2ktXSzX

719 Regulation D, Rule 504-505.

720 Regulation D, Rule 506.

721 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 181.

722 Article 3, Directive 2003/71/EC.

723 Article 3, Directive 2003/71/EC.

724 Article 3, Directive 2003/71/EC

725 Article 3, Directive 2003/71/EC

726 იხ. "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 3.

727 იხ. "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 3.

ნებისმიერი სხვაგვარი მეთოდით განთავსება უნდა იქნეს მიჩნეული კერძო განთავსებად და იგი თავისუფალია კანონმდებლობით საჯარო შეთავაზების მიმართ დადგენილი, ემისიის პროსპექტის თუ სხვა დამატებითი მოთხოვნებისაგან.

აღნიშნულ კონტექსტში საინტერესოა ის, რომ ქართული სამართალი აქციათა კერძო განთავსებისათვის გაცილებით მცირე სივრცეს ტოვებს, ვიდრე ეს ევროკავშირის ან შეერთებული შტატების სამართალშია. ასეთი მიდგომა გაუმართლებლად უნდა იქნეს მიჩნეული საზოგადოებებისათვის კერძო განთავსების უპირატესობათა[728] მიღების შესაძლებლობათა შემცირების გამო. შესაბამისად, რეკომენდებული "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონში ცვლილების განხორციელება და კერძო შეთავაზების კრიტერიუმთა რაოდენობრივი ზრდა.

5.2.2. კერძო განთავსების გზით დაფინანსების მიზეზები

საჯარო შეთავაზების დადებით და უარყოფით ასეპექტებზე მსჯელობისას უკვე აღინიშნა, რომ მისი ერთ-ერთი ძირითადი ნაკლოვანება, ემიტენტის თვალთახედვით, ის რეგულაციებია, რომელიც ავტომატურად გავრცელდება საზოგადოებაზე საჯაროობის სტატუსის შეძენისთანავე. კანონმდებელი ვალდებულია თანაზომიერად დაიცვას როგორც ინვესტორი, ისე ემიტენტი. შესაბამისად, საჯარო ინტერესის შემცირების პარალელურად საჭიროა შემცირდეს იმპერატიულად დადგენილ ნორმათა რაოდენობა და საინვესტიციო საჭიროების მქონე სამეწარმეო საზოგადოებას მიეცეს პერსონალური ხედვების შესაბამისად ალტერნატიულ საკანონმდებლო ჩარჩოში განვითარების შესაძლებლობა.

კერძო განთავსების გზით მსხვილი ინვესტორების პირდაპირი წესით დაინტერესების შემთხვევაში, საზოგადოებას ეძლევა შესაძლებლობა მიიღოს დამატებითი ინვესტირება პირდაპირი კომუნიკაციის გზით.[729] სიმარტივე განსაკუთრებულ მიმზიდველობას ანიჭებს ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსების მეთოდს, ვინაიდან პროცესი, საჯარო შეთავაზებისაგან განსხვავებით, ხდება

[728] აღნიშნულთან დაკავშირებით მსჯელობა იხილეთ ნაშრომის 5.2.2. თავში.

[729] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 139.

მნიშვნელოვნად მარტივი, იაფი და ინდივიდუალურ საჭიროებებზე მორგებული.[730] შესაბამისად, იმ კომპანიებისათვის, რომლებიც ფინანსური თუ სხვა ფაქტორების გათვალისწინებით ჯერ კიდევ ვერ გრძნობენ კაპიტალის ბაზარზე თამაშის მზაობას, ინვესტიციათა მოძიების ასეთი მეთოდი სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია.[731]

ინვესტიციათა მოზიდვის კერძო განთავსების მეთოდი განსაკუთრებით ხშირად იჩენს თავს კორპორაციათა განვითარების საწყის ეტაპზე. მაგალითისათვის, აქციათა კერძო შეთავაზების გზით შეძენა გავრცელებული მეთოდია ვენჩერული კომპანიებისთვის, რომლებიც მინიმალურ ინტერესს გამოხატავენ კომპანიის მართვის მიმართ და იძენენ პრივილეგირებული კლასის აქციებს. [732] ასეთი მეთოდის მიმართ ინტერესი საკმაოდ პრაგმატული მიზეზიდან გამომდინარეობს. ინვესტორული თვალსაზრისით, ჯერ კიდევ დამწყებ, კერძო კომპანიაში ინვესტირება, მართალია, გარკვეული რისკის მატარებელია, თუმცა გრძელვადიან პერსპექტივაში ასეთი ინვესტირება გულისხმობს ისეთ აქციათა შეძენას, რომლის ლიკვიდურობა და ფასი მკვეთრად გაიზრდება კაპიტალის ბაზარზე მათი მოხვედრის შემდგომ. [733]

აქციათა კერძო განთავსება ასევე გავრცელებული მეთოდია კორპორაციული მენეჯმენტის ეფექტურობის გაზრდისათვის. კერძოდ, საზოგადოებები სწორედ აქციათა კერძო განთავსების გზით გადასცემენ ოფციონებს საკუთარ დასაქმებულებს გაწეული სამსახურისათვის.[734] თუმცა, ამავე კონტექსტში, მეორადი ბაზრის არარსებობა მიღებულ ფასიან ქაღალდებს ნაკლებ მიმზიდველობას სძენს და აუცილებელს ხდის შემდგომში მათ საფონდო ბირჟაზე კოტირებას.[735]

5.2.3. კერძო განთავსების პროცედურები

კერძო განთავსების მეთოდის მიმართ საკანონმდებლო მოთხოვნათა ნაკლებობა ამ უკანასკნელის მთავარი უპირატესობა და

---

[730] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 180.

[731] იქვე.

[732] *Sjostrom:* Rebalancing Private Placement Regulation, 2013, p. 706.

[733] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 180.

[734] *Sjostrom:* Rebalancing Private Placement Regulation, 2013, p. 706.

[735] *Brealey/ Myers/ Marcus:* Fundamentals of Corporate Finance, 2001, p. 532.

ამავდროულად ნაკლია. კერძოდ, ნაშრომში მოყვანილი მსჯელობისას ხაზი გაესვა ინვესტორების სწრაფვის საკითხს დაცული გარემოსკენ.[736] პარალელურად ზედამხედველი ორგანოსა და სავალდებულო ნორმების არარსებობის გამო, რაც კერძო განთავსების უაღრესად ვიწრო ინტერესული ბუნებითაა გამოწვეული, მხარეებს უწევთ შეთანხმდნენ საინვეტიციო ტრანზაქციის ყველა დეტალზე, რაც, თავის მხრივ, წარმოშობს რისკებს ერთი მხრივ, ინვესტორისათვის, რომელიც ეყრდნობა მხოლოდ კორპორაციის მიერ მიწოდებულ ინფორმაციას და, მეორე მხრივ, ემიტენტისათვის, რომელმაც გაუგებრობების წარმოქნის შემთხვევაში შეიძლება სერიოზულად აგოს პასუხი.[737]

ზემოაღნიშნულ მიზეზთა გათვალისწინებით, მიუხედავად ნორმატიული ინსტრუმენტების მინიმალური რაოდენობისა, კერძო განთავსება ემყარება თვითრეგულირების პრინციპს. კერძოდ, კერძო შეთავაზება ხორციელდება წინასწარ მომზადებული შეთავაზების დოკუმენტით, რომელიც შეთავაზების მემორანდუმად[738] ან კერძო განთავსების მემორანდუმად[739] მოიხსენიება.[740] მემორანდუმის მიზანს ემისიის პროსპექტის არარსებობის პირობებში ინფორმაციის სწორი მენეჯმენტი წარმოადგენს შესაძლო საფთხეებისა და ტრანზაქციის საფასურის შემცირებისათვის.[741]

მემორანდუმში შეტანილი ინფორმაცია, რა თქმა უნდა, არ მოწმდება რეგულატორის მიერ, თუმცა, მართალია, შედარებით ვიწრო, მაგრამ, ფაქტობრივად, იდენტური შინაარსისაა, როგორც პროსპექტი.[742] კერძო განთავსების მემორანდუმი შეიცავს ინფორმაციას ინვესტირების, სპეციალური გარემოებებისა და პირობების შესახებ, რომელიც შექმნილია ემიტენტის მიერ. [743] თავის მხრივ, ემიტენტს აღნიშნულის გათვალისწინებით ნაკლებად უწევს თითოეულ ახალ ინვესტორთან ყოველ დეტალზე მოლაპარაკებების წარმოება, რაც ზრდის განთავსების პროცესის ეფექტურობას.[744]

---

736 აღნიშნულთან დაკავშირებით იხ. ნაშრომის I თავი.

737 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 180.

738 offering memorandum

739 Private Placement Memorandum

740 *Sjostrom:* Rebalancing Private Placement Regulation, 2013, p. 707.

741 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 181.

742 *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 54.

743 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 181.

744 იქვე.

5.2.4. დივიდენდის რეინვესტირება როგორც აქციათა კერძო განთავსების თავისებური სახე

5.2.4.1. ოპტიმალური დივიდენდის პოლიტიკის მნიშვნელობის განსაზღვრისათვის

დივიდენდის პოლიტიკა - ესაა განსაზღვრება მოგების იმ პროპორციულობისა, რომელიც პერიოდულად უნდა გადაეცეთ საზოგადოების წილობრივი ფასიანი ქაღალდების მფლობელებს.[745] დივიდენდთან დაკავშირებით საზოგადოების პოლიტიკის შესახებ, წილობრივი ფასიანი ქაღალდების მფლობელები ნაკლებად არიან ინფორმირებულნი და ხშირად საზოგადოება მათ მხოლოდ ატყობინებს, რომ მისი მიზანია გასცეს მოგების 40% - 50%[746] მაშინ, როდესაც ოპტიმალური დივიდენდის პოლიტიკას საზოგადოების წარმატების კონტექტში მნიშვნელოვანი როლი უკავია.

გადაწყვეტილება დივიდენდის გაცემისა და მისი ოდენობის შესახებ ბიზნესგადაწყვეტილებათა რიცხვს განეკუთვნება და რეკომენდებულია მასში სახელმწიფოს ჩარევის შესაძლებლობები მინიმუმადე იქნას დაყვანილი, რათა ბიზნესს თავისუფალი განვითარების შესაძლებლობები არ შეეზღუდოს.[747] თუმცა, ნაშრომის 4.2.4. ნაწილში უკვე განხილულ იქნა ის საგამონაკლისო შემთხვევები, როდესაც არა მხოლოდ რეკომენდებული, არამედ აუცილებელიცაა სახელმწიფოს ჩარევა დივიდენდის გაცემის საკითხებში. ამასთან, აღნიშნული არ წარმოადგენს იმ ერთადერთ შემთხვევას, როდესაც მოგების მენეჯმენტისას რაციონალურობის დაცვა აუცილებელია. ქვემოთ განხილულ პირობებში, აუცილებელია სახლემწიფომ ცალკეულ შემთხვევებზე სასამართლოს მეშვეობით მოახდინოს დივიდენდის პოლიტიკის სწორი მიმართულებით კორექტირება, რაც შემდგომში პრეცედენტის სახით დამკვიდრდება და იქნება საერთო კრების მიერ საზოგადების ან მის აქციონერთა ინტერესების საზიანო გადაწყვეტილების მიღების თავიდან აცილების საშუალება.

ცალკეულ შემთხვევებში უშუალოდ აქციონერთა ინტერესში შესაძლებელია იყოს საზოგადოების წინა წლის მოგების რეინვესტირება იმ ფონდების ზრდისათვის, რომლიდანაც შემდგომში საზოგადოების პროექტთა ინვესტირება მოხდება. მაგალითისათვის, თუ ინვესტირებიდან მოსალოდნელი შემოსავალი აჭარბებს საზოგადოების

---

[745] Glen: Handbook of corporate finance, 2005, p. 348.

[746] Glen: Handbook of corporate finance, 2005, p. 348.

[747] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 22.

კაპიტალის ღირებულებას, მაშინ აქციონერთა მხრიდან არარაციონალური იქნება დივიდენდის მიღება.[748] მით უმეტეს, რომ აქციონერებს ყოველთვის შეუძლიათ მიიღონ დივიდენდი საკუთარი აქციების გაყიდვის შედეგად აქციათა ღირებულების ნებისმიერი ნამატის გაფულადებით.[749] სწორედ ამ მიზნით რაციონალური აქციონერი არასოდეს იხდის იმ აქციებში მეტს, რომლისთვისაც დივიდენდის განაწილება ხდება, ვიდრე ეკვივალენტურ აქციაში, რომლისთვისაც დივიდენდი არ ნაწილდება.[750]

ამასთან, დივიდენდის მომგებიანობა აქციონერებისათვის უპირისპირდება კომპანიის ფულადი სახსრების შემცირებას, რომელიც შესაძლოა ინვესტირებულ ყოფილიყო ახალ, განსხვავებულ პროექტებში. ასე რომ, ძირითადად, ეკონომიკური სარგებელი დივიდენდისა აქციონერებისათვის ნეიტრალიზებულია კომპანიის მიერ დივიდენდის გაცემის შედეგად გაღებული ხარჯებით.[751] დივიდენდი ზრდის კომპანიის დამოკიდებულებას კაპიტალის ბაზარზე, ვინაიდან დივიდენდის გადახდადობის ზრდა ავტომატურად ზრდის კომპანიის საჭიროებათა სიხშირეს, მიიღოს დაფინანსება კაპიტალის ბაზრიდან, რაც, თავის მხრივ, მნიშვნელოვან ხარჯებთან და საფრთხეებთანაა დაკავშირებული.[752]

დივიდენდის არასწორი პოლიტიკა შესაძლოა საზიანო აღმოჩნდეს არა მხოლოდ საზოგადოების ცალკეული აქციონერის, არამედ უშუალოდ კორპორაციისათვისაც. მაგალითად, წარმატებით ფუნქციონირებადმა ბაზარმა შესაძლოა არაპირდაპირი გზით დასაჯოს მაჟორიტარი აქციონერი ცუდი დივიდენდის პოლიტიკის გამო, ვინაიდან უკმაყოფილო მინორიტარი აქციონერები დაიწყებენ აქციათა გაყიდვას, რაც პარალელურად გამოიწვევს აქციათა ფასის შემცირებას და გარკვეულ ეტაპზე დააყენებს კოალიციური შეტევების[753] ან დაპატრონების შედეგად არსებული კონტროლის დაკარგვის საფრთხის წინაშე.[754]

---

[748] *Park:* Shareholder Compensation as Dividend, 2009, p. 334.

[749] *Park:* Shareholder Compensation as Dividend, 2009, p. 333.

[750] იქვე.

[751] იქვე.

[752] *Kowalewski/ Stetsyuk/ Talavera:* Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, 2007, p. 2.

[753] ასეთ დროს ჩაგრული აქციონერები, როგორც წესი, იწყებენ კოალიციების შექმნას დომინანტი აქციონერის თვითნებობის გადასალახად, რაც შედეგად უმრავლესობაში მყოფი აქციონერის გავლენათა შესუსტებას ან კიდევ უმცირესობაში აღმოჩენას იწვევს.

[754] *Moll:* Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, 2003, p. 862.

აღნიშნულის საპირისპიროდ უნდა ითქვას, რომ რეინვესტირების უპირატესობანი მხოლოდ მონეტის ერთი მხარეა. მეორე მხრივ, დივიდენდის გაუცემლობა დაკავშირებულია აქციონერთა ინტერესების შელახვის შესაძლებლობათა ზრდასთან, მაჟორიტარი აქციონერის მიერ ასეთი ინსტრუმენტის მინორიტარი აქციონერის წინააღმდეგ გამოყენების კონტექსტში.[755] მაგალითისათვის, კონტროლირებად ჯგუფს მცირე კომპანიებში შეუძლია აიძულოს მინორიტარი აქციონერები სარგებლის მუდმივი მიუღებლობის გამო გაყიდონ საკუთარი აქციები.[756] ამასთანავე, დახურული კორპორაციების უმრავლესობაში მაჟორიტარი აქციონერისათვის დივიდენდის მიღების სხვა მექანიზმებს იყენებენ, ვიდრე ყველა ინვესტორისათვის მოგების განაწილებაა.[757] ამის ყველაზე გავრცელებული მაგალითია ხელფასზე დაფუძნებული შემოსავალი, რომელსაც მაჟორიტარი აქციონერი იღებს საზოგადოებისათვის შრომითი, მომსახურებითი ან სასამსახურო ურთიერთობების სანაცვლოდ.[758] ასეთი შემოსავლის მარტოოდენ მაჟორიტარი აქციონერის მიერ მიღება წარმოადგენს ფუქნციურ ეკვივალენტს დივიდენდის მხოლოდ უმრავლესობაში მყოფი აქციონერისათვის განაწილებაზე სხვა, მინორიტარი აქციონერების გამორიცხვით, რაც კერძო სამართლის ზოგად პრინციპებს ეწინააღმდეგება.[759]

ამასთანავე, ემპირიული კვლევები ადასტურებენ, რომ დივიდენდის პოლიტიკას პირდაპირი გავლენა აქვს საზოგადოების აქციების ღირებულებაზე.[760] ვინაიდან აქციონერები საზოგადოებაში ინვესტირებისას ხშირად მხოლოდ მოკლევადიანი ინტერესით ახორციელებენ ინვესტიციას, იმ აქციებზე ფასი, რომელზეც გაიცემა დიდი რაოდენობით დივიდენდი, გაცილებით მეტია, ვიდრე იმ საზოგადოების აქციების ფასი, რომელიც ორიენტირებულია რეინვესტირების გზით საზოგადოების ქონების ზრდაზე.[761]

აღნიშნულ ორ ინტერესს შორის ბალანსის მისაღწევად ანგლო-ამერიკული და კონტინენტური ევროპის სამართლის ქვეყნებში განსხვავებული ნორმატიული ინსტრუმენტებია გამოყენებული. ამერიკულ სისტემაში დივიდენდის განაწილების თაობაზე

---

[755] *Moll:* Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, 2003, p. 866.

[756] იქვე.

[757] *Moll:* Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, 2003, pp. 876-877.

[758] იქვე.

[759] *Moll:* Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, 2003, p. 879.

[760] *Glen*: Handbook of corporate finance, 2005, p. 348.

[761] იქვე.

გადაწყვეტილებაზე განსაკუთრებული გავლენა საზოგადოების დირექტორებს გააჩნიათ.[762] აღნიშნული თავისებურება გამომდინარეობს იქიდან, რომ ამ სისტემაში დივიდენდის განაწილება სამეწარმეო გადაწყვეტილების თავისუფლების ფარგლებში დირექტორების მისაღებ გადაწყვეტილებას განეკუთვნება.[763] მაგალითად, შტატებში დაფუძნებული კომპანიების წესდებების მიხედვით, დირექტორებს აქვთ სრული კონტროლი საზოგადოების დივიდენდის განაწილებაზე, რაც ფაქტობრივად იცავს ბალანსს კრედიტორების ინტერესსა და აქციონერების ინტერესს შორის, მიიღონ მაქსიმუმი საზოგადოების მოგებიდან.[764] მოცემულ კონტექსტში სამეწარმეო გადაწყვეტილების თავისუფლება წარმოადგენს საკორპორაციო სამართლებრივ პრინციპს, რომელიც იცავს მენეჯერს პასუხისმგებლობისაგან იქამდე, ვიდრე მის მიერ მიღებული გადაწყვეტილება ეყრდნობა გულმოდგინებასა და ერთგულებას იმ რწმენით, რომ ქმედება განხორციელებულ იქნა საზოგადოების საუკეთესო ინტერესებისდან გამომდინარე.[765] ისტორიულად სწორედ აღნიშნული პრინციპიდან გამომდინარე სასამართლოები დივიდენდის თაობაზე მიღებული გადაწყვეტილების შესახებ დავებს განიხილავენ გამარტივებული გზებით და დარღვევას ავლენენ მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ არსებობს სათანადო მტკიცებულებები თაღლითობის, ბოროტი განზრახვის ან გადაწყვეტილების ცალსახა უგუნურებისა.[766]

განსხვავებით შეერთებული შტატების სამართლისაგან ქართულ სამართალში აქციონერებს დივიდენდზე გაცილებით დიდი კონტროლი აქვთ, მისი განაწილების თაობაზე გადაწყვეტილება განეკუთვნება რა მათ კომპეტენციას.[767] თუმცა კონტროლი არ წარმოადგენს აბსოლუტურ დისკრეციას და შეზღუდულია კერძო-სამართლებრივი დებულებებით, რაც დივიდენდის სამართლიანი პოლიტიკის წარმოებას უზრუნველყოფს. ერთი მხრივ. დივიდენდის პოლიტიკის ბოროტად გამოყენება ეწინააღმდეგება საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ზოგად პრინციპებს, რომლის მიხედვითაც სამართლებრივი ურთიერთობის მონაწილენი ვალდებულნი არიან კეთილსინდისიერად განახორციელონ თავიანთი უფლებები და მოვალეობანი.[768] ამასთან, დივიდენდის პოლიტიკის ბოროტად გამოყენების გამომრიცხველ

[762] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 227.

[763] *Moll:* Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, 2003, p. 862.

[764] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 227.

[765] *Moll:* Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, 2003, p. 862.

[766] იქვე.

[767] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 222.

[768] იხ. საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი, მუხ. 8.

საკანონმდებლო ნორმას ვხვდებით "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონში, რომელიც კომპენსაციის გადახდის ვალდებულებას უდგენს იმ აქციონერს, რომელიც თავის დომინანტურ მდგომარეობას განზრახ იყენებს სააქციო საზოგადოების საზიანოდ.[769]

5.2.4.2. დივიდენდის რეინვესტირების გეგმა

გარდა საერთო კრების მიერ მოგების ავტომატური რეინვესიტრებისა, რომელიც ყველა აქციონერის მიერ, საკუთარ დივიდენდზე მთლიანად ან ნაწილობრივ უარის თქმას გულისხმობს, საერთაშორისო პრაქტიკაში ჩამოყალიბდა საზოგადოების მიერ უცხო კაპიტალის მოზიდვის გარეშე დაფინანსების კიდევ ერთი მექანიზმი, რაც დივიდენდის რეინვესტირების გეგმაში[770] ვლინდება. დივიდენდის რეინვესტირების გეგმა აქციონერს შესაძლებლობას აძლევს, მოახდინოს საკუთარ აქციებზე მთლიანად ან ნაწილობრივ გასაცემი დივიდენდის ავტომატური რეივესტირება საზოგადოებაში კაპიტალში[771], ხოლო სანაცვლოდ აქციონერებს სთავაზობს თავისივე აქციონებს, როგორ წესი, 5% ფასდაკლების ფარგლებში.[772] ასეთი მექანიზმი იძლევა შესაძლებლობას, თავიდან იქნეს აცულებული ის ტრანზაქციული ხარჯები, რაც საზოგადოების მიერ ახალი აქციების გამოშვებას, აქციონერების მიერ დივიდენდის მიღებას და მის შემდგომ საზოგადოებაში ინვესტირებას უკავშირდება.[773] აღნიშნული შინაარსობრივი თვალსაზრისით უტოლდება საზოგადოების მიერ აქციათა კერძო განთავსების გზით კაპიტალის მოზიდვას, რომლის დროსაც გარიგების მეორე, წინასწარ განსაზღვრულ მხარეს აქციონერთა გარკვეული ჯგუფი წარმოადგენს. თუმცა, ასეთი შინაარსობრივი მსგავსების მიღმა არსებობს მთელი რიგი პროცედურული განსხვავებები, რაც ამ პროცესს გარიგების ორივე მხარისათვის მეტ მიმზიდველობას სძენს.

აქციონერული პერპექტივით დივიდენდის რეინვესტირების გეგმის მთავარი უპირატესობა ასეთი აქციების დაუფლებასთან დაკავშირებული მინიმალური ხარჯებია. წინასწარ

---

[769] იხ. "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 53.

[770] Dividend reinvestment plan (DRIP)

[771] *Boehm/ DeGennaro:* A Discrete Choice Model of Dividend Reinvestment Plans: Classification and Prediction, 2011, p. 1.

[772] *Goshen:* Shareholder Dividend Options, 1995, p. 908.

[773] *Glen*: Handbook of corporate finance, 2005, p. 646.

განსაზღვრულობიდან გამომდინარე უკვე არსებობს ხელშეკრულება და რეინვესტირების გეგმა, რაც აქციონერებს რენვესტირების გეგმით გათვალისწინებულ აქციათა ნაწილის შესყიდვისას ათავისუფლებს საბროკერო ხარჯების, საკომისიოებისა თუ კაპიტალის ბაზარზე ოპერაციათა განხორციელებასთან დაკავშირებული სხვა ხარჯებისაგან.[774]

საზოგადოებისათვის დივიდენდის რეინვესტირება გეგმა იძლევა საშუალებას, გაზარდოს დივიდენდის გაცემადობის კოეფიციენტი და ამავდროულად მოახდინოს საზოგადოების დამატებითი ინვესტირება იმგვარად, რომ თავი დაიცვას გარეფინანსური ნაკადების შემოსვლისაგან.[775] აღნიშნულმა, თავის მხრივ, დადებითი გავლენა უნდა მოახდინოს საზოგადოების საინვესტიციო მიმზიდველობაზე დივიდენდის მაღალი გაცემადობისა და კაპიტლაში სესხის პროპორციულობის მინიმალურობის გამო. ემპირიული კვლევები ადასტურებენ, რომ კომპანიები, რომლებსაც აქვთ დივიდენდის რეინვესტირების გეგმა, ხასიათდებიან დივიდენდის გამცემლობის მაღალი კოეფიციენტით, აქტივებზე მაღალი მოგებადობით, თითოეულ აქციაზე მაღალი შემოსავლიანობით, აქციონერთა დივერსიფიცირებულობით, თუმცა აქციათა ნაკლები ბრუნვით.[776]

მიუხედავად ამისა, დივიდენდის რეინვესტირების გეგმას საკუთარი უარყოფითი მხარეებიც აქვს. უპირველეს ყოვლისა, აღსანიშნავია ის, რომ მთელს საზოგადოებას უწევს გაიღოს დივიდენდის რეინვესტირების გეგმის რეალიზაციისათვის საჭირო ადმინისტრაციული ხარჯები მაშინ, როდესაც მისგან სარგებელს მხოლოდ ის აქციონერები იღებენ, რომლებიც გეგმის მონაწილენი არიან.[777] სხვა მოსალოდნელი ხარჯი არის საზოგადოების პოტენციური ფინანსური გამოფიტვა გამოწვეული აქციონერთა ბაზის ზრდით, რაც უფრო შესამჩნევია მაშინ, როდესაც დივიდენდის რეინვესიტრებისას აქციათა გადაცემა საბაზრო ღირებულებაზე ფასკლებით ხორციელდება.[778]

---

[774] *Abraham:* Determinants of a Firm's Decision to Adopt a Dividend Reinvestment Plan: Australian Evidence, 2012, p. 3.

[775] *Abraham:* Determinants of a Firm's Decision to Adopt a Dividend Reinvestment Plan: Australian Evidence, 2012, pp. 2-3.

[776] *Abraham:* Determinants of a Firm's Decision to Adopt a Dividend Reinvestment Plan: Australian Evidence, 2012, p. 3.

[777] იქვე.

[778] იქვე.

5.3. ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება

5.3.1. გადაწყვეტილების მიღება საჯარო შეთავაზების თაობაზე

საჯარო შეთავაზება გულისხმობს ფასიანი ქაღალდების ანაზღაურების სანაცვლოდ გასხვისების თაობაზე ოფერტს, როდესაც ოფერენტი კანონით დადგენილი წესით ახორციელებს თავისი ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებას.[779] შეთავაზების პროცესის დაწყების პირველი ეტაპი სამეწარმეო საზოგადოების მიერ საკუთარი ფინანსური ინსტრუმენტების რეგულირებად გატანის თაობაზე გადაწყვეტილების მიღება და შიდა მოსამზადებელი სამუშაოების განხორციელებაა.[780] პირველი მათგანი უმეტესად აქციონერთა კრების უფლებამოსილებას განეკუთვნება, ხოლო პროცესის კოორდინირება უკვე დირექტორებისა და სამეთვალყურეო საბჭოს კომპეტენციაა.

გადაწყვეტილების პროცესი სასესხო და წილობრივი ფინანსური ინსტრუმენტების ემისიის თაობაზე განსხვავებულად მიმდინარეობს. ვინაიდან სასესხო კაპიტალი არ მონაწილეობს საზოგადოების კაპიტალში,[781] მისი ფინანსური ინსტრუმენტების ემისია არ გამოიწვევს საზოგადოების ნებადართული კაპიტალის ზრდას. შესაბამისად, სასესხო ფინანსური ინსტრუმენტების ემისიისაგან განსხვავებით, აქციების გამოშვება საჭიროებს აქციონერთა საერთო კრების გადაწყვეტილებას საზოგადოების ავტორიზებული კაპიტალის ზრდის თაობაზე. ამასთანავე, საზოგადოების ნებადართული კაპიტალის ზრდა შესაძლოა დროის თვალსაზრისით მნიშვნელოვანი ვადით უსწრებდეს უშუალოდ პირველადი საჯარო შეთავაზების გადაწყვეტილებას და ეფექტიანობის ზრდის მიზნით, რათა საზოგადოების მმართველ ორგანოს მიენიჭოს უფლება ნებადართული აქციების ფარგლებში დამოუკიდებლად გაზარდოს საზოგადოების კაპიტალი. მაგალითად, დელავერის შტატის კანონმდებლობით, საზოგადოების აქციონერთა საერთო კრება იღებს გადაწყვეტილებას, რომლთაც გაზრდილი საზოგადოების ავტორიზებული კაპიტალის ფარგლებში აქციათა გამოშვების თავისუფლება დირექტორებს აქვთ.[782] განსხვავებით დელავერის შტატისაგან, დირექტორები ნაკლები დისკრეციით სარგებლობენ

---

[779] *ჯიბუტი/ ყორღანაშვილი:* ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ. 78.

[780] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 290.

[781] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, pp. 145-146.

[782] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 198.

გერმანული კანონმდებლობით. კერძოდ, საერთო კრების გადაწყვეტილება კაპიტალის ზრდის თაობაზე დამატებით უნდა შეიცავდეს ინფორმაციას აქციათა რაოდენობის, მათი თავისებურებების, საემისიო ფასის შესახებ.[783] ასევე, იმ შემთხვევაში, თუ აქციონერთა საერთო კრება დირექტორებს აძლევს ავტორიზებული კაპიტალის ფარგლებში მომავალში საზოგადოების აქციების ემისიის შესაძლებლობას, იგი რეალიზებულ უნდა იქნეს გადაწყვეტილების მიღებიდან 5 წლის ვადაში.[784]

ქართული სამართალი აღნიშნულ კონტექსტში გარკვეული თავისებურებებით ხასიათდება. კერძოდ, იგი იკავებს გარკვეულ შუალედს ამერიკულ და გერმანულ მოდელს შორის. მსგავსად განხილული ქვეყნებისა, ჩვენში საზოგადოების ნებადართული კაპიტალის ზრდის გადაწყვეტილება აქციონერთა კრების კომპეტენციას განეკუთვნება.[785] თავისებურება კი ვლინდება იმაში, რომ, მსგავსად დელავერის შტატის კანონმდებლობისა, ნებადართული აქციების ფარგლებში აქციების გამოშვების და განთავსების თაობაზე გადაწყვეტილება აქციონერთა კრების მიერ განსაზღვრული ორგანოს კომპეტენციაა. ისევე, როგორც ამ უკანასკნელის უფლებამოსილებას განეკუთვნება აქციების განთავსების ვადების, მინიმალურ ფასის და სხვა დამატებითი პირობების განსაზღვრა.[786] აღნიშნული წინააღმდეგობას ქმნის "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის 59-ე მუხლის დანაწესთან, რომლის მიხედვითაც აქციონერთა კრება უფლებამოსილია განსაზღვროს განთავსების პირობები. შესაბამისად, რეკომენდებულია აღნიშნული ხარვეზის გამოსწორება და ორგანოთა შორის კომპეტენციის გამიჯვნა. აღნიშნულ კონტექსტში უმჯობესი იქნებოდა დელავერის შტატის გამოცდილების გაზიარება და განთავსების საკითხების მიკუთვნება დირექტორების კომპეტენციისთვის, რაც პროცესს მეტ ეფექტურობას შესძენდა.

5.3.2. სათანადო მზრუნველობა

შეთავაზების განაცხადის მარეგულირებელ ორგანოში წარდგენა პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესში ემიტენტის პირველი კომუნიკაციაა მესამე პირებთან. მას შემდეგ, რაც შეთავაზების განაცხადი

---

[783] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 205.

[784] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 198.

[785] "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 59.

[786] "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 59.

იქნება დამტკიცებული და ძალაში შევა, მასში ასახული არასრული ან უზუსტო ინფორმაციის შესახებ შესაძლოა ინვესტორების მიერ სარჩელი იქნეს შეტანილი.[787] შესაბამისად, აუცილებელი ხდება საზოგადოების მიერ "სათანადო მზრუნველობის"[788] გამოვლენა, რაც მოცემულ კონტექსტში, გულისხმობს საჯარო შეთავაზების გუნდის ჩართულობას, რომელიც შედგება მრჩევლების, ანდერრაითერის, ემიტენტის, აუდიტორებისა და სხვა მონაწილეების[789] და პროსპექტის სისრულის, სიზუსტისა და სანდოობის უზრუნველყოფაა საზოგადოების შესახებ ნებისმიერი ინფორმაციის მარტივად გასაგებობისთვის.[790] სათანადო მზრუნველობის პროცესში დოკუმენტაციის სათანადოობაზე, პროცესის თითოეული მონაწილე თავის წილ პასუხისმგებლობას იზიარებს.[791] მითითებული ინფორმაციის სისწორეზე პასუხისმგებელია როგორც ემიტენტი, ისე ყველა სხვა მონაწილე მხარე.[792]

მოთხოვნები, რომელიც სათანადო მზრუნველობას უკავშირდება, განსხვავებულია იმ ტრანზაქციის შესაბამისად, რომლის შემოწმებაც ხორციელდება და დამოკიდებულია შეთავაზების ტიპზე, ემიტენტზე, ინვესტორზე და იმ მოთხოვნებზე, რომელიც დადგენილია მარეგულირებლისა და კონკრეტული ბაზრის პრაქტიკის შესაბამისად.[793] მიუხედავად ამისა, სათანადო მზრუნველობა შესაძლოა დაიყოს სამი ძირითადი მიმართულებით მუშაობად, როგორიცაა კომერციული - ბიზნეს რისკები; ფინანსური - ფინანსური აუდიტი და სხვა ფინანსური ინფორმაციის სიზუსტე და სამართლებრივი - საზოგადოების დოკუმენტაციის და ბორდის გადაწყვეტილების სიზუსტე.[794]

სათანადო მზრუნველობის მოვალეობის ნორმატიულ საფუძველს, ქართულ კანონმდებლობაში "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის მე-4 მუხლი ქმნის. კერძოდ, აღნიშნული მუხლის მიხედვით, საბოლოო პროსპექტში არსებითი მოვლენის არასწორად გადმოცემისათვის ან განუცხადებლობისათვის ან შეცდომაში შემყვანი ინფორმაციის პასუხისმგებლობა შეიძლება დაეკისროს ემიტენტს,

---

787 *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 140.

788 Due Diligence (DD)

789 *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 383.

790 *Page/ Dempsey:* A guide to listing on the London Stock Exchange, 2010, p. 27.

791 *Bochner/ Avina:* The Guide to The Initial Public Offering, 2010, p. 29.

792 *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 108.

793 *Kecskes/ Halasz:* The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, 2015, p. 176.

794 *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 108.

წარმომადგენლობაზე უფლებამოსილ პირსა და სამეთვალყურეო საბჭოს თავმჯდომარეს, რომლებმაც პროსპექტს ხელი მოაწერეს სოლიდარულად; ყოველ საბროკერო კომპანიასა და ბროკერს ისევე, როგორც ყოველ აუდიტორსა თუ სხვა ექსპერტს, რომელმაც განაცხადა თანხმობა მის, როგორც ემისიის პროსპექტის ნაწილის ავტორის მის მიერ არსებითი მოვლენის არასწორად გადმოცემისათვის ან გამოტოვებისთვის.

5.3.2. შეთავაზების განაცხადი

მას შემდეგ, რაც საზოგადოება დაასრულებს სათანადო ზრუნვის განხორციელებას, ხდება მისი პირველი კომუნიკაცია მარეგულირებელ ორგანოსთან. მარეგულირებელის ჩართვა კი მრავალი ინტერესის თანმკვეთი ბაზრის სრულყოფილი ფუნქციონირების მიზნიდან გამომდინარეობს.[795] საზოგადოების კომუნიკაცია მარეგულირებელთან კი შეთავაზების განაცხადით რეალიზდება, რომლის დამტკიცების შემთხვევაშიც საზოგადოებას უკვე ეძლევა შესაძლებლობა დაიწყოს ფინანსური ინსტრუმენტების საჯარო შეთავაზება. შეთავაზების განაცხადი, ეს არის განცხადება წარდგენილი მარეგულირებელი ორგანოსთვის.[796]

შეთავაზების განაცხადის წარდგენა და მისი კონტენტის მიმართ დადგენილი მოთხოვნები, ფაქტობრივად, უნიფიცირებულია ყველა ქვეყნის კანონმდებლობით ცალკეული, მცირე თავისებურებების გათვალისწინებით. იგი შედგება ორი ნაწილისაგან - ემისიის პროსპექტი და სხვა ინფორმაცია.[797] პროსპექტი, გარდა იმისა, რომ არის სავალდებულოდ მოსამზადებელი დოკუმენტი ბაზრის სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად, თავად მენეჯმენტისთვისაც მნიშვნელოვანი იარაღია.[798] პროსპექტის შექმნის მიზანი ინვესტორისათვის შესაძლებლობის მიცემაა, გაეცნოს ემიტენტს, რათა გამოირიცხოს ამ უკანასკნელის მხრიდან გარკვეული სახის ბოროტი განზრახვა, რაც

---

[795] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 191.

[796] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 139.

[797] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 137.

[798] *Kecskes/ Halasz:* The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, 2015, p. 171.

პრაქტიკაში არცთუ იშვიათი მოვლენაა.[799] ამასთანავე, იგი წარმოადგენს აუცილებელ მარკეტინგულ იარაღს ისევე, როგორც ზუსტი პროსპექტი ამცირებს პასუხისმგებლობის შესაძლებლობას შეცდომაში შეყვანილი ინვესტორებისაგან.[800] ინფორმაცია, რომელიც მოცემულია პროსპექტში მკვეთრად ამცირებს გაუგებრობებს აქტივობასთან დაკავშირებით და, შესაბამისად, ზრდის ბიზნესის ღირებულებას.[801]

თავის მხრივ, ემისიის პროსპექტი დამტკიცებამდე გარკვეულ ეტაპებს გადის. შეთავაზების განაცხადში ასახული პროსპექტი წარმოადგენს წინასწარ პროსპექტს[802]. წინასწარი პროსპექტი ესაა დოკუმენტი, რომელიც მოიცავს ემიტენტის შესახებ დეტალურ ინფორმაციას, ასევე ინფორმაციას მის მენეჯმენტზე და უშუალოდ საჯარო შეთავაზების პროცესის წარმართვის გეგმებს.[803] აღნიშნული დოკუმენტი ჯერ კიდევ არ არის დამტკიცებული, მასში არ არის ასახული ემისიის ფასი[804] და იგი კონფიდენციალურია.[805]

საზოგადოების მიერ შეთავაზების განაცხადის და, შესაბამისად, პროსპექტის წარდგენის შემდგომ, კომპანია ვალდებულია დაელოდოს კომპეტენტური ორგანოს შესაბამის გადაწყვეტილებას. ვინაიდან, განთავსება დაიშვება მხოლოდ მათი ემისიის რეგისტრაციის შემდეგ.[806] დამტკიცებისას სახელმწიფოს შესაბამისი ორგანო ამოწმებს პროსპექტის შესაბამისობას კანონმდებლობით დადგენილ მოთხოვნებთან. მისი დამტკიცება წარმოადგენს კომპეტენტური ორგანოს დადებითი აქტს პროსპექტის შესახებ კვლევაზე.[807]

---

[799] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 191.

[800] *Kecskes/ Halasz:* The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, 2015, p. 171.

[801] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 24.

[802] The Preliminary Prospectus

[803] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 139.

[804] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 404.

[805] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 139.

[806] *ბურდული:* ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე, 2008, გვ. 191.

[807] Artice 2, Directive 2003/71/EC;

5.3.5 მოთხოვნები ემისიის პროსპექტისადმი

პროსპექტი მოიცავს ემიტენტის შესახებ დეტალურ ინფორმაციას, ასევე ინფორმაციას მის მენეჯმენტზე და უშუალოდ პირველადი საჯარო შეთავაზების პროცესის წარმართვის გეგმებს.[808] იგი, თავისი არსით წარმოადგენს საჯარო კომუნიკაციას პოტენციურ ინვესტორებთან, რომლის სისწორეც სახელმწიფოს მიერ უზრუნველყოფილია არა მხოლოდ ადმინისტრაციული, არამედ სისხლის სამართლის კანონმდებლობითაც. კერძოდ, ემისიის პროსპექტში შეტანილი განზრახი უზუსტობისათვის სისხლის სამართლებრივი პასუხისმგებლობა დაეკისროს პირს, როგორც ევროკავშირის, ისე შეერთებული შტატების[809] და ქართული კანონმდებლობითაც.[810]

ემისიის პროსპექტთან დაკავშირებული მოთხოვნები პირობითად შესაძლებელია დაიყოს ფორმალურ და მატერიალურ მოთხოვნებად. ფორმალური მოთხოვნები გულისხმობს პროსპექტის ენასა და ფორმასთან დაკავშირებულ წესებს, ხოლო მატერიალური მოთხოვნები მოიცავს უშუალოდ პროსპექტის შინაარსთან დაკავშირებულ საკითხებს.

ზოგადი პრინციპის თვალსაზრისით, თითოეულ სახელმწიფოს და საფონდო ბირჟას პროსპექტთან დაკავშირებით თავისი საკუთარი მოთხოვნები აქვს.[811] შესაბამისად, უშუალოდ სამეწარმეო საზოგადოებამ პროსპექტის შედგენისას მხედველობაში უნდა მიიღოს, ერთი მხრივ, საკანონმდებლო და, მეორე მხრივ, საფონდო ბირჟის წესები.[812] თუმცა, ამავდროულად, სამართლის აღნიშნულ სეგმენტში მოთხოვნები უაღრესად მსგავსია, ვინაიდან ევროკავშირის ქვეყნები მიერთებულნი არიან IOSCO-ს სტანდარტებს,[813] რომელიც მსგავსია შეერთებულ შტატებში SEC მიერ დადგენილი მოთხოვნებისა,[814] ხოლო უცხოელი

[808] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 139.

[809] *Rechtschaffen:* Capital markets, derivatives and the law, 2009, p. 157.

[810] სისხლის სამართლის კოდექსი, მუხ. 213.

[811] *Kecskes/ Halasz:* The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, 2015, p. 170.

[812] *Kecskes/ Halasz:* The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, 2015, p. 170.

[813] *Van Daelen:* Risk Management Solutions in Business Law: Prospectus Disclosure Requirements, 2008, p. 11.

[814] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 71.

ემიტენტები, როგორც წესი, უფლებამოსლინი არიან, ემისიის პროსპექტი შეადგინონ რეგისტრაციის ქვეყნის კანონმდებლობის შესაბამისად IOSCO-ს სტანდარტებთან შესაბამისობის პირობით.

უპირველეს ყოვლისა, პროსპექტი შედგება საქმიანობისა და საწარმოს შესახებ ინფორმაციისგან.[815] აღნიშნული ინფორმაცია, ემიტენტმა უნდა გამოიყენოს საკუთარი სიძლიერეების წარმოჩენისათვის და შეიტანოს ისეთი ინფორმაცია, როგორიცაა ძირითადი სტატისტიკა შემოსავლის შესახებ, დასაქმებულთა და მომხმარებელთა რაოდენობა, ოპერირების ქვეყნები და სხვა.[816]

ფორმალურ-სტრუქტურული თვალსაზრისით, პროსპექტის კიდევ ერთი აუცილებელი შემადგენელი მისი შემაჯამებელი ნაწილია. ინვესტორთა უმეტესობა საერთოდ არ კითხულობს პროსპექტს მისი მოცულობის გამო.[817] შესაბამისად, პროსპექტს უნდა ჰქონდეს ისეთი შემაჯამებელი ნაწილი, რომელიც მარტივად გასაგები ენით გადმოსცემს ინვესტორისათვის საინტერესო ინფორმაციას.

იმ შემთხვევაში, თუ ინვესტორი გამოტოვებს პროსპექტის შემაჯამებელ ნაწილს, საქმიანობისა და ფინანსური მიმოხილვა[818] პროსპექტის ის ნაწილია, რომელზეც ინვესტორი მოახდენს კონცენტრირებას.[819] იგი შეიცავს ინფორმაციას საზოგადოების შემოსავლების და ხარჯების განკარგვის შესახებ უკანასკნელი პერიოდების განმავლობაში და ადარებს მას საზოგადოების დღევანდელ მდგომარეობას.[820] განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა საზოგადოების ფინანსური მდგომარეობის აუდიტის ნაწილის და, უმეტესად, იურისდიქციათა მიხედვით იგი დაახლოებით 3 წელია.[821] აღნიშნულ კონტექსტში აღსანიშნავია, რომ ქართული კანონმდებლობა გაცილებით დაბალ სტანდარტს ადგენს, ითხოვს რა მარტოოდენ ბოლო 2 წლის ფინანსურ ინფორმაციას[822], რაც ნაშრომში მიმოხილულ ინვესტორთა დაცულობის დადებითი გავლენის გათვალისწინებით კაპიტალის ბაზრის განვითარებაზე, უმჯობესია შეიცვალოს და ასეთის ვადა გაიზარდოს სამ წლამდე.

---

[815] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 99

[816] იქვე.

[817] *Kecskes/ Halasz:* The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, 2015, p. 171.

[818] 'Operating and Financial Review'

[819] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, pp. 99-100.

[820] იქვე.

[821] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 101.

[822] იხ. "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 4.

ასევე, შეერთებული შტატების კანონმდებლობის მიხედვით ემისიის პროსპექტის შემაჯამებელი ნაწილის აუცილებელი შემადგენელია "საინვესტიციო მოლოდინების" სექცია, რომელიც არაამერიკულ პროსპექტებში, სხვადასხვა ნაწილში შეიძლება შეგვხვდეს.[823]

ემისიის პროსპექტის ერთ-ერთ ყველაზე სადაო ნაწილს "მოსალოდნელი მოგების"[824] ნაწილი წარმოადგენს. აღნიშნული ინფორმაციის პროსპექტში შეტანა ზოგიერთ ქვეყანაში აკრძალული, ზოგიერთში კი სავალდებულოდ მოთხოვნადია.[825] აღნიშნულ კონტექსტში შუალედური პოზიცია უკავია ევროკავშირისა და საქართველოს კანონმდებლობას. კერძოდ, ევროკავშირის შემთხვევაში ასეთის მოთხოვნის ან უარყოფის შესახებ ნორმა არ არსებობს[826] ისევე, როგორც ქართულ კანონმდებლობაში.

5.3.6 ემისიის პროსპექტის გამოქვეყნება და რეკლამა

5.3.6.1 გამოქვეყნება

ემისიის პროსპექტის დამტკიცების თანმდევი პროცესი, ასეთი დოკუმენტის საჯაროდ ხელმისაწვდომობაა. მართალია, ქართული კანონმდებლობა ითვალისწინებს პროსპექტის გამოქვეყნების სავალდებულოობას ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისათვის[827], თუმცა ამ მხრივ რეკომენდებულია მისი კონკრეტიზაცია. მაგალითისათვის, გერმანული კანონმდებლობის მიხედვით, საჯარო შეთავაზების დაწებამდე ან რეგულირებად ბაზარზე სავაჭროდ დაშვებამდე ემიტენტს აქვს 10 დღე, რათა მოახდინოს პროსპექტის ხელმისაწვდომობა ჩამოთვლილთაგან ერთ-ერთი გზით: ა) გაზეთში გამოქვეყნების გზით, რომლის გავრცელების არეალი მთლიანად ან უმეტესი ნაწილია იმ წევრი ქვეყნებისა, რომლებშიც საჯარო შეთავაზება ან რომელთა რეგულირებად ბაზარზე აქციათა შეთავაზება ხდება; ბ) დაბეჭდილი სახით, უსასყიდლოდ, იმ რეგულირებადი ბაზრის ოფისებში, რომელზეც აქციებით ვაჭრობის ნებართვა მიეცემა ემიტენტს

---

[823] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 101.

[824] profit forecasts

[825] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 107.

[826] იქვე.

[827] "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 4.

ან ემიტენტის რეგისტრაციის მისამართზე ან ფინანსური შუამავლების, მათ შორის, ანაზღაურებადი აგენტების ოფისებში; გ) ელექტრონული ფორმით ემიტენტის ვებ-გვერდზე ან ფინანსური შუამავლის, მათ შორის, ანაზღაურებადი აგენტის ვებ-გვერდზე, რომელიც ახორციელებს აქციათა განთავსებას ან გაყიდვას, ასეთის არსებობის შემთხვევაში; ან დ) ელექტრონული ფორმით იმ რეგულირებადი ბაზრის ვებ-გვერდზე, რომელზეც ხდება სავაჭროდ დაშვება.[828]

5.3.6.1. რეკლამა

ხშირად საჯარო შეთავაზებისას ვაჭრობა ხორციელდება რეკლამის საშუალებით, რომელიც განთავსებულია ნაციონალურ მედიაში და, შესაბამისად, მის ფორმას დიდი მნიშვნელობა აქვს შეთავაზების წარმატებით დასრულებისათვის.[829] თუმცა, საპირისპიროდ, მაგალითად, შეერთებული შტატების კანონმდებლობით ახალი ემისიების საჯარო რეკლამა დაუშვებელია.[830]

ევროკავშირის სამართლით ნებისმიერი ტიპის რეკლამა, რომელიც შეეხება ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებას, ან მათ მიღებას ვაჭრობისათვის რეგულირებად ბაზარზე მოქცეულია პროსპექტის დირექტივის მკაცრი რეგულაციების ქვეშ და სავალდებულოა იმ შემთხვევებში, როდესაც ემიტენტი, შემთავსებელი ან პირი, რომელიც დაშვების მოთხოვნას ახორციელებს, მოქცეულნი არიან პროსპექტის შედგენის მოთხოვნის ქვეშ.[831] რეკლამა შესაძლებელია ითვალისწინებდეს განაცხადს პროსპექტის გამოქვეყნების ან შესაძლო გამოქვეყნების თაობაზე.[832] რეკლამა უნდა იყოს მარტივად გასაგები და შეესაბამებოდეს პროსპექტის შინაარსს.[833] შესაბამისად, ევროპული ქვეყნების აბსოლუტურ უმრავლესობაში, ემიტენტს შეუძლია გამოიყენოს მედიის სახეთა ფართო სპექტრი, მეტიც, მსხვილი შეთავაზებებისას გამოიყენება სატელევიზიო მედიაც კი.[834]

---

[828] *Van Gerven:* Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, 2009, p. 95.

[829] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 116.

[830] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 121.

[831] Article 15, Directive 2003/71/EC.

[832] Article 15, Directive 2003/71/EC.

[833] Article 15, Directive 2003/71/EC.

[834] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 123.

მაგალითად, დიდი ბრიტანეთის კანონმდებლობით, ემიტენტმა რეკლამის შინაარსის დამტკიცების მოთხოვნით უნდა მიმართოს კომპეტენტურ ორგანოს და მხოლოდ ამ უკანასკნელის მიერ რეგისტრაციის წესებთან რეკლამის შეთავსებითობის თაობაზე ავტორიზაციის შემდგომ მოახდინოს მისი განთავსება მედიაში.[835] ხოლო გერმანულმა კანონმდებლობამ *პროსპექტის აქტში* პირდაპირი წესით უცვლელად მოახდინა პროსპექტის დირექტივის შესაბამისი ნორმების დანერგვა და, შესაბამისად, კანონმდებლობაში არსებული მოთხოვნები სიტყვა-სიტყვით იმეორებს დირექტივით დადგენილ წესებს.[836]

საინტერესოა, რომ "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის ემისიის პროსპექტის რეკლამის საკითხს საერთოდ არ ითვალისწინებს. მართალია, კანონის მე-2 მუხლი რეკლამას განმარტავს შემდეგი ფორმით "განცხადების გამოქვეყნება ნებისმიერი შესაძლო ფორმით, მათ შორის, უწყებების, ნიშნების, ეტიკეტების, სავიზიტო ბარათების, წერილების, კატალოგების, ფასების ნუსხათა ჩვენებით, სურათების, ფოტოების გამოფენით, კინოფილმების დემონსტრაციით, აუდიო- ან ტელეგადაცემებით, კომპიუტერული ქსელებით, სხვადასხვა ჩანაწერების გავრცელებით და ნებისმიერი სხვა მსგავსი სახით." მაგრამ, კანონის შემდგომ ნაწილებში აღნიშნული მიემართება კაპიტალის ბაზრის სუბიექტებს[837] და არა ემისიის პროსპექტს.

5.3.7. ემისიის პროსპექტის ენა

თანამედროვე ევროპული კაპიტალის ბაზრები სულ უფრო მეტად ესწრაფვიან ერთ ქვეყანაში ემიტირებული ფასიანი ქაღალდების საკუთარ ბაზარზე დაშვების გამარტივებას ფორმალური ბარიერების მოხსნის გზით. აღნიშნულის ნათელი მაგალითი ემისიის პროსპექტის ენაა. წევრ ქვეყანაში პროსპექტი აუცილებლად უნდა იქნეს შედგენილი იმ ენაზე, რომელიც მიღებულია წევრი სახელმწიფოს კომპეტენტური ორგანოს მიერ მაშინ როდესაც მასპინძელი ქვეყნის შემთხვევაში, მისაღებია პროსპექტი შედგენილ იქნეს ენაზე, რომელიც გამოიყენება საერთაშორისო ფინანსებში, რასაც, თავის მხრივ, ინგლისური ენა

[835] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 121.

[836] *Van Gerven:* Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, 2009, p. 94.

[837] იხ. "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხლები - 23, 27 და 29.

წარმოადგენს. [838] ასეთ შემთხვევაში წევრი სახელმწიფოს კომპეტენტურ ორგანს შეუძლია მოითხოვოს მხოლოდ დასკვნითი თარგმანის წარდგენა.[839] მაგალითისათვის, კვიპროსში, სადაც ორი ოფიციალური ენა არსებობს ბერძნულისა და თურქულის სახით, ინგლისური ენა მიჩნეულია სამომხმარებლო ენად საერთაშორისო ფინანსების სფეროში და ამ ენაზე წარდგენილი პროსპექტიც დასაშვებია.[840] შესაბამისად, თუ ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება ხდება უცხოურ ბაზრებზეც, ხარჯების თავიდან აცილების და შესაბამისი უფლების იურისდიქციაში არსებობის შემთხვევაში, უმჯობესია, იგი მომზადებულ იქნეს საერთაშორისო ფინანსებში გამოყენებად ენაზე.[841]

გერმანული კანონმდებლობის მიხედვით, გერმანიის ტერიტორიაზე საჯარო შთავაზებისას ან რეგულირებად ბაზარზე სავაჭროდ დაშვებისას, პროსპექტი წარდგენილ უნდა იქნეს გერმანულ ენაზე, თუ გერმანია წარმოადგენს ემიტენტის რეგისტრაციის ქვეყანას მაშინ, როდესაც, პროსპექტის შესახებ კანონი ასევე ითვალისწინებს უფლებას, ემისიის პროსპექტი გამოქვეყნდეს სხვა ენაზეც, რომელიც მიჩნეულია სამომხმარებლოდ საერთაშორისო ფინანსებში, თუ საჯარო შეთავაზება ან რეგულირებად ბაზარზე სავაჭროდ დაშვებას აქვს ადგილი ევროკავშირის სხვა წევრ ან ევროკავშირის ერთიანი ეკონომიკური ზონის წევრ სახელმწიფოში.[842] ასევე, პროსპექტის შესახებ კანონი გერმანიის ფინანსური ზედამხედველობის ფედერალურ სამსახურს განუსაზღვრავს დისკრეციას, მკაცრად განსაზღვრულ შემთხვევებში დაუშვას საერთაშორისო ფინანსების სფეროში მოხმარებად ენაზე პროსპექტის გამოქვეყნება იმ შემთხვევაშიც კი, თუ საჯარო შეთავაზება ან რეგილრებად ბაზარზე ვაჭრობის ნებართვა არ არსებობს გერმანიის ფარგლებს გარეთ.[843] ასეთი გამონაკლისი დასაშვებია, თუ არსებობს ემიტენტისა და ანდერრაითერის მნიშვნელოვანი ინტერესი ინგლისურ ენაზე შესრულებულ პროსპექტთან დაკავშირებით.[844]

ზემოაღნიშნულ მსჯელობაზე დაყრდნობით შესაძლებელია რეკომენდაციის გაკეთება ქართული კანონმდებლობისათვის. კერძოდ,

---

[838] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 202.

[839] იქვე.

[840] *Van Gerven:* Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, 2009, p. 53.

[841] *Kecskes/ Halasz:* The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, 2015, p. 170.

[842] *Van Gerven:* Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, 2009, p. 53.

[843] *Van Gerven:* Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, 2009, p. 95.

[844] იქვე.

გასათვალისწინებელია ევროკავშირში დამკვიდრებული პრაქტიკა, განსაკუთრებით, კი გერმანული მოდელი. ვინაიდან ოფიციალური თარგმანის ხელმოწერაც კი უცხოური სამეწარმეო საზოგადოების ხელმძღვანელი პირისათვის, დავის წარმოქმნის შემთხვევაში სულ მცირე საქმიანი რეპუტაციის შელახვის საფრთხის გამო, მნიშვნელოვანად შემაფერხებელია. ამასთანავე, საერთაშორისო ფინანსების სფეროში მიღებულ ენაზე ემისიის პროსპექტის შედგენა გარკვეულწილად ქართულ კომპანიებსაც შეუწყობს ხელს მოიზიდონ უცხოური ინვესტიციები. შესაბამისად, უმჯობესი იქნება ქართული კანონმდებლობის იმგვარი ცვლილება, რომელიც უცხო ქვეყანაში რეგისტრირებულ ან საქართველოში რეგისტრირებულ, თუმცა დასაბუთებული ინტერესის მქონე ემიტენტს, მისცემს შესაძლებლობას წარადგინოს საკუთარი ემისიის პროსპექტი საერთაშორის ფინანსებში სამოხმარებოდ მიღებულ ენაზე.

5.3.8. ერთი პასპორტის პრინციპი ევროკავშირში

ერთიანი კაპიტალის ბაზრის წახალისების კიდევ ერთ საინტერესო ნორმატიულ ინსტრუმენტს ევროკავშირის ფარგლებში ერთიანი პასპორტის[845] პრინციპის არსებობა წარმოადგენს. ევროკავშირის კანონმდებლობით, ყველა საჯარო შეთავაზება ავტომატურად ექცევა საჯარო შეთავაზებასთან დაკავშირებული პროსპექტის სავალდებულო მოთხოვნების ქვეშ. [846] დირექტივა 2003/71/EC, რომელიც პროსპექტის დირექტივის სახელითაცაა ცნობილი, ძირითადად, არეგულირებს ემისიის დოკუმენტთან დაკავშირებულ საკითხებს, იმ მოთხოვნათა ჰარმონიზებისათვის, რომლებიც შეეხება ემისიის პროსპექტის შექმნას, დამტკიცებასა და გავრცელებას.[847] მითითებული დირექტივა მოითხოვს ემისიის პროსპექტის გამოქვეყნებას ნებისმიერ იმ შემთხვევაში, როდესაც აქციები შეთავაზებულია საჯაროდ.[848] ამასთანავე, 2003/71/EC დირექტივას გააჩნია მრავალი სარგებელი, რადგან ის ამარტივებს, აიაფებს კომპანიებისათვის კაპიტალის ზრდას ევროკავშირის ტერიტორიაზე, "ემიტენტის ერთი პასპორტი" პრინციპის გათვალისწინებით, ვინაიდან დირექტივა მოითხოვს პროსპექტის დამტკიცებას რომელიმე წევრი მარეგულირებელი ორგანოსაგან,

[845] Single Passport

[846] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 199.

[847] Article 1, Directive 2003/71/EC.

[848] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 199.

ნაცვლად მარეგულირებელი ორგანოებისა.[849] აქედან გამომდინარე, დამტკიცებულ პროსპექტს მოქმედების ძალა აქვს სრულიად ევროკავშირის ფარგლებში, რაც ნიშნავს იმას, რომ პროსპექტი დამტკიცებული ერთი წევრი სახელმწიფოს მიერ ვალიდურია ნებისმერ სხვა წევრ სახელმწიფოში ცალკეული პირობების დაცვით, რაზეც უფრო დეტალური განხილვა ქვემოთ იქნება მოცემული.[850]

სამწუხაროდ, საქართველო-ევროკავშირის ასოცირების შეთანხმებით ქართულ მხარეს 2003/71/EC დირექტივით დადგენილი რეგულაციების საკუთარ კანონმდებლობაში დანერგვის ვალდებულება არ აუღია, რაც ევროკავშირის ერთიანი სისტემის მიღმა ტოვებს ქართულ საზოგადოებებს. მიუხედავად ამისა, საინტერესო და მისასალმებელია, რომ ერთიანი პასპორტის პრინციპის კონცეპტუალურ ანალოგს ქართული კანონმდებლობა მაინც ითვალისწინებს. კერძოდ, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის მიხედვით, თუ რომელიმე ემიტენტის ფასიანი ქაღალდები განთავსებულია უცხო ქვეყნის აღიარებულ საფონდო ბირჟათაგან ერთ-ერთზე მაინც, ასეთ ემიტენტს შეუძლია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ემისია განახორციელოს საფონდო ბირჟის მიერ დადგენილი წესების შესაბამისად დამატებითი რეგულირების გარეშე.[851] ასეთ შემთხვევაში ემიტენტი ვალდებულია საქართველოს ეროვნულ ბანკს გაუგზავნოს შეტყობინება ფასიანი ქაღალდების ემისიის შესახებ, ხოლო საქართველოს ეროვნული ბანკი საჭიროების შემთხვევაში ფასიან ქაღალდებს მიანიჭებს ეროვნულ საიდენტიფიკაციო ნომერს.[852]

შუალედური დასკვნა

სადისერტაციო ნაშრომის წინამდებარე თავი დაეთმო ფასიანი ქაღალდების ემისიის საკითხების განხილვას, სადაც პირველ ნაწილში გაანალიზებულ იქნა სასესხო და წილობრივი ფასიანი ქაღალდების ემისიასთან დაკავშირებული ეკონომიკურ-სამართლებრივი რისკები ისევე, როგორც შესაძლო უპირატესობები. კერძოდ, პრინციპების დონეზე წარმოდგენილ იქნა სხვადასხვა წყაროდან კაპიტალის ზრდის აქტუალური საკითხები, როგორც უშუალოდ კორპორაციული, ისე

[849] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 200.

[850] იქვე.

[851] "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 4.

[852] "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი, მუხ. 4.

მასთან დაკავშირებული პირების - მისი დასაქმებულების, აქციონერების, მენეჯერებისა თუ სხვა დაინტერესებული მხარეების თვალსაზრისიდან. ერთიანობაში, შეიძლება ითქვას, რომ ასეთი თვალთახედვიდან, როგორც სასესხო, ისე სააქციო კაპიტალით დაფინანსებას ახლავს რიგი დადებითი და უარყოფითი ფაქტორები. შესაბამისად, აუცილებელია გადაწყვეტილება კონკრეტული წყაროსა და მეთოდის თაობაზე მიღებულ იქნეს საზოგადოებისა და დაინტერესებული მხარეების ინდივიდუალური საჭიროებების გათვალისწინებით.

მეორე ნაწილის ფარგლებში მსჯელობა შეეხო ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსების მეთოდით დაფინანსების საკითხს. განხორციელებულმა ანალიზმა აჩვენა, რომ კერძო განთავსების უპირატესობას განაპირობებს მისი სიმარტივე, რაც გავლენას პროცესის ღირებულებით მაჩვენებელზეც ახდენს. ამასთან, კვლევამ აჩვენა, რომ, მიუხედავად კერძო განთავსების პროცედურულ საკითხებში ნორმატიული ინტერვენციის დაბალი ხარისხისა, სეგმენტი თვითრეგულირების გზით მნიშნველოვან მსგავსებას ავლენს საჯარო შეთავაზების პროცედურებთან. ასევე, კერძო კვლევით განთავსების საინტერესო ფორმა იქნა იდენტიფიცირებული დივიდენდის რეინვესტირების გეგმის სახით, რომელიც პარალელურად უზრუნველყოფს დივიდენდის გაცემასა და კაპიტალის გაზრდას მათი ავტომატური რეინვესტირების გზით.

კვლევის ფარგლებში განსაკუთრებული ყურადღება დაეთმო საჯარო შეთავაზებასთან დაკავშირებული პროცედურული საკითხების შესწავლას. უპირველეს ყოვლისა, გაანალიზებულ იქნა საჯარო შეთავაზების თაობაზე გადაწყვეტილების მიღების პროცედურა, სადაც აღმოჩნდა, რომ სასესხო და სააქციო კაპიტალის ზრდა განსხვავებული მეთოდით მიმდინარეობს. ამასთანავე, იდენტიფიცირებულ იქნა ქართული კანონმდებლობის ნაკლოვანება "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის 59-ე მუხლის ჭრილში, რომელიც არ იძლევა ორგანოთა შორის კომპეტენციის მკაფიო გამიჯვნის შესაძლებლობას და რეკომენდებული იქნა შესაბამისი ცვლილებების განხორციელება.

კვლევის მომდევნო ნაწილი დაეთმო ემისიის პროსპექტის მომზადების და წარდგენის საკითხებს. აღნიშნულ ჭრილში განსაკუთრებით საინტერესო აღმოჩნდა სათანადო მზრუნველობის გამოვლენის საკითხი, რომელიც დაიყო სამ ძირითად მიმართულებად - კომერციული - ბიზნეს რისკები, ფინანსური - ფინანსური აუდიტი და სხვა ფინანსური ინფორმაციის სიზუსტე და სამართლებრივი - საზოგადოების დოკუმენტაციის და ბორდის გადაწყვეტილების

სიზუსტე.[853] ამასთანავე, აღინიშნა, რომ სამართლის აღნიშნულ სეგმენტში, მოთხოვნები უაღრესად მსგავსია, ვინაიდან ევროკავშირის ქვეყნები მიერთებულნი არიან IOSCO-ს სტანდარტებს, რომელიც, თავის მხრივ, ძალიან ჰგავს შეერთებული შტატების კანონმდებლობას.[854] ქართული კანონმდებლობის ანალიზისას კი გამოვლენილ იქნა ცალკეული ნაკლოვანებები. კერძოდ, კვლევამ აჩვენა, რომ "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონით, საუკეთესო პრაქტიკისაგან განსხვავებით, მოთხოვნილია ბოლო ორი წლის ფინანსური ინფორმაციის გამჟღავნება. შესაბამისად, რეკომენდებულია სტანდარტის ამაღლება და ასეთი ვადის სამ წლამდე გაზრდა. ასევე, პრობლემური აღმოჩნდა პროსპექტის გამოქვეყნებისა და რეკლამის საკითხები, რასთან დაკავშირებითაც ასევე იქნა წარმოდგენილი გარკვეული რეკომენდაციები.

ცალკე უნდა იქნას გამოყოფილი, ემისიის პროსპექტის ინგლისურ ენაზე წარდგენის აქტუალობის საკითხი. კვლევამ აჩვენა, რომ ევროპული სახელმწიფოები ბაზრის გლობალიზაციის პირობებში ითვალისწინებენ ასეთ შესაძლებლობას, რაც ქართველი კანონმდებლისთვის სამაგალითო უნდა იყოს. განსაკუთრებით ევროკავშირში დამკვიდრებული ერთიანი პასპორტის პრინციპის ჭრილში, რომლის ფართო შინაარსობრივ ანალოგს ქართული კანონმდებლობა უკვე იცნობს.

VI. კაპიტალის ბაზარზე, ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის თავისებურებები

6.1. ინსაიდერული გარიგებების აკრძალვა

აქციებში ინვესტირება სარისკო საქმიანობათა კატეგორიას განეკუთვნება, მისი ღირებულება სენსიტიურია გარე ფაქტორებზე, თუმცა, სწორედ ეს განაპირობებს ამგვარი ინვესტიციის მიმზიდველობასაც.[855] ასეთ ინფორმაციას განეკუთვნება საწარმოსთან დაკავშირებული ცნობები, რომელიც მოხდა ან მოხდება, მათ შორის,

[853] *Geddes:* IPOs and Equity Offerings, 2003, p. 108.

[854] *Van Daelen:* Risk Management Solutions in Business Law: Prospectus Disclosure Requirements, 2008, p. 11.

[855] *Griffin:* Company law: Fundamental principles, 2006, pp. 194-195.

ჭორი, თუ ის კონკრეტულ ფაქტებს შეიცავს.[856] უფრო კონკრეტულად, გამარჯვებას ან მარცხს მსხვილ კონტრაქტთან დაკავშირებით, ან მოსალოდნელი სავაჭრო რეზულტატის შესახებ დადებით თუ უარყოფით პროგნოზს მყისიერი გავლენა აქვს კომპანიის აქციათა ფასზე, შესაბამისად, ინვესტორთა ქონებაზე.[857] კომპანიის ფასზე გავლენა შესაძლებელია ჰქონდეს ასევე, საზოგადოების კონტროლის ფარგლებს მიღმა მოვლენასაც. მაგალითად, ფულადი ერთეულის კურსს, ომს, ბუნებრივ კატაკლიზმებს, რეცესიებს, ხელისუფლებათა ცვლას, რამაც შესაძლოა კომპანიის აქციების სწრაფი ზრდა ან სულაც ვარდნა გამოიწვიოს.[858] შესაბამისად, ცოდნა წარმოადგენს იმ რესურსს, რომელიც ინვესტორისათვის განაპირობებს სწორი გადაწყვეტილების მიღებასა და, შესაბამისად, გავლენას ახდენს მის ფინანსურ მდგომარეობაზე.[859] შესაბამისად, ინსაიდერული გარიგებისას გამოუქვეყნებელი შიდა ინფორმაცია, რომელიც საზოგადოების აქციებსა თუ სხვა სახის ფასიან ქაღალდებს შეეხება, უსამართლო უპირატესობას ანიჭებს გარიგების მხარეს. [860] არათანაბარმა მდგომარეობა კი ამცირებს ბაზრის სანდოობას.[861]

ძირეულ პრობლემას აღნიშნულ აკრძალვაში სწორედ იმ ზღვრის დაწესება წარმოადგენს, რომელიც ერთმანეთისაგან მიჯნავს იმ ინფორმაციას, რომელიც შეიძლება ან არ შეიძლება ჩაითვალოს ინსაიდერულად.[862] ინსაიდერული ვაჭრობა უმეტესად უკავშირდება საფონდო ბირჟაზე ტრანზაქციებს.[863] თავის მხრივ, საფონდო ბირჟაზე გარიგებები ხშირ შემთხვევაში ემყარება იმედებს, რომელიც, თავის მხრივ, დაფუძნებულია უნარებსა და მძიმე სამუშაოზე, რომელსაც პროფესიონალები სხვებზე უკეთ იძენენ აქციების ფასის შესახებ და ისინი, როგორც წესი, წინასწარ არ ასაჯაროებენ ამ ინფორმაციას.[864] თანაბარი შანსების დაწესებისათვის კომპანიის ინსაიდერებს ისევე, როგორც აუთსაიდერებს ეკრძალებათ ინსაიდერული გარიგების დადება.[865]

---

[856] *რობაქიძე:* ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენებით დადებული გარიგებები და კერძო სამართლებრივი შედეგები, 2011, გვ. 213-214.

[857] *Griffin:* Company law: Fundamental principles, 2006, p. 194.

[858] იქვე.

[859] *Griffin:* Company law: Fundamental principles, 2006, pp. 194-195.

[860] *Griffin:* Company law: Fundamental principles, 2006, p. 193.

[861] *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 6.

[862] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 210.

[863] *Griffin:* Company law: Fundamental principles, 2006, p. 193.

[864] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 454.

[865] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 210.

ინსაიდერული ვაჭრობის ძირითად კომპონენტებს, ინსაიდერი, არასაჯარო ინფორმაცია და ამ ინფორმაციით ვაჭრობა წარმოადგენს.[866] ამავდროულად, აუცილებელია მათ შორის ურთიერთკავშირის არსებობა.[867] თუმცა, ინსაიდერული გარიგებების აღნიშნული კომპონენტები არ წარმოადგენენ აბსოლუტურ კატეგორიას და შესაძლებელია გარიგება დაკვალიფიცირდეს ინსაიდერულად, რომელიმე კომპონენტის არარსებობის შემთხვევაშიც.[868] მაგალითისათვის. გარიგებაში, ფორმალურად შესაძლებელია არც კი მონაწილეობდეს ინსაიდერი, თუმცა ფარული გარიგების შემთხვევაში, შესაძლებელია სწორედ მის მიერ მიწოდებული შიდა ინფორმაცია გამოიყენოს მასთან სამართლებრივი კავშირის არმქონე პირმა.[869] შესაბამისად, მოცემულ ჭრილში ერთანეთისაგან შეიძლება გაიმიჯნოს პირველადი და მეორადი ინსაიდერები, სადაც ეს უკანასკნელი არის პირი, რომელიც მოიპოვებს ინფორმაციას პირველადი ინსაიდერისაგან, ხოლო პირველად ინსაიდერს წარმოადგენს პირი, რომელსაც ინსაიდერულ ინფორმაციაზე უშუალოდ მიუწვდება ხელი და ფლობს მას.[870]

ამგვარად, ინსაიდერულ ინფრომაციას განეკუთვნება ღირებულების მქონე, ემიტენტის ან მისი ფინანსური ინსტრუმენტების შესახებ არსებული ფას-სენსიტიური ინფრომაცია, რომელიც არ არის საჯარო მესამე პირებისათვის.[871] გარიგება კი წარმოადგენს ამგვარი ფას-სენსიტიური ინფორმაციის გამოყენებას[872] პირდაპირი ან არაპირდაპირი ინსაიდერის მიერ.[873]

მეორე მხრივ, საზოგადოების ხელმძღვანელ პირებს, მათი ფიდუციური ვალდებულებებიდან გამომდინარე ისედაც გააჩნიათ კონფიდენციალურობის ვალდებულება და ეკრძალებათ საკუთარი პოზიციის პირადი სარგებლისათვის გამოყენება.[874] ამასთან, ინსაიდერული გარიგების, როგორც დანაშაულის არსებობაზე კითხვის

---

[866] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 454.

[867] იქვე.

[868] იქვე.

[869] იქვე.

[870] *რობაქიძე:* ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენებით დადებული გარიგებები და კერძო სამართლებრივი შედეგები, 2011, გვ. 213-214.

[871] *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 6.

[872] *Chisholm:* An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p. 391.

[873] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 454.

[874] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 455.

ნიშანს აჩენს გაბატონებული მოსაზრება იმის თაობაზე, რომ აქციები, რომელიც გაყიდულია ინსაიდერის მიერ აქციათა ფასის დრამატულ ცვლამდე, იყიდება იმ ფასად, რადაც იმ იმომენტში იყიდება სხვა ინვესტორთა აქციები.[875] ასევე, იგივე აქციები შემძენის მიერ ასევე შესაძლოა გადაეყიდოს მესამე პირს ამავე ფასად, რაც ერთიანობაში ზოგიერთ ეკონომისტსა თუ იურისტში ბადებს კითხვებს ინსაიდერულ გარიგებებში დანაშაულის ნიშნების არარსებობის შესახებ.[876]

გარდა ინსაიდერული გარიგებებით პირდაპირი ზიანის არარსებობის ფაქტზე დავისა, მისი აკრძალვის მოწინააღმდეგეებს, ასევე გააჩნიათ რამდენიმე სხვა არგუმენტი. მათ შორის, ერთ-ერთის მიხედვით, ინსაიდერებისათვის საკუთარი ინფორმირებულობის გამოყენება სასარგებლოა კაპიტალის ბაზრისათვის.[877] კერძოდ, მიიჩნევა, რომ ინსაიდერების მიერ საკუთარ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე გარიგებების დადება ბაზარს უმჟღავნებს საზოგადოების შესახებ საიდუმლო ინფორმაციას და მონაწილეებს უბიძგებს ყურადღებიანობისკენ ბაზრის სიგნალების მიმართ, რაც ბაზარს მუდმივად მობილიზებულს ხდის.[878] ამავე ჭრილში ხაზი ესმევა ინსაიდერული გარიგებების პრვენცირებისათვის ინფორმაციის გამჟღავნების და აკრძალვის შესაძლებლობას სახელშეკრულებო თავისუფლების ფარგლებში დატოვების საკმარისობას.[879]

თუმცა, ამგვარი არგუმენტები მაინც სუსტად უნდა შეფასდეს. უპირველეს ყოლისა, საზოგადოებისათვის მატერიული ზიანის მიუყენებლობის არგუმენტის საპირიპიროდ შესაძლებელია ორი გარემოების გამოკვეთა. ერთი მხრივ, ინსაიდერული გარიგება საჭიროებს დამოუკიდებელ რეგულირებას, სწორედ მისი დაწესების საწინააღმდეგო არგუმენტის გამო. კერძოდ, სწორედ იმიტომ, რომ ინსაიდერული გარიგების დადებისას საზოგადოებას არ ადგება პირდაპირი ზიანი[880], სახეზე არ გვაქვს ხელმძღვანელ პირთა მიერ

---

[875] *Griffin:* Company law: Fundamental principles, 2006, p. 195.

[876] *Griffin:* Company law: Fundamental principles, 2006, p. 195.

[877] *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 6.

[878] იქვე.

[879] იქვე.

[880] თავის მხრივ, ზიანის არარსებობა საკმაოდ პირობით შეხედულებად უნდა იქნეს მიჩნეული. სამეცნიერო წრეებში, მარეგულრებლებსა და მოსამართლებში გავრცელებულია მოსაზრება, რომლის მიხედვითაც, ინსაიდერული გარიგება აზიანებს კომპანიის რეპუტაციას და ბაზრის ერთიანობას, რის გამოც იგი შესაძლოა ფიდუციური ვალდებულების დარღვევადაც კი იქნეს მიჩნეული. (იხ. *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 455.)

ფიდუციური ვალდებულების დარღვევა.[881] ამასთან, კიდევ ერთი არგუმენტის მიხედვით, ინსაიდერული გარიგებების ცალკე რეგულირება აუცილებელია იმის გათვალისწინებით, რომ დერივატიული სარჩელი, თუ საზოგადოებისა აქციონერთა მიერ თავის დაცვის სხვა ეკვივალენტური მექანიზმები ზედმეტად გადაჭარბებულია შიდა ინფორმაციის გამოყენებაზე დავისათვის.[882]

საზოგადოების მენეჯმენტისათვის საკუთარი ცოდნის გამოყენების, როგორც ბაზრის წახალისების, ახალი ინიციატივების ინსპირირებისა და საჯაროობის არგუმენტის საპირისპიროდ კი შეიძლება ითქვას, რომ, უპირველეს ყოვლისა, უშუალოდ გარიგებები საჯაროობას ვერ გამოიწვევს, ვინაიდან ინსაიდერმა შესაძლოა ივაჭროს ფინანსური ინსტრუმენტების იმ ოდენობით ან არაპიდაპირი გზით იმგვარად, რომ ყურადღება არ მიიქციოს. მისი გამჟღავნების შემდგომ კი, რაც შეეხება საჯაროობის არგუმენტს, მართალია იგი უნდა იქნეს გაზიარებული, როგორც საკმარისი, თუმცა პირდაპირი აკრძალვა და მისი დასჯადობა უფრო მკაცრ სიგნალს იძლევა ბაზრისათვის, რაც მის გამართულ ფუნქციონირებას უწყობს ხელს. მარტოოდენ ინფორმაციის გამჟღავნების ნორმები ვერ იქნება საკმარისი, ერთი მხრივ, ყოველგვარი ფას-სენსიტიური ინფორმაციის საჯაროდ ხელმისაწვდომობის დაწესებით გამოწვეული ხარჯების და, მეორე მხრივ, აუკრძალაობით მიღწეული სიკეთის ნაკლები ღირებულობადობით.

ინსაიდერული ინფორმაციის აკრძალვა თავდაპირველად შეერთებულ შტატებში მოხდა, სადაც დოქტრინალურ საფუძველს 30-იან წლებში ინსაიდერული ვაჭრობის პრევენცირება მოჰყვა.[883] დღეისათვის ინსაიდერული გარიგების აკრძალვას საფუძვლად აშშ-ს 1934 წლის *Securities Exchange Act* უდევს, რომელიც მოიცავს ანტი-თაღლითურ ნორმებს, რომელსაც შემოაქვს ინსაიდერული ვაჭრობა და თაღლითობის სახედ განიხილავს.[884] აღნიშნული ნორმატიული აქტის მიხედვით, ინსაიდერული ინფორმაციის გამომყენებელ პირებს შესაძლოა წარმოადგენდნენ საზოგადოება, მისი აქციონერები და ის პირები, რომლებსაც საზოგადოების მიმართ ერთგულების მოვალეობა გააჩნიათ.[885] თავის მხრივ, ამ პირებს, გარდა საზოგადეობის დირექტორებისა და ოფიცრებისა, ასევე წარმოადგენენ Dirks v. SEC გადაწყვეტილებაში პირდაპირ მითითებული პირებიც, კერძოდ -

---

[881] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 455.

[882] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, pp. 455-456.

[883] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 456.

[884] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 210.

[885] Exchange Act 1934, Article 10b-5.

ადვოკატები, ბუღალტრები და ანდერრაითერები. [886]

აშშ-ს შემდგომ, 40-იან წლებში ინსაიდერული გარიგებების აკრძალვა ბრიტანულ სამართალშიც მოხდა, ხოლო 1989 წელს კი ევროკავშირის შესაბამისი დირექტივის შედეგად ინსაიდერული ვაჭრობის აკრძალვა ევროკავშირის ფარგლებშიც დაიწყო.[887] დირექტივის 2014/57/EU მიხედვით, ინსაიდერულ გარიგებას ადგილი აქვს მაშინ, როდესაც პირი ფლობს ინსაიდერულ ინფორმაციას და თავისი ან მესამე პირების სასარგებლოდ იყენებს მას იმ ფინანსური ინსტრუმენტებთან დაკავშირებულ ტრანზაქციებში, რომლებსაც ეს ინფორმაცია შეეხება.[888] ევროკავშირის შესაბამისი დირექტივა, კი ნორმატიულ დონეზე ერთმანეთისაგან განასხვავებს პირველად ინსაიდერებს, რომლებიც არიან საზოგადოების დირექტორები, იურისტები და სხვა პირები, რომლებიც საკუთარი დანაშაულით ფლობენ ინსაიდერულ ინფორმაციას.[889] გარდა ასეთი პირებისა, მეორად ინსაიდერებად განიხილებიან ის პირები, რომლებიც ფლობენ ინფორმაციას და იციან მისი ინსაიდერულობის შესახებ.[890]

იმის გამო, რომ ორივე, გერმანიაც და დიდი ბრიტანეთიც, ინსაიდერულ გარიგებებთან დაკავშირებით ევროკავშირის შესაბამისი დირექტივის ზეგავლენის ქვეშ იმყოფებიან, უმეტესწილად, საკითხის მოწესრიგების მიმართ იდენტურ მიდგომებს იჩენენ.[891] იმ თავისებურებით, რომ გერმანია, შეერთებული შტატების მსგავსად და დიდი ბრიტანეთისაგან განსხვავებით, ინსაიდერებად იურიდიულ პირებსაც განიხილავს და ასეთი გარიგების დადების შესაძლებელობად განიხილავს როგორც რეგულირებად ბაზარზე, ისე მის გარეთ.[892]

საქართველოში ინსაიდერული გარიგებების აკრძალვის საფუძველს "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონი და სისხლის სამართლის კოდექსი წარმოადგენს. კანონის "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის" შესახებ საქართველოს კანონის 45-ე მუხლი შინაარსობრივად გაცილებით ფართოა, ვიდრე თუნდაც ევროკავშირის შესაბამისი დირექტივის მე-3 მუხლში მოცემული განმარტება ინსაიდერული ინფორმაციის თაობაზე. კერძოდ, დირექტივის მე-3 მუხლისაგან განსხვავებით, აქცენტი კეთდება, არა ფას-სენსიტიურ,

---

886 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 458.

887 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 456.

888 Directive 2014/57/EU, Article 3.

889 *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 6.

890 იქვე.

891 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 461.

892 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 460.

არამედ ნებისმიერ ინფორმაციაზე, რომელიც საზოგადოების ინსაიდერს გააჩნია. ამასთან, გერმანულ-ამერიკული მოდელის მსგავსად, ინსაიდერული ინფორმაციის გამოყენება არ არის შემოფარგლული მხოლოდ რეგულირებადი ბაზრით და ინსაიდერთა წრეს იურიდიული პირებიც განეკუთვნება. ამასთან, სისხლის სამართლის კოდექსით ინსაიდერული ინფორმაციის გამოყენება სისხლისსამართლებრივ დანაშაულთა კატეგორიას განეკუთვნება.[893]

აღნიშნულის გათვალისწინებით, შეიძლება ითქვას, რომ ინსაიდერული გარიგებები, მიუხედავად ზოგიერთი საპირისპირო მოსაზრებისა, წარმოადგენს ბაზრის სტაბილურობის შენარჩუნებისათვის აუცილებელ მექანიზმს. მართალია, არსებობს იგივე მიზნის ალტერნატიული საშუალებებიც, თუმცა მათ ეფექტიანობასთან დაკავშირებით ჩნდება საფუძვლიანი კითხვები. შესაბამისად, ინსაიდერული გარიგებების აკრძალვა დადებით მოვლენად უნდა შეფასდეს.

6.2. ბაზრისმანიპულირება

ბაზრის მანიპულირების განმარტება დავის საგანს წარმოადგენს და სამეცნიერო წრეებში იგი ერთობლივი განმარტების საგნად კვლავ ვერ იქცა.[894] ზოგადი თვალსაზრისით მანიპულაციის ასეთ ფორმა შესაძლებელია წარმოდგენილ იქნეს, როგორც პროცესი, რომლის დროსაც ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მანიპულირებულია პირის მიერ, ბაზრისათვის ცრუ ან შეცდომაში შემყვანი შეტყობინებების მიცემას - მიწოდების, მოთხოვნის ან ფინანსური ინსტრუმენტების შესახებ,[895] რომელიც მიზნად ისახავს წარმოაჩინოს ფასიანი ქაღალდები უფრო დიდი ან ნაკლები ღირებულების მქონედ.[896]

ბაზრის მანიპულირებას ადგილი შესაძლებელია ჰქონდეს როგორც საჯარო, ისე კერძო ტრანზაქციებში, ან არაფონდო ბაზარზე, თუ მისი ფინანსური ინსტრუმენტები დაშვებულია რეგისტრირებულ ბაზარზე.[897] მარეგულირებლისათვის ბაზრის მანიპულირების აკრძალვის

[893] სისხლის სამართლის კოდექსი, მუხ. 202.

[894] *Nelemans:* Redefining Trade-Based Market Manipulation, 2008, pp. 8-9.

[895] Article 1, Directive 2003/6/EC.

[896] *Nelemans:* Redefining Trade-Based Market Manipulation, 2008, p. 9.

[897] *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 22.

აქტუალობა გამოწვეულია ბაზრის ეფექტურ ფუნქციონირებასთან მისი შეუსაბამობით.[898] კერძოდ, ბაზრის მანიპულირება ამცირებს ინვესტორების ნდობის მაჩვენებელს და, შესაბამისად, ბაზარზე ხელმისაწვდომი ფულადი სახსრების რაოდენობას.[899] ბაზრის მანიპულირების წესები კი ამცირებს როგორც ინვესტორთა რისკებს, ისე მათ ტრანზაქციული ხარჯებს.[900]

ბაზრის მანიპულირება რამდენიმე ძირითადი მეთოდით ხორციელდება. მაგალითად, ბოროტი განზრახვა, რომელიც მიზნად ისახავს ბაზრის შეცდომაში შეყვანას.[901] ასევე, კონფლიქტის გამომწვევი ან ცრუ ტრანზაქციები.[902] კერძოდ, ხშირია ხელოვნურად აქციების დიდი რაოდენობით შესყიდვა, ფასზე ზემოქმედების მიზნით.[903] ბაზრის მანიპულირება ხდება ცრუ ან შეცდომაში შემყვანი ინფორმაციის მედიის საშუალებით გავრცელების გზითაც.[904] ასეთის ყველაზე ცნობილი მაგალითია *Enron* შემთხვევა, როდესაც სახეზე იყო საბუღალტრო და საშემოსავლო ინფორმაციაზე გავლენის მოხდენა, რომელიც მიზნად ისახავდა ინტერნეტის საშუალებით ცრუ ინფორმაციისა და ხმების გავრცელებას.[905]

ევროკავშირის კანონმდებლობაში ბაზრის მანიპულირების აკრძალვის ნორმატიული საფუძველი 2003/6/EC დირექტივაა, რომლითაც წევრი სახელმწიფოები ვალდებულინი არიან უზრუნველყონ ბაზრის ოპერატორების მიერ სტრუქტურული ნორმების მიღება, რომელიც მიზნად ისახავს ბაზრის მანიპულირების შემთხვევების პრევენცირებასა და გამოვლენას[906] და ითხოვს, რომ ნებისმიერმა პირმა, რომელსაც პროფესიული კავშირი აქვს ფინანსური ინსტრუმენტების ტრანზაქციებთან და გონივრულად ვარაუდობს, რომ ადგილი აქვს ინსაიდერული ინფორმაციის ან ბაზრის მანიპულირების შემთხვევას ტრანზაქციაში, დაუყოვნებლივ შეატყობინოს შესაბამისი ინფორმაცია კომპეტენტური ორგანოს შესაბამისი ინფორმაცია.[907]

---

[898] Rajesh/ Wu: Stock Market Manipulation - Theory and Evidence, 2004, p. 1.

[899] *Pardy:* Institutional reform in emerging securities markets, 1992, p. 9.

[900] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 211.

[901] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 212.

[902] იქვე.

[903] Rajesh/ Wu: Stock Market Manipulation - Theory and Evidence, 2004, p. 1.

[904] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 212.

[905] Rajesh/ Wu: Stock Market Manipulation - Theory and Evidence, 2004, p. 1.

[906] Article 6, Directive 2003/6/EC.

[907] Article 6, Directive 2003/6/EC.

შეერთებული შტატების კანონმდებლობაში კი Securities Exchange Act წარმოადგენს ბაზრის მანიპულირების აკრძალვის ბერკეტს.[908] კერძოდ, აღნიშნული ნორმატიული აქტით აკრძალულია ფასიანი ქაღალდების შეძენა ან გაყიდვასთან დაკავშირებით ნებისმიერი მანიპულაციური გეგმის გამოყენება.[909] ასეთი განმარტება პრობლემურია მისი მასშტაბის გათვალისწინებით იმდენად, რამდენადაც ინფორმირებული ტრეიდერები შესაძლებელია მოექცნენ მანიპულატორის დეფინიციის ქვეშ.[910] კიდევ ერთი ბაზრის მანიპულირების მაპრევენცირებელი ნორმა არის ამავე ნორმატიული აქტის მუხლი 9(a)(2), რომელიც გამოუსადეგარი გახდა მტკიცების მაღალი სტანდარტის და კაპიტალის ბაზრის მიღმა გარიგებებზე მისი მიუსადაგობის გამო.[911]

უმთავრესი პრობლემა ბაზრის მანიპულირების კონტექსტში მისი გამოვლინებაა. როგორც აღინიშნა, ყველა ფას-სენსიტიური ქმედება ვერ შეფასდება ბაზრის მანიპულირებად.[912] ასეთი პრობლემა ყველაზე ხშირადსაკუთარი აქციების გამოსყიდვისას წარმოიშობა.[913] როდესაც სამეწარმეო საზოგადოება ახდენს საკუთარი აქციების გამოსყიდვას კონკრეტული ფასიანი ქაღალდის ღირებულების სტაბილიზაციისთვის ისინი ხშირად ექცევიან ინსაიდერული ვაჭრობის ან ბაზრის მანიპულირების დეფინიციის ქვეშ.[914]

საზოგადოებას შესაძლებელია ჰქონდეს არაერთი მიზეზი, რის გამოც იგი ახდენს საკუთარი აქციების გამოსყიდვას, მათ შორის, მაგალითისათვის, აქციონერებისათვის, აქციების განთავსებისას გადახდილი ნამეტი ღირებულების[915] უკან დაბრუნება, შემდგომი თანამშრომლებისათვის გადაცემის მიზნით საკუთარი აქციების შეძენა, საკუთარი აქციებისათვის ლიკვიდურობის შეძენა.[916] აქციების გამოსყიდვა, ასევე, მნიშვნელოვან იარაღს წარმოადგენს მტრული დაუფლების თვალსაზრისით.[917]

---

908 იხ. Securities Exchange Act 1934, Article 10b-511.

909 Article 10(b), Securities Exchange Act 1934.

910 *Nelemans:* Redefining Trade-Based Market Manipulation, 2008, pp. 5-7.

911 იქვე.

912 *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 15.

913 Rajesh/ Wu: Stock Market Manipulation - Theory and Evidence, 2004, p. 2.

914 *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 22.

915 Surplus

916 *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 23.

917 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 243.

თუმცა, საკუთარი აქციების გამოსყიდვა პარალელურად არის საფრთხის შემცველი უშუალოდ საზოგადოებისათვის. მაგალითად, აქციების გამოსყიდვით მცირდება საზოგადოების გადახდისუნარიანობა, არა მხოლოდ უშუალოდ საზოგადოების კაპიტალის შემცირების, არამედ აქციონერთა რაოდენობის, როგორც გამჭოლი პასუხისმგებლობის ობიექტების რაოდენობრივი შემცირების გამო.[918] ასევე, საკუთარი აქციების გამოსყიდვა წარმოადგენს ბერკეტს მენეჯმენტის ხელში, ჩაანაცვლოს ის აქციონერები, რომლებიც მათ შეცვლას ფიქრობენ.[919]

შესაბამისად, არ არსებობს ერთიანი, ცალსახა პასუხი, როგორც ბაზრის მანიპულირების, ისე მისი ცალკეული სახეების დადებით-უარყოფით გავლენებსა და პრევენციების საშუალებებთან დაკავშირებით. ემპირიული კვლევები ადასტურებს, რომ ბაზრის მანიპულირების შემთხვევაში, მკვეთრად იზრდება აქციების ფასი და შემდგომში იგი მკვეთრად ეცემა.[920] შესაბამისად, შეუძლებელია უარყოფითი ეფექტების გამორიცხვა და ზიანის არარსებობის გამო რეგულირებაზე უარის თქმა. საუბარი შესაძლებელია იყოს მხოლოდ და მხოლოდ რეგულირების მოდელსა და ფარგლებზე. განსაკუთრებით ეს უკანასკნელი აქტუალურია ბაზრის მანიპულირების ისეთ, ყველაზე ხშირად მოხმარებად ფორმის კონტექსტში, როგორიცაა საკუთარი აქციების გამოსყიდვა, რათა საზოგადოებებს დარჩეს გარკვეული ლავირების შესაძლებლობა. ამგვარი მიზნების მისაღწევად ევროკავშირის კანონმდებლობა არეგულირებს საკუთარი აქციების შეძენის პროგრამის რეალიზებისას თუ იგი სათანადოდაა გამჟღავნებული, არ არღვევს ბაზრის ფასს (25% ლავირების ფარგლებში) და თუ შემდგომში ეს აქციები არ გამოიყენება ვაჭრობისათვის.[921] ევროკაშირის კანონმდებლობა სანქციის სახით, გარდა წევრი სახელმწიფოების მიერ სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობის დადგენის შესაძლებლობისა დატოვებისა, ითვალისწინებს ადმინისტრაციული სანქციების დადგენის აუცილებლობას. სანქციის თვალსაზრისით, მაგალითად, გერმანული კანონმდებლობით სისხლის სამართლებრივი პასუხისმგებლობაა გათვალისწინებული 5 წლამდე ვადით.[922]

---

[918] იქვე.

[919] იქვე.

[920] Rajesh/ Wu: Stock Market Manipulation - Theory and Evidence, 2004, p. 2.

[921] *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 23.

[922] Section 38, Securities Trading Act.

დელავერის შტატის კანონმდებლობით კი საზოგადოებას უდგინდება საკუთარი აქციების განკარგვის მრავალფეროვანი ფორმების გამოყენების შესაძლებლობა, თუ იგი არ აუარესებს საზოგადოების ფინანსურ მდგომარეობას, საზოგადოების ქონების განაწილების სხვა შემთხვევებში გამოყენებადი ტესტის შესაბამისად.[923] განსხვავებით დელავერის შტატის კანონმდებლობისა, SEC მიერ რეგისტრირებული კომპანიები გაცილებით დეტალურად რეგულირდებიან. კერძოდ, საკუთარი აქციების გამოსყიდვა, უმეტესწილად იმეორებს ევროკავშირის მიდგომას და საზოგადოებას სთავაზობს "ნავსაყუდელს"[924] აქციების გამოსყიდვის ჭრილში.[925] ხოლო აღნიშნული წესების დარღვევისათვის პასუხისმგებლობის სხვადასხვა ფორმებთან ერთად პატიმრობაც კია 20 წლამდე ვადით.[926]

ჩვენში ბაზრის მანიპულირების აკრძალვის ნორმატიული საფუძველი "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის 44-ე მუხლია, რომლის მიხედვითაც, იკრძალება საჯარო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობასთან ან ორგანიზებულ ბაზართან დაკავშირებულ საქმიანობასთან მოჩვენებითი აქტივობის შექმნა. თუმცა, ერთი შეხედვით ამგვარი ბერკეტს არ ახლავს არც ადმინისტრაციულ-სამართლებრივი და არც სისხლის-სამართლებრივი ინსტრუმენტები, რომლებიც მის აღსრულებას უზრუნველყოფდა. ამის მიზეზი, ინსაიდერული გარიგებებისაგან განსხვავებით, ბაზრის მანიპულაციის აკრძალვის თაობაზე სისხლის ან ადმინისტრაციულ სამართალდარღვევათა კოდექსში პირდაპირი ნორმატიული ინსტრუმენტის არ არსებობაა. თუმცა, საქართველოს სისხლის სამართლის კოდექსის 219-ე მუხლის მიხედვით დასჯადია მომხმარებლის მოტყუება ზომაში, წონაში ან ანგარიშში, ანდა მისთვის მცდარი წარმოდგენის შექმნა საქონლის სამომხმარებლო თვისების ან ხარისხის შესახებ, რამაც მნიშვნელოვანი ზიანი გამოიწვია. ამ თვალსაზრის დასაშვებია მსჯელობა ბაზრის მანიპულირების არაპირდაპირი გზით სწორედ 219-ე მუხლით დაკვალიფიცირების შესაძლებლობის შესახებ. მიუხედავად ამისა, აღნიშნული ქმედების თავისებურებების გათვალისწინებით, სისხლისსამართლებრივი დასჯადობის უზრუნველყოფის მიზნით, მიზანშეწონილია სისხლის სამართლის კოდექსში პირდაპირი ნორმატიული ინსტრუმენტის გათვალისწინება.

---

[923] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 250.

[924] Safe Harbor

[925] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 251.

[926] Therapeuticsmd, Inc. 2013, Insider Trading Policy - http://bit.ly/1Rtw4U2

6.3. გამჟღავნების ვალდებულება

ინფორმაციის გამჟღავნების რეგულირება ტრადიციულად ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემის საკორპორაციო სამართლისათვის დამახასიათებელ თავისებურებას წარმოადგენდა.[927] თუმცა, დღეისათვის ეკონომიკის გლობალიზაციის პირობებში მაშინ, როდესაც ბაზრები სულ უფრო უახლოვდებიან ერთმანეთს, მზარდი გამჭვირვალობის წესები გასცდა ერთ იურისდიქციას დამასთან სულ უფრო მეტ ჰარმონიზაციაში მოდის თანამედროვე ევროპის საკორპორაციო სამართალიც.[928] ბაზარისათვის ინფორმაციის მიწოდების ვალდებულების იდეური საწყისი ინფორმაციის საზოგადოების შიგნით აკუმულირების გამორიცხვაა საზოგადოების ინსაიდერებსა და აუთსაიდერებს შორის ინფორმირებულობის სიმეტრიულობის მისაღწევად.[929] მარტივად ხელმისაწვდომ სწორ და სრულ ინფორმაციას შეუძლია ბაზარზე შექმნას კონკურენტული გარემო, რომელიც დამყარებული იქნება ინვესტორის შინაგანი მოტივებისა და მიზნების შესაბამისად მიღებულ გადაწყვეტილებებზე.[930]

ამასთან, საჯაროობამ უნდა გამოიწვიოს ფასიანი ქაღალდების სწორი შეფასება და, შესაბამისად, კეთილსინდისიერი და წარმატებული ემიტენტების კაპიტალში ინვესტირება, რაც საბოლოოდ ჯანსაღი ბაზრის ჩამოყალიბებას უწყობს ხელს.[931] ვინაიდან ინვესტორის ინფორმირებული და რაციონალური საინვესტიციო გადაწყვეტილებები უზრუნველყოფს ბაზრის გამართული ფუნქციონირების უნარს.[932] ასევე, თანამედროვე კვლევები ადასტურებენ, რომ ინფორმაციის საჯაროობის უზრუნველმყოფი სამართლებრივი ინსტიტუციები ამცირებენ საზოგადოების კაპიტალის ხარჯებს.[933] მკაცრი საკანონმდებლო ბაზა კი ინფორმაციის გამჟღავნებასთან მიმართებით ასოცირდება ბაზრის

---

927 *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 205.

928 იქვე.

929 *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 524.

930 *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 37.

931 *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 15.

932 *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 25.

933 *Scott:* An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005, pp. 13-14.

განვითარების მაღალ სტანდარტთან.[934]

გამჟღავნების მკაფიო რეგულაციები ასევე აუცილებელია იმდენად, რამდენადაც ორაზროვანი კანონმდებლობის არსებობის პირობებში იქმნება მენეჯერული საფრთხე, ერთი მხრივ, ჯერ კიდევ დაუდებელი გარიგების გამჟღავნების და შესაბამისად, პასუხისმგებლობის, ხოლო, მეორე მხრივ, ტრანსპარენტულობის წესების დარღვევის საფრთხის სახით.[935] ამასთანავე, ინსაიდერული ვაჭრობის და ბაზრის მანიპულირების პრევენცირება, უპირატესად, სწორედ ღიაობითაა მიღწევადი და, შესაბამისად, სავალდებულო წინაპირობას წარმოადგენს ყველა ეკონომიკური მოთამაშისათვის, რომელიც ბაზარზე ოპერირებს.[936]

შესაბამისად, საჯაროობის რეგულირების ლეგიტიმური მიზნის არსებობა ეჭვგარეშეა. თუმცა, გამჭვირვალობის დადებითობა პირობითია არა მხოლოდ საზოგადოების, არამედ მთელი ბაზრისთვისაც. კერძოდ, გამჟღავნებული ინფორმაცია შესაძლებელს ხდის კონკურენტების მხრიდან მის ბოროტად გამოყენებას და საფასო ომის დაწყებას, რამაც წარმატებული საზოგადოება გადახდისუუნარობამდეც შესაძლოა მიიყვანოს.[937] თუმცა, ასეთი საფრთხე საზოგადოებათა მიერ პრაქტიკული კუთხით ზოგჯერ უგულებელყოფილია. მაგალითად, მიუხედავად იმისა, რომ შეერთებულ შტატებში კერძო სასესხო ბაზარზე SEC იძლევა გამჟღავნების ვალდებულებათა ნაკლებ სტანდარტს, ინდივიდუალური ინვესტორები მაინც საჯარო ბაზრის ოდენ გამჟღავნებას ამჯობინებენ, რათა დაარწმუნონ ინვესტორები საკუთარ სანდოობაში.[938]

ინფორმაციის გამჟღავნება არ გულისხმობს აბსოლუტურ ღიაობას. როგორც ევროპული, ისე აშშ-ს კანონმდებლობა საზოგადოებას აძლევს შესაძლებლობას, არ გაამჟღავნოს ის ინფორმაცია, რომელიც საზოგადოებისათვის ზიანის მიმყენებელია.[939] მაგალითად, ამგვარ "ლეგიტიმური მიზანს" წარმოადგენს მოლაპარაკებების პროცესი გარიგებასთან დაკავშირებით.[940]

გლობალიზაციის პირობებში ბაზრები სულ უფრო მეტ მსგავსებას ავლენენ ერთმანეთის მიმართ და გამონაკლისი არც ინფორმაციის საჯაროობის ვალდებულებებია. იმ შემთხვევაში, თუ ასეთი წესები

[934] *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 2.

[935] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 524.

[936] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 518.

[937] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 534.

[938] *Romano:* e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p. 3.

[939] *Siems:* The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p. 12.

[940] იქვე.

იქნება ჰარმონიზებული, ემიტენტის ხარჯები მკვეთრად შემცირდება, ვინაიდან მას ექნება დასაკმაყოფილებელი ერთიანი სტანდარტი, მიუხედავად იმისა, თუ სად ახდენს ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებას.[941] თუმცა, გამჟღავნების ჰარმონიზებულობა მნიშვნელოვნად პრობლემურია "ერთი ზომა ყველას ერგება" პრინციპის გათვალისწინებით.[942] კერძოდ, უპირველეს ყოვლისა, ნაკლებად განვითარებულ კაპიტალის ბაზრებს არ გააჩნიათ შესაძლებლობა აღასრულონ ესოდენ მაღალი სტანდარტი. [943] ამასთანავე, კაპიტალის ბაზრის სამართალი თვითწარმოქმნადი ფენომენია, განავითარებს რა საკუთარი რეგულირების საგანს ადგილობრივი ბაზრის კრიზისული თავისებურებებით სტიმულირებული რეპრესიულ-პრევენციული ცვლილებების გზით.[944]

მიუხედავად ასეთი ურთიერთსაპირისპირო არგუმენტებისა, *IOSCO* ჩამოაყალიბა ფინანსური ინფორმაციის საჯაროობის სტანდარტები, რომელიც ემყარება ამერიკულ მოდელს და იგი გაზიარებულ იქნა ევროპულ კანონმდებლობაშიც.[945] კერძოდ, მართალია, ევროკავშირში ტრანსპარენტულობის რეგულირება ეფუძნება საფონდო ბირჟის წესებს, კორპორაციული მართვის კოდექსებს, თუმცა, ძირითადად, მისი ნორმატიული საფუძველი გამომდინარეობს იმ სამართლებრივი ინსტრუმენტებიდან, რომლებიც ევროკავშირის მიერაა მიღებული.[946] ასეთი, ძირითადად, ორი დირექტივაა, რომელთაგან ერთი ბაზარზე ბოროტად საქმიანობის,[947] ხოლო მეორე ტრანსპარენტულობის[948] დირექტივის სახელითაა ცნობილი.

როგორც აღინიშნა, გამჭვირვალობის რეგულირება წარმოიშვა ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემიდან. შეერთებულ შტატებში, საკითხის რეგულირების წყაროს წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის 1934 წლის აქტი.[949] განსხვავებით ევროკავშირისაგან, სადაც მხოლოდ Listed კომპანიები არიან ვალდებულნი გაამჟღავნონ

[941] *Scott:* An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005, p. 15.

[942] *Scott:* An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005, p. 17.

[943] იქვე.

[944] *ჯიბუტი:* კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ. 26.

[945] *Scott:* An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005, p. 7.

[946] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 208.

[947] Market Abuse Directive

[948] Transparency Directive

[949] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 520.

ინფორმაცია[950] შეერთებულ შტატებში, ტრანსპარენტულობის მოთხოვნა ვრცელდება როგორც Listed, ისე მსხვილ კომპანიებზე, რომელთა კაპიტალიზაცია აჭარბებს 10 მილიონ აშშ დოლარს ან ჰყავთ სულ ცოტა 500 აქციონერი.[951]

გასამჟღავნებელ ინფორმაციათა წრე ორივე იურისდიქციისათვის საკმაოდ ფართო, თუმცა, უმეტესწილად, იდენტურია. მაგალითად, ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი, საჯაროობისათვის გამიზნული დოკუმენტი საზოგადოების წლიური და კვარტალური ანგარიშებია,[952] რომელთა კოორდინირებულმა გასაჯაროებამ, ბაზარზე ინვესტორთა ტრანზაქციული ხარჯების შემცირება უნდა გამოიწვიოს, როგორც შესწავლის, ისე შემდგომი დავებისათვის საჭირო რესურსების შემცირების გზით. დამატებით კოორდინირებულობის მისაღწევად *SEC*-ს შემუშავებული აქვს შესაბამისი ფორმები, რომლებიც ამგვარი ანგარიშებისთვისაა დადგენილი და ასევე დეტალური აღწერა და ინსტრუქციები გასამჟღავნებელ ინფორმაციასთან დაკავშირებით.[953] ამგვარი გამოცდილება საკმაოდ საინტერესო უნდა იყოს საქართველოსთვის.

ფინანსური ინფორმაცია წარმოადგენს ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს, თუმცა არა ერთადერთ გასამჟღავნებელ ინფრომაციას. გარდა აღნიშნულისა, ორივე იურისდიქციის ფარგლებში გასამჟღავნებელ ინფორმაციას ფართო გაგებით განეკუთვნება საზოგადოების ნებისმიერი ფასსენსიტიური ინფორმაცია.[954]

ასეთი ფართო რეგულაციების შესრულების კონტროლი არც ისე მარტივია, შესაბამისად, ევროკავშირის წევრი სახელმწიფოები საკმაოდ მკაცრ მექანიზმებს მიმართავენ კონტროლისათვის. კერძოდ, გაერთიანების კანონმდებლობა მოითხოვს, რომ წევრმა სახელმწიფოებმა ინფორმაციის გამჟღავნების წესების დარღვევისათვის დაადგინონ ადმინისტრაციული ან სამოქალაქო პასუხისმგებლობა.[955] თუმცა სახელმწიფოები ზოგიერთ შემთხვევაში უფრო შორს მიდიან. მაგალითად, გერმანული კანონმდებლობის მიხედვით დადგენილია, როგორც სამოქალაქო, ისე სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობა ბაზრის მონაწილეთა მიერ ვალდებულების შეუსრულებლობისათვის.[956]

---

[950] *Mantysaari:* The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p. 208.

[951] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 445.

[952] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 521.

[953] იქვე.

[954] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 524.

[955] Article *28,* Directive 2004/109/EC.

[956] *Mads/ Wooldridge:* European comparative company law, 2009, p. 534.

სისხლისსამართლებრივ პასუხისმგებლობას ითვალისწინებს შეერთებული შტატების კანონმდებლობაც, რომლის მიხედვითაც, საზოგადოების უფრო აღმასრულებელი და ფინანსური ოფიცრები ხელს აწერენ დოკუმენტს, რითაც პასუხისმგებლობას იღებენ წარდგენილი ინფორმაციის სიზუსტეზე, რის დარღვევასაც, თავის მხრივ, სისხლისსამართლებრივი პასუხისმგებლობა შესაძლოა მოჰყვეს.[957]

ინფორმაციის საჯაროობასთან დაკავშირებული მოთხოვნები, გათვალისწინებულია ქართულ კანონმდებლობაშიც. კერძოდ, "ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის მე-3 თავში, რომელიც საზოგადოების ხელმძღვანელ და სამეთვალყურეო საბჭოს წევრებს აკისრებს ასეთი ინფორმაციის საჯაროობის უზრუნველყოფას. თუმცა, პრობლემურია რეგულატორის ხელში პირდაპირი სისხლის ან ადმინსტრაციულ-სამართლებრივი ბერკეტის არ არსებობა, რომელიც ინფორმაციის გამჟღავნების წესების დარღვევაში იქნებოდა გამოხატული, რაც საჭიროებს კანონმდებლობის სათანადო ცვლილებას.

შუალედური დასკვნა

სადისერტაციო ნაშრომის წარმოდგენილი თავის კვლევის საგანს კაპიტალის ბაზარზე ფინანსური ინსტრუმენტების მიმოქცევის თავისებურებათა შესწავლა წარმოადგენდა. მისი პირველი ნაწილი დაეთმო ინსაიდერული გარიგებების აკრძალვის ანალიზს, რამაც გამოკვეთა ორი პრობლემური საკითხი ინსაიდერული გარიგების იდენტიფიკაციისა და მისი აკრძალვის საჭიროების სახით. ჩატარებული კვლევის შედეგების შეჯამებით ინსაიდერულ გარიგებად მიჩნეულ უნდა იქნეს ემიტენტის ან მისი ფინანსური ინსტრუმენტების შესახებ იმ ფასსენსიტიური ინფორმაციის გამოყენება, რომელიც არ არის საჯაროს მესამე პირებისათვის. მისი რეგულირების აუცილებლობის შესახებ კი აღინიშნა, რომ, მიუხედავად ურთიერთსაპირისპირო მოსაზრებისა, ინსაიდერული გარიგებების აკრძალვა წარმოადგენს ბაზრის სტაბილურობის შენარჩუნებისათვის აუცილებელ ინსტრუმენტს, რომლის მსგავსი შედეგები სხვა ალტერნატიული მექანიზმებით ვერ მიიღწევა.

წარმოდგენილი თავის მეორე ნაწილის კვლევა სრულად დაეთმო ბაზრის მანიპულირების პრობლემატიკის შესწავლას. მოცემულ ჭრილში ცალკე იქნა გაანალიზებული საკუთარი აქციების შესყიდვის პრობლემატიკა, როგორც ბაზრის მანიპულირების თავისებური

[957] *Cahn/ Donald:* Comparative Company Law, 2010, p. 522.

გამოვლინება. ასეთმა კვლევამ აჩვენა, გარკვეული გამონაკლისების არსებობისას ბაზრის მანიპულირების დაშვების აუცილებლობა.

ბოლო ნაწილის ყურადღების საგანს კი ინფორმაციის საჯაროობა წარმოადგენდა. აღნიშნული საკითხის კვლევამ, გარკვეული რისკების არსებობის მიუხედავად, ბაზარზე თანასწორი კონკურენციისათვის ინფორმაციის გამჟღავნების აუცილებლობას გაუსვა ხაზი. ასევე, გამოიკვეთა IOSCO როლი გასამჟღავნებელი ინფორმაციის სახეთა გლობალურ ბაზარზე უნიფიკაციის საქმეში და წარმოდგენილ იქნა მისი დადებითი და უარყოფითი ასპექტები. საუკეთესო პრაქტიკის ქართულ ნორმატიულ ბაზასთან შედარების შედეგად კი ამ უკანასკნელის ნაკლოვანება გამოვლინდა, რაც გამოიხატება ზედამხედველის ხელში, აღსრულების უზრუნველსაყოფ ბერკეტად, სანქციების არარსებობაში. შესაბამისად, აღნიშნულ კონტექსტში კანონმდებლობა საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკასთან შესაბამისობაში უნდა იქნეს მოყვანილი.

დასკვნა

წინამდებარე სადისერტაციო ნაშრომის ამოცანას წარმოადგენდა კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების ინსტიტუციურ და ინსტრუმენტალურ მექანიზმთა სამართლებრივი კონტექსტში განხილვა მათსა და კაპიტალის ბაზრის განვითარებას შორის კორელაციის დადგენა და სათანადო რეკომენდაციების წარმოდგენა ეროვნული კანონმდებლობით საკითხის გაუმჯობესებულად მოწესრიგების მიზნით. ამოცანის შესასრულებლად წარმოდგენილ იქნა ინტერდისციპლინური კვლევის - სამართლისა და ფინანსების ურთიერთკავშირის ანალიზის, ასევე, შედარებით-სამართლებრივი და ლოგიკური ანალიზის საფუძველზე.

განხორციელებული კვლევის პირველ ეტაპზე გამოიკვეთა სამართალისა და კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებას შორის ურთიერთდამოკიდებულება. ამ პირობებში ბაზრის განვითარების საქმეში ნორმატიული აქტი კანონშემოქმედისათვის მნიშვნელოვან ინსტრუმენტად იქნა მიჩნეული. სწორედ, კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებისათვის ნორმატიული აქტის მნიშვნელობის გათვალისწინებით შესწავლილი იურისდიქციები ურთიერთმსგავსებას ავლენენ ბაზრის მომწესრიგებელი ნორმატიული აქტების სამართალშემოქმედებითი კომპეტენციის უაღრესად ცენტრალიზებულობის სახით. ამ მხრივ საინტერესო შესაძლებლობებს

ქმნის საქართველო-ევროკავშირის ასოცირების შეთანხმება. კერძოდ, ევროკაშირის ცენტრალიზებული საკანონმდებლო სისტემა მომავალში ჩვენშიც გამოიწვევს სფეროს მომწესრიგებელი კანონმდებლობის მასთან დაახლოების აუცილებლობას.

მსჯელობამ ასევე ნათლად აჩვენა კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელობა ეკონომიკის წახალისების საქმეში, რაც კაპიტალის კონტინენტთშორისი მიმოქცევის პირობებში მნიშვნელოვან გამოწვევებს ქმნის. სწორედ ამიტომ სულ უფრო მეტ აქტუალობას იძენს იურისდიქციათა კონკურენციის საკითხი მიმზიდველი ნორმატიული ბაზრის შექმნის ჭრილში. ასეთის შენება კი ბაზრის სუბიექტთა ინტერესების კომპლექსურობის გათვალისწინებით რიგ სირთულეებთანაა დაკავშირებული.

თავად კაპიტალის ბაზარი რამდენიმე სხვადასხვა საფუძვლით შეიძლება იქნეს კლასიფიცირებული. ტიპობრივი კლასიფიკაციისას საინტერესო თავისებურებას წარმოადგენს სასესხო და სააქციო კაპიტალის ბაზრებს შორის მოცულობითი სხვაობა. კერძოდ, კვლევისას გამოვლინდა, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზარი, მოცულობითი თვალსაზრისით გაცილებით აღემატება სასესხო კაპიტალის ბაზარს, რის მიზეზადაც ობლიგაციათა თავისებურებები იქნა მიჩნეული. საინტერესოა ასევე ისიც, რომ ჩვენს რეალობაში ეს უკანასკნელი გაცილებით აქტიურია.

კაპიტალის ბაზრის კლასიფიკაციის მეორე საფუძვლად გამოყენებულ იქნა საფეხურეობრიობა. ამ მხრივ საინტერესოა, რომ განსხვავებით ტიპობრივი კლასიფიკაციისა, სადაც სხვადასხვა წყაროები გამიჯნულია, საფეხურებრივი კლასიფიკაციისას პირველადი და მეორადი ბაზრები ურთიერთდამოკიდებულია. კერძოდ, კვლევამ ნათლად აჩვენა, რომ პირველადი ბაზარი ფასილიტაციას უკეთებს საჯარო შეთავაზებას და ხელს უწყობს საზოგადოების კაპიტალში ინვესტიციათა მობილიზაციას, ხოლო მისი წახალისების საქმეში გადამწყვეტი როლი მეორადი ბაზრის არსებობას აქვს, რის გარეშეც პირის მიერ ინვესტიციის განხორციელების სურვილი ნულისკენ დაიწყებს სწრაფვას.

მეორადი ბაზრის ჭრილში ასევე უაღრესად მნიშვნელოვანია ბაზრის რეგულირებადობის საკითხი. კერძოდ, კვლევამ აჩვენა, რომ, როგორც შეერთებული შტატების, ისე ევროკავშირის კანონმდებლობა ითვალისწინებს არარეგულირებად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის საკითხს, რაც განპირობებულია მკაცრი საკანონმდებლო ბაზისაგან თავის დაცვის მიზნით.

უშუალოდ კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებისათვის სასიცოცხლო მნიშვნელობა მის თემს აქვს, რომელიც რამდენიმე ძირითად სუბიექტს აერთიანებს. ამ თვალსაზრისით, სხვა შესწავლილ სუბიექტებთან ერთად, განსაკუთრებით საინტერესო ანდერრაითერის ინსტიტუტია, რომელიც რამდენიმე განსხვავებული მეთოდით ახდენს საზოგადოების ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებას. ამ მხრივ, ქართული კანონმდებლობა ასევე ნაკლოვანია, აიგივებს რა ამ ინსტიტუტს საბროკერო კომპანიასთან, რომელიც შესაძლებელია კომერციული ბანკიც კი იყოს.

ასევე, ჩვენში განსაკუთრებით პრობლემურია ემიტენტი საზოგადოების სამართლებრივი ფორმის საკითხი. კერძოდ, მოჭარბებული საზოგადოებრივი ინტერესის პირობებში, სამართალშემოქმედი ნორმატიული ინსტრუმენტებით გარკვეულ თავისებურებებს სძენს კაპიტალურ საზოგადოებას და მას საჯარო საზოგადოებად აქცევს. ჩვენში საჯარო - სააქციო საზოგადოებას და დახურული - შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებას თანაბრად მიუწვდებათ ხელი აქციათა ბაზარზე, რაც ამ უკანასკნელის შემთხვევაში, როგორც მისი ფუნქციური დანიშნულების, ისე არსებული ნორმატიული ბაზის პირობებში, მნიშვნელოვან ხარვეზს ქმნის. ამ მხრივ პრობლემის სათანადო გადაწყვეტის გზა ნაშრომში რეკომენდებული ცვლილებებია.

უშუალოდ კაპიტალის ბაზრის დანიშნულების რეალიზაცია მის ფინანსურ ინსტრუმენტებზეა დამოკიდებული. ამ მიზეზით ნაშრომში შესწავლილ იქნა აქციასა და ობლიგაციასთან, როგორც კაპიტალის ბაზრის ფინანსურ ინსტრუმენტებთან დაკავშირებული საკითხები. განხორციელებულმა კვლევამ კი ჩვენში კანონმდებლობისა და პრაქტიკის არაერთი ნაკლოვანება გამოკვეთა. უპირველესად, მართალია, ნორმატიული ბაზა მინორიტარ აქციონერთა დაცვის კონტექსტში საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის დარია, თუმცა, კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშემშლელ ფაქტორად კანონის უზენაესობის პრობლემატიკა გვევლინება. ასევე, პრობლემებია ობლიგაციის ისეთი საკლასო თვისებების ჭრილში, როგორიცაა უზრუნველყოფადობა, ვადიანობა, კონვერსიულობა. ამ მხრივ, ზემოთ აღნიშნულის მსგავსად, ნაშრომის სხვადასხვა ნაწილებში არაერთი რეკომენდაცია იქნა წარმოდგენილი.

ჩვენში კანონმდებლობა ასევე ხარვეზულია ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის ჭრილშიც. უპირველეს ყოვლისა, კანონმდებელი არ იცნობს აქციის გაყიდვის შეზღუდვისას სანაცვლოდ შესათავაზებელ კანონისმიერ საფუძვლებს, რაც საწესდებო ავტონომიის ფარგლებში თვითნებობისათვის ფართო არეალს ტოვებს. ასევე, მნიშვნელოვანია,

რომ დეკლარაციულ დონეზე “ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” საქართველოს კანონი არ იცნობს ფასიანი ქაღალდების თავისუფალი მიმოქცევის პრინციპს. ამ პრობლემატიკის ჭრილში ნაშრომში ასევე იქნა წარმოდგენილი ცალკეული რეკომენდაციები.

კვლევისას განსაკუთრებული ყურადღება ფასიანი ქაღალდების ემისიას დაეთმო. მსჯელობამ აჩვენა, რომ როგორც სასესხო, ისე სააქციო კაპიტალით დაფინანსებასარაერთი დადებითი და უარყოფითი შედეგი აქვს. შესაბამისად, აუცილებელია გადაწყვეტილება მიღებულ იქნეს კონკრეტული წყაროსა და მეთოდის საზოგადოებისა და დაინტერესებული მხარეების ინდივიდუალურ საჭიროებებზე მისადაგების გზით.

ემისიის თვალსაზრისით, განსაკუთრებით საინტერესო ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსებაა. ამ უკანასკნელის უპირატესობას განაპირობებს მისი სიმარტივე, რაც გავლენას პროცესის ღირებულებით მაჩვენებელზეც ახდენს. ამასთან, რეგულირების სიმცირე არ უნდა იქნეს გაიგივებული აბსოლუტურ თვითნებობასთან, რაც შეზღუდულია თვითრეგულირების მაღალი სტანდარტით. კერძო განთავსების ჭრილში, ასევე, მიზნის მიღწევის საინტერესო იარაღი იქნა გამოვლენილი დივიდენდის რეინვესტირების გეგმის სახით, რომელიც დივიდენდის გაცემასა და მის რეინვესტირებას თანადროულად უზრუნველყოფს.

საჯარო შეთავაზების კონტექსტში განსაკუთრებით პრობლემური აღმოჩნდა შიდა კანონმდებლობა. კერძოდ, “მეწარმეთა შესახებ” საქართველოს კანონის 59-ე მუხლი არ იძლევა ორგანოთა შორის კომპეტენციის მკაფიო გამიჯვნის შესაძლებლობას. ასევე, პრობლემურია გამოქვეყნების, რეკლამის და პროსპექტის ცალკეული შინაარსობრივი საკითხები. აღნიშნულ პრობლემატიკასთან ნაშრომის ფარგლებში მისადაგებული სათანადო რეკომენდაციები. ასევე, ხაზგასმულ იქნა შიდა კანონმდებლობაში, საუკეთესო საერთაშორის პრაქტიკის მსგავსად, ემისიის პროსპექტის ინგლისურ ენაზე წარდგენის შესაძლებლობის გათვალისწინების აუცილებლობა.

ფასიანი ქაღალდების ემისიის შემდგომ აუცილებელია მისი მიმოქცევა დაცულ ბაზარზე ხორციელდებოდეს. ასეთი კი მიიღწევა ინსაიდერული გარიგებებისა და ბაზრის მანიპულირების აკრძალვის, ასევე, ინფორმაციის გამჭვირვალობის გზით. კვლევამ აჩვენა, რომ ინსაიდერული გარიგებების აკრძალვის მიმართ არსებობს ურთიერთშეპირისპირებული მოსაზრებები, რომელთაც საკმაოდ მყარი არგუმენტაცია აქვთ. თუმცა, საბოლოოდ მაინც უნდა ითქვას, რომ ბაზრის სტაბილურობის შენარჩუნებისათვის იგი აუცილებელ

ინსტრუმენტს წარმოადგენს, რომლის მსგავსი შედეგები სხვა ალტერნატიული მექანიზმებით ვერ მიიღწევა.

ბაზრის ჯანსაღი ფუნქციონირებისათვის ასევე აუცილებელი ინსტრუმენტია მანიპულირების აკრძალვა. თუმცა, კვლევამ აჩვენა, რომ ცალკეულ საგამონაკლისო შემთხვევებში, როგორიცაა, მაგალითად, საკუთარი აქციების გამოსყიდვა, საზოგადოებისათვის აუცილებელია ასეთი მანიპულირების შესაძლებლობის მინიჭება. ისევე, როგორც, მიუხედავად ინფორმაციის გამჟღავნების ნორმების აუცილებლობისა ბაზარზე თანასწორი კონკურენციისათვის, საჭიროა პატივსადები საფუძვლით მისგან გადახვევის შესაძლებლობის დატოვება. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ჩვენში ამ მხრივ კანონმდებლობა ნაკლოვანია, რაც გამოიხატება ზედამხედველის ხელში აღსრულების უზრუნველსაყოფ ბერკეტად სანქციების არარსებობაში, რის თაობაზეც ნაშრომი ასევე იძლევა სათანადო რეკომენდაციებს.

ერთიანობაში უნდა აღინიშნოს, რომ სამართალი და კაპიტალის ბაზარი ურთიერთდაკავშირებული ცნებებია. ამ უკანასკნელის განვითარება დიდწილადაა დამოკიდებული კანონმდებლის მიერ ნორმატიული ინსტრუმენტების სათანადო გამოყენებასა და კანონის უზენაესობასთან, რამაც ბაზრის ინსტიტურციური და ინსტრუმენტალური მექანიზმების ფორმირება-ფუნქციონირების საქმეში გადამწყვეტი როლი უნდა იკისროს. სამწუხაროდ, ჩვენში ასეთი შესაძლებლობა პრაქტიკულად უგულებელყოფილია მთელ რიგ შემთხვევებში არსებული ნაკლოვანებების გამო. შესაბამისად, აუცილებელია სამართალშემოქმედმა დროულად აამოქმედოს თავისი ბერკეტები და ხარვეზების საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკასთან მისადაგებული გარდაქმნის გზით შექმნას კაპიტალის ბაზრის ჩამოყალიბების საქმეში რეგიონული მნიშვნელობის მნიშნველოვანი წინაპირობა.

გამოყენებული ლიტერატურა

ქართულენოვანი ლიტერატურა

ბურდული, ირაკლი: ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში (განსაკუთრებით მისი ჩამოყალიბების პროცესში) ქართული და ავსტრიული სამართლის მაგალითზე თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 2008

ბურდული: ქონებრივი ურთიერთობა სააქციო საზოგადოებაში, 2008, გვ.

ბურდული, ირაკლი: სააქციო სამართლის საფუძვლები, ტომი I, მერიდიანი, თბილისი, 2010

ბურდული: სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2010, გვ.

ბურდული, ირაკლი: საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, მერიდიანი, თბილისი, 2009

ბურდული: საწესდებო კაპიტალი და მისი ფუნქციები, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, 2009, გვ.

ბურდული, ირაკლი: სააქციო სამართლის საფუძვლები, ტომი II, მერიდიანი, თბილისი, 2013

ბურდული: სააქციო სამართლის საფუძვლები, 2013, გვ.

ბურდული, ირაკლი/ მახარობლიშვილი, გიორგი/ ეგნატაშვილი, დემეტრე/ გიგუაშვილი, გიორგი: თანამედროვე ქართული სამეწარმეო სამართლის განვითარება - რეფორმის ძირითადი ასპექტები, იურისტების სამყარო, თბილისი, 2016

ბურდული/ მახარობლიშვილი/ ეგნატაშვილი/ გიგუაშვილი: თანამედროვე ქართული სამეწარმეო სამართლის განვითარება, 2016, გვ.

გულაშვილი, ნიკოლოზ: კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა, როგორც კრედიტორთა დაცვის განსაკუთრებული ღონისძიება მშობელ-შვილობილ

კორპორაციათა ურთიერთობის კონტექსტში აშშ-სა და ქართული საკორპორაციო სამართლის მიხედვით, საკორპორაციო სამართლის კრებული I, რედ. ი. ბურდული, 2011

გულაშვილი, კორპორაციული საფარველის გაჭოლვა, როგორც კრედიტორთა დაცვის განსაკუთრებული ღონისძიება მშობელ-შვილობილ კორპორაციათა ურთიერთობის კონტექსტში, 2011, გვ.

ზარნაძე, ეკა: ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია, სამართალი, #8-9, 2000, გვ.25-28

ზარნაძე: ფასიანი ქაღალდების კლასიფიკაცია, 2000, გვ.

ზოიძე, ბესარიონ: მეწარმის ცნება და მისი თეორიულ-პრაქტიკული მნიშვნელობა. საკუთრების უფლების თავისებურებანი კორპორაციულ საზოგადოებებში, წიგნში *თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები,* მერიდიანი, თბილისი, 2009, გვ. 67.

ზოიძე: მეწარმის ცნება და მისი თეორიულ-პრაქტიკული მნიშვნელობა. საკუთრების უფლების თავისებურებანი კორპორაციულ საზოგადოებებში, 2009,
გვ.

ზუბიტაშვილი, ნონა: მეწარმეთა შესახებ საქართველოს კანონის მე-3 მუხლის მე-6 პუნქტის შეფასების სტანდარტი გამჭოლი პასუხისმგებლობის ჭრილში, სამართლის ჟურნალი N2 2014, უნივერსიტეტის გამომცემლობა, თბილისი 2014

ზ*უბიტაშვილი:* მეწარმეთა შესახებ საქართველოს კანონის მე-3 მუხლის მე-6 პუნქტის შეფასების სტანდარტი გამჭოლი პასუხისმგებლობის ჭრილში, 2014, გვ.

მახარობლიშვილი, გიორგი: კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, შედარებით-სამართლებრივი კვლევა, იურისტების სამყარო, თბილისი, 2015

მახარობლიშვილი: კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი, 2015, გვ.

მახარობლიშვილი, გიორგი: კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-

სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, თბილისი, 2014

მახარობლიშვილი: კაპიტალურ საზოგადოებათა სტრუქტურაში ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელება კორპორაციულ-სამართლებრივ ქმედებათა (შეძენა, შერწყმა) საფუძველზე, 2014, გვ.

რობაქიძე, სალომე: ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენებით დადებული გარიგებები და კერძო სამართლებრივი შედეგები - ევროპის კავშირის 2003 წლის 28 იანვრის ბაზრის ბოროტად გამოყენების დირექტივის გერმანული და ქართული სამართლის მიხედვით, საკორპორაციო სამართლის კრებული I, რედ. ი. ბურდული, მერიდიანი, თბილისი, 2011 გვ. 159-269.

რობაქიძე, სალომე: ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენებით დადებული გარიგებები და კერძო სამართლებრივი შედეგები, 2011, გვ.

საერთაშორისო საფინანსო კორპორაციის (IFC) და საკონსულტაციო პროგრამა ევროპასა და ცენტრალურ აზიაში - კორპორაციული მართვის სახელმძღვანელო. თბილისი, 2010.

კორპორაციული მართვის სახელმძღვანელო, 2010 გვ.

ცერცვაძე, ლაშა: დირექტორატის მოვალეობები კომპანიებს შერწყმისას და საკონტროლო პაკეტის გასხვისებისას - შედარებით-სამართლებრივი ანალიზი, იურისტების სამყარო, თბილისი, 2016

ცერცვაძე: დირექტორატის მოვალეობები კომპანიებს შერწყმისას და საკონტროლო პაკეტის გასხვისებისას, 2016, გვ.

ჭანტურია, ლადო/ ნინიძე, თედო: "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის კომენტარი, 3 გამოც., მერიდიანი, თბილისი, 2002

ჭანტურია/ ნინიძე: "მეწარმეთა შესახებ" საქართველოს კანონის კომენტარი, 2002, გვ.

ჭანტურია, ლადო: კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, „სამართალი", თბილისი, 2006

ჭანტურია: კორპორაციული მართვა და ხელმძღვანელთა პასუხისმგებლობა საკორპორაციო სამართალში, 2006, გვ.

ჭანტურია, ლადო: ევროპის კერძო საზოგადოება სიახლე ევროპის საკორპორაციო სამართალში, სამართლის ჟურნალი #1-2, 2010, გვ. 36-43
ჭანტურია: ევროპის კერძო საზოგადოება სიახლე ევროპის საკორპორაციო სამართალში, 2010, გვ.

ჭანტურია, ლადო: საყურადღებო კვლევა სააქციო სამართალში, სამართლის ჟურნალი #1-2, 2010, 258-261,
ჭანტურია: საყურადღებო კვლევა სააქციო სამართალში, 2010, გვ.

ჯანჯალია, ბორის: კორპორაციული მდივანი - ახალი ხედვა და ამოცანები, ბიზნესი და კანონმდებლობა, №13, 2010.
ჯანჯალია: კორპორაციული მდივანი - ახალი ხედვა და ამოცანები, 2010, გვ.

ჯიბუტი, მიხეილ: საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, სიახლე, თბილისი, 2003
ჯიბუტი: საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, 2003, გვ.

ჯიბუტი, მიხეილ/ ყორღანაშვილი, ქართლოს: ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის კომენტარი, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ინდუსტრიის ასოციაცია, თბილისი, 2004
ჯიბუტი/ ყორღანაშვილი: ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ" საქართველოს კანონის კომენტარი, 2004, გვ.

ჯიბუტი, სალომე: კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის
თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, თბილისის
უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 2016
ჯიბუტი: კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის
თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები, 2016, გვ.

ჯიბუტი, ნინო: სარეიტინგო კომპანიის სამართალი: ჩამოყალიბებისა და განვითარების პრობლემები, ივერიონი, თბილისი, 2015

ჯიბუტი: სარეიტინგო კომპანიის სამართალი: ჩამოყალიბებისა და განვითარების

პრობლემები, 2015, გვ.

ჯუღელი, გიორგი: კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, სიესტა, თბილისი, 2010

ჯუღელი: კაპიტალის დაცვა სააქციო საზოგადოებაში, 2010, გვ.

უცხოენოვანი ლიტერატურა

Abhishek, Tripathi: A Study of Correlation between Selected Asian, European and American Stock Exchange Market, 2012. SSRN http://bit.ly/2rD3Fuw (ნანახია 18.06.2017)

Abhishek: A Study of Correlation between Selected Asian, European and American Stock Exchange Market, 2012, p.

Abraham, Mathew: Determinants of a Firm's Decision to Adopt a Dividend Reinvestment Plan: Australian Evidence, 2012

Abraham: Determinants of a Firm's Decision to Adopt a Dividend Reinvestment Plan: Australian Evidence, 2012, p.

Adams, Renee B., Hermalin, Benjamin E. / Weisbach, Michael S., 2008: The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2008-21; ECGI - Finance Working Paper No. 228/2009; Fisher College of Business Working Paper No. 2008-03-020.

Adams/ Hermalin/ Weisbach: The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey, 2008, p.

Aggarwal, Rajesh K./ Wu, Guojun: Stock Market Manipulation - Theory and Evidence (March 11, 2003). AFA 2004 San Diego Meetings

Rajesh/ Wu: Stock Market Manipulation - Theory and Evidence, 2004, p.

Allison, Sonny/ Hall, Chris/ McShea, David/ VanYe, Katherine: The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors, Perkins Coie LLP, 2008

Allison/ Hall/ McShea/ VanYe: The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors, 2008, p.

Arewa, Olufunmilayo B.: Financial Markets and Networks - Implications for Financial Market Regulation, University of Cincinnati Law Review, Vol. 78, Issue 2, 2009, pp. 613-628

Arewa, Financial Markets and Networks - Implications for Financial Market Regulation, 2009, p.

Belloc, Filippo: Law, Finance and Innovation: The Dark Side of Shareholder Protection, Cambridge Journal of Economics, 37(4), 2012, pp. 863-888

Belloc: Law, Finance and Innovation: The Dark Side of Shareholder Protection, 2012, p.

Bochner, Steven E./ Avina, Jon C.: The Guide to The Initial Public Offering, Merrill Corporation, 2010

Bochner/ Avina: The Guide to The Initial Public Offering, 2010, p.

Boehm, Thomas P./ DeGennaro, Ramon P.: A Discrete Choice Model of Dividend Reinvestment Plans: Classification and Prediction, Managerial and Decision Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 32(4), 2011, pp. 215-229

Boehm/ DeGennaro: A Discrete Choice Model of Dividend Reinvestment Plans: Classification and Prediction, 2011, p.

Bourne, Nicholas: Principles of Company Law, Principles of law series, 3rd edition, Cavendish Publishing Limited, 1998

Bourne: Principles of Company Law, 1998, p.

Bragg, Steven M.: Running a public company: from IPO to SEC reporting, John Wiley & Sons, Inc., 2009

Bragg: Running a public company: from IPO to SEC reporting, 2009, p.

Bratton, William W./ Wachter, Michael L.: A Theory of Preferred Stock, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161, Issue 7, 2013, pp. 1815-1906

Bratton/ Wachter: A Theory of Preferred Stock, 2013, p.

Brealey, Richard A./ Myers, Stewart C./ Marcus Alan J.: Fundamentals of Corporate Finance, The McGraw-Hill, 2001

Brealey/ Myers/ Marcus: Fundamentals of Corporate Finance, 2001, p.

Cahn, Andreas/ Donald, David C.: Comparative Company Law, Cambridge University Press, New York, 2010

Cahn/ Donald: Comparative Company Law, 2010, p.

Carcello, Joseph V./ Hollingsworth, Carl W./ Klein, April: Audit Committee Financial Expertise, Competing Corporate Governance Mechanisms, and Earnings Management, NYU Working Paper No. 6, 2006

Carcello/ Hollingsworth/ Klein: Audit Committee Financial Expertise, Competing Corporate Governance Mechanisms, and Earnings Management, 2006, p.

Cheng, Thomas K.: The Corporate Veil Doctrine Revisited: A Comparative Study of the English and the U.S. Corporate Veil Doctrines, 34 B.C. Int'l & Comparative Law Review 329, 2011

Cheng: The Corporate Veil Doctrine Revisited: A Comparative Study of the English and the U.S. Corporate Veil Doctrines, 2011, p.

Chisholm, Andrew M.: An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Ltd, 2009

Chisholm: An Introduction to International Capital Markets Products, Strategies, Participants, 2009, p.

Choudhry, Moorad/ Joannas, Didier/ Pereira, Richard/ Pienaar, Rod: Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2nd Edition, Palgrave Macmillan, 2005

Choudhry/ Joannas/ Pereira/ Pienaar: Capital Market Instruments Analysis and valuation, 2005, p.

Cotter, John: Minimum Capital Requirement Calculations for UK Futures 2004, SSRN http://bit.ly/2sxmMFl (ნანახია 16.06.2017)

Cotter: Minimum Capital Requirement Calculations for UK Futures, 2004, p.

Cross, Frank B./ Prentice, Robert A.: Law and Corporate Finance, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, UK, USA, 2007

Cross/ Prentice: Law and Corporate Finance, 2007, p.

Davies, Paul L.: Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? 2001, SSRN: http://bit.ly/2tvkRi3 (ნანახია 16.06.2017)

Davies: Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? 2001, p.

Dempsey, Timothy: NYSE IPO Guide: Caxton Business & Legal, Inc, 2nd Edition, 2013

Dempsey: NYSE IPO Guide, 2013, p.

Ebke, Werner F.: Real Seat Doctrine in the Conflict of Corporate Laws, The International Lawyer (ABA), vol. 36, Issue 3, 2002, pp. 1015-1038

Ebke: Real Seat Doctrine in the Conflict of Corporate Laws, 2002, p.

Fabrozzi, Frank J./ Mann, Steven V./ Moorad, Choudhry: The Global Money Markets, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2002

Fabrozzi/ Mann/ Moorad: The Global Money Markets, 2002, p.

Frost, Carsten: Transfer of Company's Seat - An Unfolding Story in Europe, Victoria University of Wellington Law Review, Vol. 36, Issue 2, 2005, pp. 359-388)

Frost: Transfer of Company's Seat - An Unfolding Story in Europe, 2005, p.

Geddes, Ross, IPOs and Equity Offerings, Elsevier Ltd, 1st Edition, 2003. http://bit.ly/2sxZ8c3 (ნანახია 16.16.2017)

Geddes: IPOs and Equity Offerings, 2003, p.

Gerner-Beuerle, Carsten: United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, Capital Markets Law Journal 7(3), 2012

Gerner-Beuerle: United in Diversity: Maximum vs. Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, 2012, p.

Glen, Arnold: Handbook of corporate finance, Pearson Education Limited, 2005

Glen: Handbook of corporate finance, 2005, p.

Goshen, Zohar: Shareholder Dividend Options, Yale Law Journal, Vol. 104, Issue 4, 1995, pp. 881-932

Goshen: Shareholder Dividend Options, 1995, p.

Gounopoulos, Dimitrios/ *Nounis*, Christos Panagiotis/ *Stylianides*, Paris: The Short and Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, Journal of Financial Decision Making, Vol. 4, No.1, 2007

Gounopoulos/ Nounis/ Stylianides: The Short and Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Cyprus Stock Exchange, 2007, p.

Griffin, Stephen: Company law: Fundamental principles, Pearson Education Limited 2000, 4th Edition, 2006

Griffin: Company law: Fundamental principles, 2006, p.

Guzman, Andrew T.: Capital Market Regulation in Developing Countries: A Proposal, Virginia Journal of International Law, Vol. 39, Issue 3, 1999), pp. 607-646

Guzman: Capital Market Regulation in Developing Countries: A Proposal, 1999, p.

Hameed, Irshad: The Doctrine of Limited Liability and the Piercing of the Corporate Veil in the Light of Fraud: A Critical Multi-Jurisdictional Study, 2012. SSRN http://bit.ly/2tvFBWV (ნანახია 16.16.2017)

Hameed: The Doctrine of Limited Liability and the Piercing of the Corporate Veil in the Light of Fraud, 2012, p.

Hartzmark, Michael L./ Seyhun, H. Nejat: Understanding the Efficiency of the Market for Preferred Stock, Virginia Law and Business Review, Vol. 8, Issue 2, 2014, pp. 149-230

Hartzmark/ Seyhun: Understanding the Efficiency of the Market for Preferred Stock, 2014, p.

Heller, J. Dean: What's in a Name: Mezzanine Debt Versus Preferred Equity, Stanford J. Law, Business and Finance 40, 2012

Heller: What's in a Name: Mezzanine Debt Versus Preferred Equity, 2012, p.

Heremans, Dirk/ Bosquet, Katrien: The Future of Law and Finance after the Financial Crisis: New Perspectives on Regulation and Corporate Governance for Banks, University of Illinois Law Review, Vol. 2011, No. 5, 2011

Heremans/ Bosquet: The Future of Law and Finance after the Financial Crisis: New Perspectives
on Regulation and Corporate Governance for Banks, 2011, p.

Hofert, Sebastian/ Moller, Christian: Reform of the Private Limited Company Act and Codification of the Private International Law of Companies in Germany, Law and Financial Markets Review, Vol. 2, Issue 5, 2008, pp. 401-407

Hofert/ Moller: Reform of the Private Limited Company Act and Codification of the Private International Law of Companies in Germany, 2008, p.

Hopt, Klaus J.: Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2007. After Enron, Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe And the U.S.; J. Armour, J. A. McCahery, eds., Oxford (Hart), 2006; pp. 445-496. ECGI Law Working Paper No. 05/2002; ECGI Finance Working Paper.

- *Hopt:* Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron, 2006, p.

Hopt, Klaus J.: Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, American Journal of Comparative Law, Vol. 59, ECGI - Law Working Paper No. 170, 2011

Hopt: Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation, 2011, p.

Jain, Sameer: Investing in Credit Series: Mezzanine Debt, UBS Alternative Investments, 2011. SSRN http://bit.ly/2sBhSIq (ნანახია 16.06.2017)

Jain: Investing in Credit Series: Mezzanine Debt, 2011, p.

Kalss, Susanne: Transfer of Shares of Private Companies, The European Company and Financial Law Review, Vol. 1, 2004, pp. 340-367

Kalss: Transfer of Shares of Private Companies, 2004, p.

Kecskes, Andras/ Halasz, Vendel: The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, Pravni Vjesnik, Vol. 31, Issue 3, 2015, pp. 167-184

Kecskes/ Halasz: The Role of Prospectus Documentation and Prospectus Liability, 2015, p.

Kleinberger, Daniel S./ Bishop, Carter G.: The Next Generation: The Revised Uniform Limited Liability Company Act, Business Lawyer, Vol. 62, p. 515, 2007; William Mitchell Legal Studies Research Paper No. 60; Suffolk University Law School Research Paper No. 07-13

Kleinberger/ Bishop: The Next Generation: The Revised Uniform Limited Liability Company Act, 2007, p.

Kowalewski, Oskar/ Stetsyuk, Ivan/ Talavera, Oleksandr: Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, 2007. SSRN http://bit.ly/2tvOIGY (ნანახია 16.16.2017)

Kowalewski/ Stetsyuk/ Talavera: Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, 2007, p.

Leyens, Patric C. / Hopt, Klaus J.: Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy. ECGI - Law Working Paper No. 18/2004, European Company and Financial Law Review, pp. 135-168, 2004

Leyens/ Hopt: Board Models in Europe, 2004, p.

Machado, Francisco Soares: Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms? 2009. SSRN http://bit.ly/2s9b82U (ნანახია 16.06.2017)

Machado: Effective Creditor Protection in Private Companies: Mandatory Minimum Capital Rules or Ex Post Mechanisms? 2009, p.

Macey, Jonathan R.: Corporate Governance, Princeton University press, 2008

Macey: Corporate Governance, 2008, p.

Macey, Jonathan R./ Mitts, Joshua: Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil, Cornell Law Review, Yale Law & Economics Research Paper No. 488, 2014

Macey/ Mitts: Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil, 2014, p.

Mads, Andenas/ Wooldridge, Frank: European comparative company law, Cambridge University Press, 2009

Mads/ Wooldridge: European comparative company law, 2009, p.

Mantysaari, Petri: The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, Springer Verlag Berlin Heidelberg, 2010

Mantysaari: The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law, 2010, p.

Marano, Pierpaolo/ Ferretti, Isabella: Cross-Listing, Global Shares and Dematerialized Shares, Uniform Law Review, Vol. 11, Issue 2, 2006, pp. 267-284.

Marano/ Ferretti: Cross-Listing, Global Shares and Dematerialized Shares, 2006, p.

Matheson, John H.: Why Courts Pierce: An Empirical Study of Piercing the Corporate Veil, Berkeley Business Law Journal, vol. 7, Issue 1, 2009

Matheson: Why Courts Pierce: An Empirical Study of Piercing the Corporate Veil, 2009, p.

McPherson, T. Richmond/ Raja, Nader S.: Corporate Justice: An Empirical Study of Piercing Rates and Factors Courts Consider When Piercing the Corporate Veil, Wake Forest Law Review, Vol. 45, No. 3, 2010.

McPherson/ Raja: Corporate Justice: An Empirical Study of Piercing Rates and Factors Courts Consider When Piercing the Corporate Veil, 2010, p.

Mehrotra, Anirudh: Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011. SSRN: http://bit.ly/2sjFEpr (ნანახია 16.06.2017)

Mehrotra: Factors Affecting Development of an Emerging Capital Market, 2011, p.

Moll, Douglas K.: Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, Washington and Lee Law Review, Vol. 60, Issue 3, 2003, pp. 841-926

Moll: Shareholder Oppression and Dividend Policy in the Close Corporation, 2003, p.

Morriss, Andrew P.: Changing the Rules of the Game: Offshore Financial Centers, Regulatory Competition & Financial Crises, Chapman's Journal of Law & Policy, 2009

Morriss: Changing the Rules of the Game: Offshore Financial Centers, Regulatory Competition & Financial Crises, 2009, p.

Nelemans, Matthijs: Redefining Trade-Based Market Manipulation, Valparaiso University Law Review, 2008; TILEC Discussion Paper No. 003, 2008

Nelemans: Redefining Trade-Based Market Manipulation, 2008, p.

Nissim, Doron/ Penman, Stephen H.: Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios, S.H. Review of Accounting Studies (2003) 8, 2001

Nissim/ Penman: Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability and Price-to-Book Ratios, 2001, p.

Page, Nigel/ Dempsey, Tim: A guide to listing on the London Stock Exchange, London Stock Exchange plc and White Page Ltd, 2010

Page/ Dempsey: A guide to listing on the London Stock Exchange, 2010, p.

Pardy, Robert: Institutional reform in emerging securities markets, Policy Research working papers no. WPS 907, Financial policy and systems, Washington, World Bank, 1992

Pardy: Institutional reform in emerging securities markets, 1992, p.

Park, James J.: Shareholder Compensation as Dividend, *Michigan Law Review*, vol. 108, Issue 3, 2009, pp. 323-372

Park: Shareholder Compensation as Dividend, 2009, p.

Pistor, Katharina/ Raiser, Martin/ Gelfer, Stanislaw: Law and Finance in Transition Economies, Economics of Transition, Vol. 8, pp. 325-368, 2000

Pistor/ Raiser/ Gelfer: Law and Finance in Transition Economies, Economics of Transition, 2000, p.

Rechtschaffen, Alan N.: Capital markets, derivatives and the law, Oxford University Press, Inc. 2009

Rechtschaffen: Capital markets, derivatives and the law, 2009, p.

Romano, Roberta: e Need for Competition in International Securities Regulation, John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Working Papers. Paper 258, 2001

Romano: e Need for Competition in International Securities Regulation, 2001, p.

Ross, Stephen A./ Westerfield, Randolph W./ Bradford, D. Jordan: Essentials of corollary finance, 6th Edition, McGraw-Hill, 2008

Ross/ Westerfield/ Bradford: Essentials of corollary finance, 2008, p.

Scott, Hal S.: An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005. SSRN http://bit.ly/2sHhgAs (ნანახია 16.16.2017)

Scott: An Overview of International Finance: Law and Regulation, 2005, p.

Siebens, Herman: Herman Siebens, Concepts and Working Instruments for Corporate Governance, Journal of Business Ethics, Vol. 39, No. 1/2, 14th Annual Conference of the European Business Ethics Network (EBEN), 2002, p. 111.

Siebens: Concepts and Working Instruments for Corporate Governance, 2011, p.

Siems, Mathias M.: The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007. SSRN: http://bit.ly/2rE85Bl (ნანახია 18.16.2017)

Siems: The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis, 2007, p.

Sjostrom, William K.: Rebalancing Private Placement Regulation, 36 Seattle University Law Review 703, Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 13-03, 2013

Sjostrom: Rebalancing Private Placement Regulation, 2013, p.

Spiro, Peter S.: Clarifying the Rules for Piercing of the Corporate Veil, 2013. SSRN: http://bit.ly/2tvyzBi (ნანახია 16.16.2017)

Spiro: Clarifying the Rules for Piercing of the Corporate Veil, 2013, p.

Stamp, Mark: Private company law, 3rd Edition, Practice notes series, Cavendish Publishing Limited, 2001

Stamp: Private company law, 2001, p.

Stephan, Paul B.: Regulatory Cooperation and Competition - The Search for Virtue, University of Virginia Law School, Legal Studies Working Paper No. 99-12, 2009

Stephan: Regulatory Cooperation and Competition - The Search for Virtue, 2009, p.

Stoica, Ovidiu: The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002. SSRN: http://bit.ly/2rzAsAy (ნანახია 16.16.2017)

Stoica: The Role of the Capital Market in the Economic Development, 2002, p.

Van Gerven, Dirk: Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, vol. II, Cambridge University Press, 2009

Van Gerven: Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, 2009, p.

van Daelen, Marijn: Risk Management Solutions in Business Law: Prospectus Disclosure Requirements, 2008. SSRN http://bit.ly/2s9yLs4 (ნანახია 16.06.2017)

Van Daelen: Risk Management Solutions in Business Law: Prospectus Disclosure Requirements, 2008, p.

Walther, Ben: The Peril and Promise of Preferred Stock, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 39, Issue 1, pp. 161-222, 2014

Walther, The Peril and Promise of Preferred Stock, 2014, p.

Yackle, Larry: Competitive Federalism: Five Clarifying Questions, Boston University Law Review, Vol. 94, Issue 4, 2014, pp. 1403-1418

Yackle: Competitive Federalism: Five Clarifying Questions, 2014, p.

კანონები

საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი

საქართველოს სისხლის სამართლის კოდექსი

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” საქართველოს კანონი

„მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონი

“მეწარმეთა შესახებ” საქართველოს კანონში ცვლილებებისა და დამატებების შეტანის თაობაზე კანონი №5913 - სსმ I, №7, 26.03.2008წ.

Საქართველოს კანონი - საქართველოს საგადასახადო კოდექსი

“საწარმოთა ობლიგაციების ემისიის პროსპექტებისა და განთავსების ანგარიშების შესახებ“ წესის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს უფროსის ბრძანება

საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში ცვლილებებისა და დამატებების შეტანის თაობაზე, 2008 წლის 14 მარტი

საქართველოს კანონი „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონში ცვლილებებისა და დამატებების შეტანის თაობაზე 2008 წლის 14 მარტი

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება №79/04 2016 წლის 5 აგვისტო.

ასოცირების შესახებ შეთანხმება, ერთი მხრივ, ევროკავშირს და ევროპის ატომური ენერგიის გაერთიანებას და მათ წევრ სახელმწიფოებსა და, მეორე მხრივ, საქართველოს შორის

დანართი XXIII, ასოცირების შესახებ შეთანხმება, ერთი მხრივ, ევროკავშირს და ევროპის ატომური ენერგიის გაერთიანებას და მათ წევრ სახელმწიფოებსა და, მეორე მხრივ, საქართველოს შორის.

Lisbon Treaty

Treaty on European Union.
The Code of Laws of the United States of America
The statute of the state
Model Business Corporation Act
Directive 2001/34/EC
Sarbanes-Oxley Act of 2002
The Securities Exchange Act of 1934
Wyoming LLC Act
Companies Act 2006,
NASDAQ LISTING RULES
Combined Code
German Stock Corporation Act
Singapore Companies Act
The Company Law of the People's Republic of China
Directive 2006/43/ec
The UK Corporate Governance Code
German Corporate Governance Code,
Directive 2014/65/EU
Securities Act of 1933
Basel II
Directive 2012/30/EU;
Model Business Corporation Act (MBCA)
Uniform Fraudulent Transfer Act და petri 143
Regulation D,
Directive 2003/71/EC
Securities Trading Act
2003/6/EC
Directive 2004/109/EC.

გადაწყვეტილებები:

საქართველოს უზენაესი სასამართლო, სამოქალაქო საქმეთა პალატა, გადაწყვეტილება №ას-286-272-2013 (2013)

საქართველოს უზენაესი სასამართლო, სამოქალაქო საქმეთა პალატა, გადაწყვეტილება №ას-1026-961-2012 (2012)

საქართველოს უზენაესი სასამართლო, სამოქალაქო საქმეთა პალატა, გადაწყვეტილება №ას-1158-1104-2014 (2015)

Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd. Case C-167/01. 2003 http://bit.ly/2tvTLXO (ნანახია 18.06.2017)

Entros Ltd v. *Erhvervs- og Selskabsstyrelsen* (http://bit.ly/2sBh6Ls)

Überseering BV v. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC) (http://bit.ly/2tw4Vfo)

Salomon v. A Salomon & Co Ltd [1896] UKHL

Klang v. Smith's Food & Drug Centers, Inc. http://bit.ly/2seEJrP (ნანახია 18.06.2017)

ბმულები

Law in Transition 2002, 10 years of Legal Transition of World Bank - http://bit.ly/2s9FIcE (ნანახია 15.06.2017)

Financial Conduct Authority - Central securities depositories - http://bit.ly/2sKTB29 (ნანახია 18.06.2017)

Georgian Stock Exchange - http://bit.ly/2rFyrTe (ნანახია 18.06.2017)

Governance Professionals of Canada (GPC) - Corporate Secretaries - http://bit.ly/2sy2ATY (ნანახია 16.06.2017)

Methodology of Protecting Minority Investors of World Bank - http://bit.ly/2sBirBS (ნანახია 16.06.2017)

The company secretary in the UK and their role in upholding best practice in corporate Governance in banks and other organisations - http://bit.ly/2rIrjAH (ნანახია 18.06.2017)

Therapeuticsmd, Inc. 2013, Insider Trading Policy - http://bit.ly/1Rtw4U2 (ნანახია 15.06.2017)
Transition Report 2000 of World Bank - http://bit.ly/2sjPDuw (ნანახია 15.06.2017)
Rule of Law Index of th World Justice Project (WJP) - http://bit.ly/2sIWVdY (ნანახია 17.06.2017)
Society for Corporate Governance - Corporate Secretaries - http://bit.ly/2roB3Rm (ნანახია 15.06.2017)
U.S. Securities and Exchange Commission, Investor Bulletin: Accredited Investors
http://bit.ly/2ktXSzX (ნანახია 18.06.2017)
Winston Churchill: calling for a United States of Europe - http://bit.ly/2hQMmRw (ნანახია 17.06.2017)
ობლიგაციების ემისიის საბოლოო პროსპექტუსი - ფინკა ბანკი საქართველო: http://bit.ly/2rEauXM (ნანახია 16.06.2017)
ობლიგაციების ემისიის საბოლოო პროსპექტუსი - შპს „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“: http://bit.ly/2tw5YMd (ნანახია 16.06.2017)
ობლიგაციების ემისია - აგვისტო 2015 - შპს „ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი“: http://bit.ly/2sel8rP (ნანახია 16.06.2017)
ობლიგაციების ემისია 2015 - "სამედიცინო კორპორაცია ევექსი" http://bit.ly/2sBa1dC (ნანახია 16.06.2017)
M2-ის ობლიგაცია - http://bit.ly/2rzWGCx (ნანახია 16.06.2017)