

საინვესტიციო ბანკების კრიტიკული როლი განვითარებადი ეკონომიკების მდგრად ზრდაში: საქართველო როგორც მაგალითი

გიორგი თურაზაშვილი,

საქართველოს უნივერსიტეტი

რეზიუმე

მდგრადი ეკონომიკური ზრდა განვითარებადი ქვეყნების ერთ-ერთი მთავარი გამოწვევაა. ამ კვლევის მიზანია საინვესტიციო ბანკების როლის შეფასება ამ პროცესში, საქართველოს მაგალითზე. კვლევის ჰიპოთეზა არის, რომ მდგრადი ზრდა საჭიროებს არა მხოლოდ კომერციულ საბანკო სისტემას, არამედ სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების არსებობას, როგორც სტრუქტურული ცვლილებების კატალიზატორის. კვლევა ეფუძნება ლიტერატურის ანალიზს, საქართველოს მაკროეკონომიკური მონაცემების შეფასებას და ფინანსური ინსტიტუტების საქმიანობის შესწავლას. თეორიული ნაწილი აერთიანებს ფინანსური ინტერმედიაციის კლასიკურ თეორიებს მდგრადი ფინანსირებისა და ESG (გარემო, სოციალური, მმართველობა) სტანდარტების თანამედროვე კონცეფციებთან. შედეგები აჩვენებს, რომ საქართველოში, სადაც ფინანსური სექტორი ძირითადად კომერციულ ბანკებზეა დამოკიდებული, სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკის ინსტიტუტი პრაქტიკულად არ არსებობს. კომერციული ბანკების საინვესტიციო ქვედანაყოფები ძირითადად მარტივ ფასიან ქაღალდებზე მუშაობენ და ვერ ასრულებენ კომპლექსურ ფუნქციებს, როგორიცაა დიდი ინფრასტრუქტურული პროექტების ორგანიზება, კორპორატიული შერწყმების ტრანზაქციები ან ინოვაციური პროექტების დაფინანსება. ძირითადი მიზეზებია: სუსტი კაპიტალის ბაზარი, სპეციალისტთა ნაკლებობა, საინვესტიციო ბანკირებისთვის განკუთვნილი რეგულაციების არარსებობა და მოკლევადიან დეპოზიტებზე დამოკიდებული ბიზნეს-მოდელი. დასკვნა: მდგრადი ზრდისთვის აუცილებელია სრულფასოვანი, დამოუკიდებელი საინვესტიციო ბანკების ჩამოყალიბება. ამისათვის საჭიროა: სპეციალური რეგულაციების შემოღება, კაპიტალის ბაზრის გაღრმავება, კადრების მომზადება და გრძელვადიანი კაპიტალის წყაროების მოზიდვა. მხოლოდ ამ პირობებში შეძლებს საქართველო ფინანსური ინოვაციების პოტენციალის სრულად გამოყენებას მდგრადი განვითარებისთვის.

საძიებო სიტყვები: საინვესტიციო ბანკი, მდგრადი ეკონომიკური ზრდა, განვითარებადი ეკონომიკა, ფინანსური სისტემა, საქართველო, კაპიტალის ბაზარი, კომერციული ბანკი, ფინანსური ბაზრები, საფონდო ბირჟები.

1 შესავალი

განვითარებად ეკონომიკათა მთავარი გამოწვევა მდგრადი და დინამიური ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფაა. ეს პროცესი მოითხოვს არა მხოლოდ მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას, არამედ ეკონომიკის სტრუქტურულ ტრანსფორმაციას – ინფრასტრუქტურის განვითარებას, წარმოების ზრდას და კაპიტალის მობილიზაციას მაღალშემოსავლიან და ინოვაციურ სექტორებში. ამ თვალსაზრისით, გადამწყვეტი როლი ენიჭება ქვეყნის ფინანსური სისტემის სიძლიერეს და მოქნილობას. კლასიკური ეკონომიკური თეორიის მიხედვით, ბანკებზე დამოკიდებული ფინანსური სისტემა ეფექტიანი შეიძლება იყოს საწყის ეტაპზე, როდესაც მთავარი ამოცანა სავაჭრო და მარტივი საწარმოო აქტივების დაფინანსებაა. თუმცა, შემდგომი განვითარებისთვის, როცა საჭირო ხდება უზარმაზარი კაპიტალის გადანაწილება გრძელვადიანი, მაღალი რისკის სტრუქტურულ პროექტებში, ტრადიციული კომერციული საბანკო მოდელის შესაძლებლობები შეზღუდულია. მისი ბიზნეს-ლოგიკა ეფუძნება მოკლევადიან დეპოზიტებსა და ძირითადად ქონებით უზრუნველყოფილ სესხებს. შესაბამისად ამ ფუნქციურ ხარვეზს ავსებენ საინვესტიციო ბანკები სპეციალიზებული ფინანსური შუამავლები, რომელთა მთავარი მისიაა კაპიტალის ბაზრის განვითარება, კორპორატიული რესტრუქტურირება და კომპლექსური პროექტების ფინანსური სტრუქტურირება. ისინი ქმნიან ინსტრუმენტებს გრძელვადიანი კაპიტალის მობილიზაციისთვის და აკავშირებენ დამფინანსებლებს იმ პროექტებთან, რომლებსაც ტრადიციული ბანკები ვერ ან არ აფინანსებენ. საქართველოს ეკონომიკა, რომელმაც ბოლო ათწლეულში მნიშვნელოვანი მაკროეკონომიკური რეფორმები განახორციელა, წარმოადგენს რელევანტურ მაგალითს ამ თეორიული დიფერენციაციის შესამოწმებლად. ქვეყნის ფინანსური სისტემა დღემდე დომინირებულია კომერციული ბანკებით, რომლებიც ძირითადად მოკლევადიან დეპოზიტებსა და საკრედიტო საქმიანობაზე არიან ორიენტირებულნი. მიუხედავად იმისა, რომ ლიდერი კომერციული ბანკები გთავაზობენ საინვესტიციო მომსახურებას, მათი საქმიანობის მასშტაბი და ხასიათი ძირითადად ტრადიციულ ფასიან ქაღალდებთანაა დაკავშირებული. ამრიგად, გვაქვს შემდეგი კვლევითი ხარვეზი: საქართველოს ეკონომიკა, რომელიც განვითარების ახალ ეტაპზე გადასვლას გეგმავს, არ ფლობს სრულფასოვან ფინანსურ ინსტიტუციებს, რომლებიც ამ სტრუქტურულ ცვლილებებს ეფექტურად შეუწყობდნენ ხელს. სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების არსებობის და მისი მოდელის შესწავლა რჩება აქტუალური მეცნიერული ანალიზის საგნად.

2 ლიტერატურის მიმოხილვა

2.1 ფინანსური ინტერმედიაციის (შუამავლების) თეორიები და სისტემის სტრუქტურა. ეკონომიკური განვითარების თეორიაში, ფინანსური სისტემის როლი რესურსების ეფექტიანი გადანაწილების ძირითად მექანიზმად განიხილება. კლასიკური მიდგომები, როგორც წესი, ხაზს უსვამს ინფორმაციული ასიმეტრიისა და ტრანზაქციის ხარჯების შემცირების მნიშვნელობას (Diamond, 1984; Boyd & Prescott, 1986). ამ კონტექსტში, ბანკები ფასდებიან როგორც ეფექტიანი მონიტორინგისა და რისკის დივერსიფიკაციის მექანიზმები, განსაკუთრებით განვითარების საწყის ეტაპებზე, როდესაც კაპიტალის ბაზარი განუვითარებელია (Levine, 2005). თუმცა, სამეცნიერო დისკუსია ხაზგასმით განასხვავებს ბანკებზე დამოკიდებულ (bank-based) და ბაზარზე დამოკიდებულ (market-based) ფინანსურ სისტემებს (Allen & Gale, 2000). პირველი მათგანი, რომლისთვისაც დამახასიათებელია კომერციული ბანკების დომინანტობა, ტრადიციულად უკავშირდება ფასეულობის სტაბილურ გადანაწილებას და ურთიერთდამოკიდებულ, გრძელვადიან ურთიერთობებს (Boot, 2000). მეორე კი, სადაც მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ საფონდო ბირჟები და საინვესტიციო ბანკები, უფრო შესაფერისია ინოვაციის, რისკის განაწილებისა და რადიკალური სტრუქტურული ცვლილებების ფინანსირებისთვის (Levine & Zervos, 1998).

2.2 საინვესტიციო ბანკების ფუნქციონალური მნიშვნელობა განვითარებად ეკონომიკებში

განვითარებადი ეკონომიკების კონტექსტში, საინვესტიციო ბანკების როლი სცილდება ტრადიციულ ფინანსურ შუამავლობას. ისინი მოქმედებენ როგორც სტრუქტურული ტრანსფორმაციის არქიტექტორები (Gurley & Shaw, 1960-ის იდეების განვითარება). მათი ძირითადი ფუნქციები შეიძლება დაიყოს სამ ბლოკად:

1. კაპიტალის ბაზრის ორგანიზება: სააქციო და სასესხო ობლიგაციების სახით სახსრების მობილიზაცია, რაც გრძელვადიანი ინვესტიციების წყაროს ქმნის (Mishkin, 2001).
2. კორპორატიული ფინანსებისა და M&A ოპერაციები: კომპანიების რესტრუქტურირება, შერწყმები და შესყიდვები, რაც ეფექტიანობის ამაღლების და ინდუსტრიების კონსოლიდაციის მექანიზმია (Berk & DeMarzo, 2017).
3. კომპლექსური პროექტების ფინანსური სტრუქტურირება: საჯარო-პრივატული პარტნიორობების (PPP), ინფრასტრუქტურული ობლიგაციების და სინდიკირებული სესხების (Syndicated Loan) ორგანიზება, რაც კომერციული ბანკებისთვის ზედმეტად რისკიანი ან რთული პროექტების განხორციელების საშუალებას იძლევა (Esty, 2004).

მიუხედავად ამისა, აღნიშნული ინსტიტუტის განვითარებას განვითარებად ბაზრებზე ხშირად ხელს უშლის ინსტიტუციური და სტრუქტურული ბარიერები: კაპიტალის ბაზრის სიღრმის ნაკლებობა, რეგულაციური გარემოს არასრულყოფილება, სპეციალიზებული ადამიანური კაპიტალის დეფიციტი და მოკლევადიან ფინანსურ რესურსებზე დამოკიდებულება (Claessens & Laeven, 2003).

2.3. საქართველოს ფინანსური სისტემის კონტექსტში არსებული კვლევები

საქართველოს ფინანსური სექტორის შესახებ არსებული მეცნიერული ლიტერატურა ძირითადად კონცენტრირებულია მის მაკროეკონომიკურ სტაბილურობასა და კომერციული საბანკო სისტემის გამძლეობაზე (Papava, 2016; IMF Country Reports). თუმცა, სისტემური ანალიზი, რომელიც განიხილავს კაპიტალის ბაზრის განვითარების სიღრმისეულ პრობლემებს და სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების არარსებობის გამოწვევებს მდგრადი ზრდისთვის, მნიშვნელოვნად შეზღუდულია. არსებული ნაშრომები და სტატიები (და ასევე საქართველოს ეროვნული ბანკის ანგარიშები, 2020-2023) უსვამენ ხაზს, რომ ქვეყნის კაპიტალის ბაზარი რჩება ვიწრო და არალიკვიდურად, ხოლო ფინანსირების პირველადი წყაროს კომერციული სესხები წარმოადგენს. ეს ქმნის გარკვეულ პარადოქსს: მიუხედავად მაღალი ბანკარიზაციის მაჩვენებლებისა, ეკონომიკას აკლია ფინანსური ინსტრუმენტების და ინსტიტუტების სიმრავლე, რაც აუცილებელია სტრუქტურული ტრანსფორმაციისთვის. ლიტერატურაში არ არის საკმარისად გამოკვეთილი კავშირი საინვესტიციო ბანკირების ინსტიტუციური დეფიციტისა და მდგრადი, ინოვაციური ზრდის შესაძლებლობების შორის, რაც განსაზღვრავს ამ კვლევის აქტუალობასა და სივრცეს.

2.4. რეგულაციური გარემოს გავლენა ფინანსურ ინოვაციებსა და საინვესტიციო ბანკინგზე

ფინანსური სისტემის სტრუქტურაზე და საინვესტიციო ბანკირების განვითარებაზე რეგულაციური გარემოს გადამწყვეტი გავლენის შესახებ თეორიული და ემპირიული ლიტერატურა ფართოა. კლასიკური მიდგომა (Stigler, 1971; Peltzman, 1976) ხაზს უსვამს რეგულაციის „დაჭერა-გათავისუფლების“ თეორიას, რომლის მიხედვითაც მოქმედი ინდუსტრიები ხშირად იყენებენ რეგულაციებს ახალი მონაწილეების შესაშვლად. ფინანსურ კონტექსტში, რეგულაციები, რომლებიც პირველ რიგში ორიენტირებულია კომერციულ ბანკებზე და დეპოზიტების დაცვაზე (როგორცაა ბაზელის სტანდარტები), შეიძლება უნებლიე ეფექტით ხელი შეუშალოს საინვესტიციო ბანკირების განვითარებას, რომელიც სხვა ტიპის რისკებსა და ბიზნეს-მოდელებს გულისხმობს (Barth et al., 2006).

თანამედროვე ლიტერატურა უფრო დიფერენცირებულ მიდგომას გვთავაზობს. ერთის მხრივ, რეგულაცია, განსაკუთრებით კაპიტალის ადეკვატურობის მოთხოვნები და სადეპოზიტო დაზღვევის სქემები, ხელს უწყობს სისტემური სტაბილურობას და ინვესტორთა ნდობას კრიტიკულ წინაპირობას ნებისმიერი ფინანსური სისტემის, მათ შორის კაპიტალის ბაზრების განვითარებისთვის (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 2002). მეორე მხრივ, ზედმეტად მკაცრი ან შეუსაბამო რეგულაცია შეიძლება „დაახრჩოს“ ინოვაციას (Rajan & Zingales, 2003). კერძოდ, საინვესტიციო ბანკირებისთვის, რომლის საქმიანობის ბირთვს წარმოადგენს კაპიტალის ბაზრის ოპერაციები, ქსელური ეფექტები და საკუთარი ანგარიშით ტრანზაქციებში მონაწილეობა, კომერციული ბანკებისთვის შექმნილი რეგულაციური ჩარჩო შეიძლება იყოს არაადეკვატური და შემზღუდველი (Boot & Thakor, 1997).

განვითარებადი ეკონომიკების კონტექსტში ეს დიქტომია განსაკუთრებით მწვავეა. კვლევები აჩვენებს, რომ რეგულაციურმა რეფორმებმა, რომლებმაც გააუმჯობესა მომხმარებელთა დაცვა, გახსნა ბაზარი უცხოურ მონაწილეებთან და შემოიღო თანამედროვე საბირჟო ინფრასტრუქტურა, მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა კაპიტალის ბაზრების გაღრმავებაში აღმოსავლეთ ევროპასა და ცენტრალურ აზიაში (Haselmann et al., 2010). ამასთან, ლიტერატურაში ხაზგასმულია, რომ რეგულაცია უნდა იყოს არა მხოლოდ მკაცრი, არამედ მოქნილი და სექტორული თავისებურებების გათვალისწინებით. სპეციალიზებული რეგულაციური ჩარჩოს არარსებობა საინვესტიციო საქმიანობისთვის (მაგალითად, განცალკევების (ring-fencing) წესების, საბაზრო რისკების მართვის სტანდარტებისა და კაპიტალის ადეკვატურობის სპეციფიკური მოთხოვნების გარეშე) ქმნის გაურკვევლობას, ზრდის ოპერაციულ ხარჯებს და ზღუდავს საინვესტიციო ბანკების შესაძლებლობებს კომპლექსურ სტრუქტურირებულ ტრანზაქციებში მონაწილეობისა (Claessens & Klapper, 2005).

ამგვარად, ლიტერატურა გვიდასტურებს, რომ რეგულაციური გარემო არ არის ნეიტრალური ფონი, არამედ აქტიური ფაქტორი, რომელსაც შეუძლია ან შეუწყოს ხელი, ან შეაფერხოს ფინანსური სისტემის სტრუქტურის ევოლუცია ბანკებზე ორიენტირებული მოდელიდან ბაზარზე ორიენტირებული მოდელისკენ. კერძოდ, სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების ინსტიტუტის ჩამოყალიბებას.

3 კვლევის მეთოდოლოგია და შეზღუდვები

კვლევა ეფუძნება თეორიულ და ემპირიული ანალიზის კომბინაციას. თეორიული ნაწილი აგებულია სპეციალიზებული ლიტერატურის სისტემატურ მიმოხილვაზე, რომელიც მოიცავს ფინანსური ინტერმედიაციის, კაპიტალის ბაზრების განვითარების თეორიებსა და საინვესტიციო ბანკების ფუნქციურ როლს. ემპირიული ანალიზის ჩასატარებლად გამოყენებულია საჯარო და სანდო მეორადი მონაცემთა წყაროები: საქართველოს ეროვნული ბანკის სტატისტიკური ცნობარები,

საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციების (მსოფლიო ბანკი, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი) ანგარიშები, აგრეთვე ადგილობრივი ფინანსური ინსტიტუტების საჯაროდ გამოქვეყნებული ინფორმაცია. კვლევაში გამოყენებულია შედარებითი ანალიზის მეთოდი, რათა საქართველოს ფინანსური სისტემის სტრუქტურა და სიღრმე შევადაროთ მსგავსი განვითარების დონის მქონე ან წარმატებული ტრანსფორმაციის გამოცდილების მქონე ქვეყნების ინდიკატორებს. ამასთან, გამოყენებულია ხარისხობრივი ანალიზი, რომლის ფარგლებში შეფასდება არა მხოლოდ რაოდენობრივი მაჩვენებლები, არამედ ინსტიტუციური გარემო, რეგულაციური ჩარჩო და ბიზნეს-მოდელების ხარისხობრივი მახასიათებლები, რაც საქართველოში სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების არარსებობის ან უკან განვითარების ძირეულ მიზეზთა იდენტიფიცირების საშუალებას იძლევა.

4 საინვესტიციო ბანკების ფუნქციები და მათი რეალიზაციის შეზღუდვები საქართველოში

თეორიულად, საინვესტიციო ბანკების როლი ეკონომიკურ გარდაქმნაში სამი ძირითადი ფუნქციით განისაზღვრება:

1. კაპიტალის ბაზრის ორგანიზება და გრძელვადიანი რესურსების მობილიზაცია,
2. კორპორატიული ფინანსებისა და M&A ოპერაციების უზრუნველყოფა
3. კომპლექსური ინფრასტრუქტურული პროექტების ფინანსური სტრუქტურირება.

ამ თავში განხილულია თუ რამდენად არის ეს ფუნქციები რეალიზებული საქართველოს ფინანსურ სისტემაში და რა ბარიერები ზღუდავს და უშლის ხელს მათ სრულფასოვან განვითარებას.

4.1. საქართველოს ფინანსური სისტემის სტრუქტურული დისბალანსი

საქართველოს ფინანსური სისტემა კლასიკური მაგალითია ბანკებზე ჰიპერდამოკიდებული სტრუქტურის, სადაც კომერციული ბანკების აქტივები მთლიანი ფინანსური სისტემის აქტივების 85%-ზე მეტს შეადგენს (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2023). კაპიტალის ბაზარი, მიუხედავად ფორმალური არსებობისა, რჩება ღრმად განუვითარებელი. საფონდო ბირჟაზე კაპიტალიზაცია მშპ-ს 15%-ზე ნაკლებია, ხოლო ობლიგაციების ბაზარი მთავარობრივ სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს მოიცავს (მსოფლიო ბანკი, 2022). ეს სტრუქტურა ასახავს ფინანსირების მიმართულების ცალმხრივობას ვინაიდან ეკონომიკისთვის საჭირო გრძელვადიანი და შედარებით დაბალ რისკიანი კაპიტალი არ არის მობილიზებული.

კვლევის შეზღუდვები და შემდგომი კვლევის მიმართულებები

ეს კვლევა ეფუძნება ღია, მეორად მონაცემებს და ინსტიტუციურ ანალიზს. მასში არ არის პირველადი მონაცემები, როგორცაა ფინანსური ინსტიტუტების ხელმძღვანელების ან რეგულატორების ინტერვიუები, რამაც შეიძლება უფრო ღრმა გააზრების საშუალება მოგვცეს გადაწყვეტილების მიღების შიდა მოტივებზე. ასევე, კვლევა ფოკუსირებულია მაკრო დონეზე და არ შეეხება კონკრეტული ტრანზაქციების ან პროდუქტების შემოსავლიანობის მიკროეკონომიკურ ანალიზს.

შემდგომი კვლევა შეიძლება მოიცავდეს:

- ფინანსური სექტორის წარმომადგენლებთან სისტემატურ რაოდენობრივ კვლევას (ინტერვიუები, ფოკუს-ჯგუფები) ბარიერებისა და შესაძლებლობების შესახებ.
- საინვესტიციო ბანკირების განვითარების წარმატებული შემთხვევების (მაგ., პოლონეთი, ჩეხეთი) სისტემურ შედარებით ანალიზს საქართველოსთან.
- ეკონომეტრიული ანალიზის ჩატარებას, რათა შეფასდეს კაპიტალის ბაზრის სიღრმის კონკრეტული ინდიკატორების გავლენა მშპ-ს მდგრად ზრდაზე საქართველოს პირობებში.

4.2. არსებული მოდელის ფუნქციური შეზღუდვები

საქართველოში საინვესტიციო მომსახურება ძირითადად დომინანტური კომერციული ბანკების სპეციალიზებულ ქვედანაყოფებს (მაგ., TBC Capital, Bank of Georgia's Galt & Taggart) ემსახურება. მიუხედავად ამისა, მათი საქმიანობა არსებითად განსხვავდება სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების ფუნქციონალისგან.

- შემოსავლების სტრუქტურა - მოგება ძირითადად ტრადიციული საბროკერო მომსახურებიდან (საფონდო ბირჟაზე ოპერაციები) და მარტივი დავალიანების ინსტრუმენტების განთავსებიდან მოდის. კომპლექსური სტრუქტურირებული ფინანსირების, M&A ტრანზაქციების ან გაერთიანებული (სინდიკატირებული) სესხების წილი მინიმალურია.
- ბიზნეს-ლოგიკა - ბიზნესის კვლავ მოქმედებს კომერციული ბანკის მოკლევადიანი დეპოზიტებით დაფინანსებული და რისკთან დაკავშირებით კონსერვატიული ლოგიკის ფარგლებში. ეს გამოორიცხავს ნამდვილად გრძელვადიანი (5-7+ წელი) და მაღალი რისკის პროექტების ფინანსირებას, როგორცაა კვლევით-განვითარებითი ან დიდი ინფრასტრუქტურული ინიციატივები.
- ინსტიტუციური შესაძლებლობები - არ არსებობს სპეციალიზებული, დამოუკიდებელი ინსტიტუტი, რომლის მთავარი მისია და მიზანი იქნება კაპიტალის ბაზრის ორგანიზება და კორპორატიული სტრუქტურირება.

ქვედანაყოფები ხშირად ფუნქციონირებენ როგორც მხარდამჭერი სერვისი ბანკის ძირითადი კლიენტებისთვის, და არა როგორც დამოუკიდებელი ინიციატორები ეკონომიკურ ტრანსფორმაციაში.

4.3. სტრუქტურული ბარიერების ანალიზი

სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების განვითარებას საქართველოში ხელს უშლის რამდენიმე მნიშვნელოვანი, ურთიერთდაკავშირებული ბარიერი:

1. კაპიტალის ბაზრის სიღრმის ნაკლებობა: არ არსებობს კრიტიკული მასა ინსტიტუციური ინვესტორების საპენსიო ფონდები(საყოველთაო სავალდებულო საპენსიო ფონდის გარდა), სადაზღვევო კომპანიები, სუვერენული ფონდები), რომლებიც გრძელვადიანი კაპიტალის ძირითადი მიმწოდებლები და ბაზრის სტაბილიზატორები არიან. ეს ბაზარს არალიკვიდურს და მოკლევადიან მიზნებზე ორიენტირებულს ხდის.
2. რეგულაციური გარემოს არასრულყოფილება: მოქმედი კანონმდებლობა უპირველეს ყოვლისა კომერციულ საბანკო საქმიანობას არეგულირებს. არ არსებობს სპეციფიკური რეგულაციული ჩარჩო, რომელიც გაითვალისწინებდა საინვესტიციო ბანკების საქმიანობის თავისებურებებს (მაგ., საკუთარი კაპიტალით ტრანზაქციებში მონაწილეობა, წინასწარი განლაგების (underwriting) რისკების მართვა), რაც მათ ოპერაციულ და კონკურენტუნარიან რისკებს ზრდის.
3. საკადრო რესურსების დეფიციტი: ქვეყანაში არ არსებობს სპეციალისტთა საკმარისი რაოდენობა განყოფილების, სტრუქტურირების, M&A და კორპორატიული ფინანსების დარგში. განათლების სისტემაში შესაბამისი პროგრამების სიმცირე და გლობალურ ბაზარზე კონკურენციის უნარის არქონა მნიშვნელოვან შეზღუდვას წარმოადგენს.
4. მოკლევადიანი ფინანსირების დომინირება: ბიზნესის და ინვესტორების ფსიქოლოგია მოკლევადიანი შედეგებისკენ არის მიმართული. ეს ხელს უშლის გრძელვადიანი კაპიტალის ჩამოყალიბებას, რაც საინვესტიციო ბანკირების ბიზნეს-მოდელის საფუძველია.

ამ ბარიერების ერთობლიობა ქმნის "ცუდი წრის" ეფექტს: კაპიტალის ბაზრის სისუსტე არ ქმნის პირობებს საინვესტიციო ბანკებისთვის, ხოლო მათი არარსებობა, თავის მხრივ, ვერ აღვივებს და არ ღრმავებს კაპიტალის ბაზარს.

5 დისკუსია და რეკომენდაციები

ამ კვლევის ანალიზმა ნათლად აჩვენა, რომ საქართველოს ფინანსური სისტემა, მიუხედავად სტაბილურობისა და ბანკარიზაციის მაღალი მაჩვენებლებისა, განიცდის სტრუქტურულ დისბალანსს. კომერციული ბანკების დომინანტობა და კაპიტალის ბაზრის სიმცირე ქმნის სიტუაციას, როდესაც ეკონომიკას აკლია

სპეციალიზებული ფინანსური შუამავალი გრძელვადიანი, რისკიანი და სტრუქტურული ტრანსფორმაციისთვის აუცილებელი ინვესტიციების მობილიზაციისთვის. ეს დასტურდება ლიტერატურაში აღწერილი თეორიული მასალით ბანკებზე და ბაზრებზე დამოკიდებულ სისტემებს შორის (Levine, 2005) – საქართველო მკაფიოდ მიეკუთვნება პირველ კატეგორიას, მაგრამ მისი განვითარების ეტაპი მოითხოვს მეორეზე გადასვლის ელემენტებს.

ამგვარად, კვლევის ძირითადი ჰიპოთეზა რომ მდგრადი ზრდა საჭიროებს არა მხოლოდ კომერციულ საბანკო სისტემას, არამედ სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების ინსტიტუტს საქართველოს კონტექსტში დასტურდება. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ პრობლემა უფრო ღრმაა, ვიდრე უბრალოდ ახალი ტიპის ბანკების გაჩენა. საქმე ინსტიტუციურ გარემოშია, რომელიც ამჟამად არ უწყობს ხელს ასეთი ინსტიტუტების ჩამოყალიბებას. არსებული კომერციული ბანკების საინვესტიციო ქვედანაყოფები, რომელთა საქმიანობაც გაანალიზდა, წარმოადგენენ ჰიბრიდულ მოდელს. ისინი იკავებენ გარკვეულ ნიშას, მაგრამ მათი ბიზნეს-ლოგიკა, რომელიც დაფუძნებულია მოკლევადიან დეპოზიტებზე და რისკების მკაცრ კონტროლზე, გამორიცხავს სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკისთვის დამახასიათებელ კომპლექსურ და გრძელვადიან ოპერაციებს.

რეკომენდაციები:

საქართველოში საინვესტიციო ბანკირების ინსტიტუტის განვითარებისთვის აუცილებელია სისტემური და მრავალდონიანი მიდგომა, რომელიც მოიცავს რეგულაციურ, საბაზრო და საკადრო რეფორმებს.

1. რეგულაციური ჩარჩოს დახვეწა: აუცილებელია შეიქმნას სპეციფიკური რეგულაციული გარემო საინვესტიციო ბანკების ან საინვესტიციო საბანკო საქმიანობისთვის. ამ ჩარჩომ უნდა განსაზღვროს:
 - **საკმარისი კაპიტალის ადეკვატური მოთხოვნები**, რომელშიც გაითვალისწინებენ საბაზრო და კრედიტულ რისკებს, მაგრამ არ იქნება გადაჭარბებით მკაცრი, რათა არ შეაფერხოს ინოვაცია.
 - **საბაზრო რისკების მართვის სტანდარტები**, რომლებიც განსხვავდება კომერციული ბანკებისთვის დამახასიათებელი კრედიტული რისკების მართვისგან.
 - **მოქმედი კომერციული ბანკებისათვის საინვესტიციო საქმიანობისგან განცალკევების (ring-fencing) ნორმები**, რაც შეამცირებს კონფლიქტის რისკებს და დაეხმარება კაპიტალის ადეკვატურ განაწილებას.
2. კაპიტალის ბაზრის ინსტიტუციური გაღრმავება: საინვესტიციო ბანკების არსებობას აზრი აქვს მხოლოდ აქტიურ და ლიკვიდურ კაპიტალის ბაზარზე. ამისათვის საჭიროა:

- **ინსტიტუციური ინვესტორების განვითარება:** უნდა შემუშავდეს პოლიტიკა საპენსიო, სადაზღვევო და საინვესტიციო ფონდების განვითარებისთვის, როგორც გრძელვადიანი კაპიტალის ძირითადი წყაროსა და ბაზრის სტაბილიზატორის.
 - **ფინანსური ინსტრუმენტების დივერსიფიკაცია:** ხელის შეწყობა კორპორატიული ობლიგაციების, საპროცენტო და სარისკო სადებეტო ინსტრუმენტების, ისევე როგორც სექტორული და ინფრასტრუქტურული ETF-ების განვითარებას.
 - **საჯარო-პრივატული პარტნიორობების (PPP) ჩარჩოს სრულყოფა:** რის შედეგადაც საინვესტიციო ბანკები მიიზიდებიან დიდი ინფრასტრუქტურული პროექტების სტრუქტურირებაში.
3. საკადრო პოტენციალის გაძლიერება: სპეციალისტთა დეფიციტი ერთ-ერთი მთავარი ბარიერია. რეკომენდირებულია:
- საგანმანათლებლო პროგრამების დანერგვა: უნივერსიტეტებში და პროფესიული ორგანიზაციების თანამშრომლობით უნდა შეიქმნას საგანმანათლებლო კურსები და პროგრამები.
 - სტაჟირებისა და ცოდნის გაცვლის პროგრამები: წახალისება თანამშრომლობისა როგორც ადგილობრივ ბანკებთან, ისე საერთაშორისო ფინანსურ ჯგუფებთან პრაქტიკული გამოცდილების მისაღებად.
4. სტიმულირების მექანიზმების შემოღება: საბაზრო სტიმული შეიძლება იყოს გადამწყვეტი. მაგალითად, გრძელვადიან ინვესტიციებზე მიმართული კორპორატიული ობლიგაციების ემისიისთვის შესაძლებელია განიხილოს საგადასახადო უპირატესობები, ან საინვესტიციო ბანკებისთვის დაწესდეს უფრო ხელსაყრელი პირობები სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ოპერაციებში მონაწილეობისთვის.

6 დასკვნა

ამ სტატიის მიზანი იყო საინვესტიციო ბანკების კრიტიკული როლის იდენტიფიკაცია და ანალიზი განვითარებადი ეკონომიკების მდგრადი ზრდის კონტექსტში, საქართველოს მაგალითზე. კვლევის ძირითადი დასკვნა მდგომარეობს იმაში, რომ საქართველოს ეკონომიკა დღეს განიცდის ღრმა სტრუქტურულ დისბალანსს ერთი მხრივ, ქვეყანა ფლობს სტაბილურ, მომგებიან და აგრესიულად მზარდ კომერციულ საბანკო სექტორს, მეორე მხრივ, ამ დინამიკის ფონზე სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკირების ინსტიტუტი ფაქტობრივად არ არსებობს, რაც წარმოადგენს გადამწყვეტ ფინანსურ და სტრუქტურულ ხარვეზს ეკონომიკის სტრუქტურული ტრანსფორმაციისთვის.

კვლევამ აჩვენა, რომ ეს კაპიტალის ბაზარზე დეფიციტი პირდაპირ გავლენას ახდენს ეკონომიკის მდგრად ზრდაზე. სასესხო ბაზრის სტრუქტურა, სადაც დომინირებენ სამომხმარებლო და უძრავი ქონების განვითარების სესხები, მიუთითებს ფინანსირების ტრადიციულ, შედარებით დაბალი რისკის მიმართულებაზე. ამასთან, დიდი ინფრასტრუქტურული პროექტების ფინანსირება მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების სახელმწიფო დონეზე ჩართულობაზე, როგორცაა აზიის განვითარების ბანკი ან ევროპის საინვესტიციო ბანკი. ეს მოდელი, მიუხედავად იმისა, რომ ფუნქციონალურია, არ ცვლის კერძო სექტორში გრძელვადიანი კაპიტალის მობილიზაციისა და კორპორატიული სტრუქტურირების შიდა, ინოვაციური მექანიზმების საჭიროებას. ამგვარად, ჩვენი საწყისი ჰიპოთეზა სრულად დასტურდება: მდგრადი ზრდა საქართველოსთვის მოითხოვს არა მხოლოდ კომერციული საბანკო სექტორის გაძლიერებას, არამედ სპეციალიზებული საინვესტიციო ბანკების ინსტიტუტის ჩამოყალიბებას.

პრაქტიკული რეკომენდაციები, რომლებიც გამომდინარეობს ამ ანალიზიდან, ორიენტირებულია ამ ინსტიტუციური ხარვეზის სისტემურ აღმოფხვრაზე. პირველ რიგში, აუცილებელია სპეციფიკური რეგულაციური ჩარჩოს შემუშავება, რომელიც გაითვალისწინებს საინვესტიციო ბანკირების თავისებურებებს და წახალისებს მათ განვითარებას. მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოს ეროვნული ბანკი უკვე აქცენტს აკეთებს ფინანსურ ინოვაციებზე და საერთაშორისო სტანდარტებთან დაახლოებაზე, რაც შეიძლება ხელი შეუწყოს ამ პროცესს. მეორეც, გადამწყვეტია კაპიტალის ბაზრის ინსტიტუციური გაღრმავება და გრძელვადიანი კაპიტალის წყაროების (საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები) ჩამოყალიბება, რათა შეიქმნას საბაზრო საფუძველი, რომლისთვისაც საინვესტიციო ბანკები არსებობენ. მესამე, კრიტიკულად მნიშვნელოვანია სპეციალისტთა, კორპორატიული ფინანსების, M&A და კაპიტალის ბაზრის ექსპერტების მომზადების სისტემის შექმნა.

ამ კვლევის თეორიული მნიშვნელობა მდგომარეობს იმაში, რომ ის ავსებს ლიტერატურაში არსებულ ხარვეზს საქართველოს კონკრეტული კონტექსტის სისტემური ანალიზით, აკავშირებს ფინანსური სტრუქტურის აკადემიურ თეორიებს რეგიონულ ეკონომიკურ რეალობასთან. პრაქტიკული მნიშვნელობა კი განპირობებულია შემოთავაზებული რეკომენდაციებით, რომლებიც შეიძლება გახდეს საფუძვლად როგორც სახელმწიფო პოლიტიკისთვის, ისე კერძო სექტორის სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მიღებისთვის. სრულფასოვანი საინვესტიციო ბანკების ინსტიტუტის განვითარება არ არის მხოლოდ ფინანსური სექტორის გაფართოების საკითხი, არამედ ის საქართველოს ეკონომიკისთვის მდგრადი, ინოვაციური და გლობალურად კონკურენტუნარიანი მომავლის შექმნის გადამწყვეტი პირობაა.

გამოყენებული ლიტერატურა

- Allen, F., & Gale, D. (2000). Comparing financial systems. MIT press.
- Barth, J. R., Caprio, G., & Levine, R. (2006). Rethinking bank regulation: Till angels govern. Cambridge University Press.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). Corporate finance (4th ed.). Pearson.
- Boot, A. W. (2000). Relationship banking: What do we know? *Journal of Financial Intermediation*, 9(1), 7-25.
- Boot, A. W., & Thakor, A. V. (1997). Financial system architecture. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 693-733.
- Boyd, J. H., & Prescott, E. C. (1986). Financial intermediary-coalitions. *Journal of Economic Theory*, 38(2), 211-232.
- Claessens, S., & Klapper, L. (2005). Bankruptcy around the world: Explanations of its relative use. *American Law and Economics Review*, 7(1), 253-283.
- Claessens, S., & Laeven, L. (2003). Financial development, property rights, and growth. *The Journal of Finance*, 58(6), 2401-2436.
- Demirgüç-Kunt, A., & Detragiache, E. (2002). Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation. *Journal of Monetary Economics*, 49(7), 1373-1406.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development. MIT press.
- Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414.
- Esty, B. C. (2004). Modern project finance: A casebook. John Wiley & Sons.
- Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1960). Money in a theory of finance. Brookings Institution.
- Haselmann, R., Pistor, K., & Vig, V. (2010). How law affects lending. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 549-580.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: Theory and evidence. In *Handbook of economic growth* (Vol. 1, pp. 865-934). Elsevier.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537-558.
- Mishkin, F. S. (2001). The economics of money, banking, and financial markets (6th ed.). Addison-Wesley.
- Papava, V. (2016). Georgia's economy: Main directions and challenges. Nova Science Publishers.

Peltzman, S. (1976). Toward a more general theory of regulation. *The Journal of Law and Economics*, 19(2), 211-240.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (2003). The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50.

Stigler, G. J. (1971). The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 3-21.

საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2023). ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში 2023. თბილისი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2025). მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში 2025 წლის პირველი კვარტალი. თბილისი.

World Bank. (2022). Georgia: Financial sector assessment program (FSAP). Financial Sector Assessment Program (FSAP).

The critical role of investment banks in the sustainable growth of emerging economies: the case of Georgia

Giorgi Turazashvili

University of Georgia

Abstract

Achieving sustainable economic growth is a major challenge for developing countries. This study aims to assess the role of investment banks in this process, using Georgia as a case study. We hypothesize that sustainable growth requires not only a commercial banking system but also the presence of fully-fledged investment banks that can act as catalysts for structural change. The research is based on literature analysis, an assessment of Georgia's macroeconomic data, and a study of the operations of financial institutions. The theoretical section integrates classical theories of financial intermediation with modern concepts of sustainable finance and ESG (Environmental, Social, Governance) standards. The results show that in Georgia, where the financial sector is based on commercial banks, a fully-fledged investment banking institution is absent. The investment divisions of commercial banks primarily deal with simple securities and do not perform complex functions such as organizing major infrastructure projects, corporate merger transactions, or financing innovative projects. The main reasons for this are: a weak capital market, a lack of specialists, the absence of regulations tailored for investment banking, and a business model dependent on short-term deposits. Conclusion. Achieving sustainable growth requires the establishment of fully-fledged, independent investment banks. This necessitates:

introducing specific regulations, deepening the capital market, training personnel, and attracting long-term capital sources. Only under these conditions will Georgia be able to fully utilize the potential of financial innovation for sustainable development.

Keywords: Investment Banking, Sustainable Economic Growth, Emerging Economy, Financial System, Georgia, Capital Market, Commercial Bank. Financial Markets, Stock Exchanges.