



ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო
უნივერსიტეტი

ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

ბიზნესის ადმინისტრირება

ფინანსები და საბანკო საქმე

ცირა სარია

**კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი და
სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკა საქართველოში**

ნაშრომი შესრულებულია ბიზნესის ადმინისტრირების მაგისტრის
აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად

მეცნიერ-ხელმძღვანელი: ასოცირებული პროფესორი
ემზარ ჯგერენაია

თბილისი 2020

ანოტაცია

ობლიგაცია, როგორც სავალო ფასიანი ქაღალდი და საბანკო დაკრედიტების ალტერნატივა, საბაზრო ეკონომიკის პირობებში კორპორაციისთვის დაფინანსების ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი წყაროა. კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარება საფინანსო სისტემის დივერსიფიკაციასა და დანაზოგების ეფექტიან გადანაწილებას უწყობს ხელს, რაც, თავის მხრივ, ქვეყანაში სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდასა და საზოგადოების კეთილდღეობას უზრუნველყოფს.

საქართველოში კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარება კონკრეტულ გამოწვევებთანაა დაკავშირებული, კერძოდ, ნაშრომში განხილულია ბოლო წლების განმავლობაში კორპორაციული ბაზრის გააქტიურების დინამიკა და მიუხედავად ამისა, დღემდე საქართველოს საფინანსო სექტორში საბანკო სისტემის დომინანტობის საკითხი. აღნიშნული, არაკონკურენტული გარემოსა და ქვეყანაში არსებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების დაბალი დონის გათვალისწინებით, კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორია.

ამასთან, ნაშრომში გაანალიზებულია სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის გავლენა კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე და საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის არსებული გამოწვევები, კერძოდ: ნაშრომი წარმოაჩენს, რომ კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის მნიშვნელოვანია სუვერენული რისკების შემცირება და სახელმწიფო ვალის მართვის სწორი პოლიტიკის შემუშავება. სახელმწიფო ვალის არაგონივრულმა ხარჯვამ შესაძლოა ქვეყანა სუვერენულ კრიზისამდეც კი მიიყვანოს, რაც ზრდის კორპორაციულ ობლიგაციებთან დაკავშირებულ რისკებს და ამცირებს კორპორაციების მიერ ფინანსური რესურსის მოძიების შესაძლებლობებს. ამასთან, საქართველოს შემთხვევაში ნაკლებად რისკიანი სავალო პორტფელის ჩამოსაყალიბებლად აუცილებელია სახელმწიფო სავალო პორტფელთან დაკავშირებული რისკების შემცირება და სახელმწიფო სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, რომელიც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებას.

Annotation

Corporate Bonds Market and Public Debt Management Policy in Georgia

Tsira Saria

Bonds as a debt securities and an alternative to bank lending, is one of the most important sources of funding for the corporation in a market economy. The development of the corporate bond market contributes to the diversification of the financial system and the efficient redistribution of savings, which in turn ensures stable economic growth in the country and the well-being of society.

The development of the corporate bond market in Georgia is associated with specific challenges, in particular, the paper discusses the dynamics of the activation of the corporate market in recent years, however, the dominance of the banking system in the Georgian financial sector. Given this low non-competitive environment and the low level of development of the capital market in the country, the factors hindering the development of the corporate bond market.

At the same time, the paper analyzes the impact of public debt management policy on the corporate bond market and the current challenges of Georgia's public debt management policy: the paper shows that it is important for the development of the corporate bond market to reduce sovereign risks and develop the right public debt management policy. Unreasonable spending of public debt may even lead to a sovereign crisis, which increases the risks associated with corporate bonds and reduces the ability of corporations to find financial resources. Also, in order to create a less risky debt portfolio in the case of Georgia, it is necessary to reduce the risks associated with the public debt portfolio and develop the debt securities market, which in turn will promote the development of the corporate lending market.

სარჩევი

ანოტაცია	2
შესავალი	5
თავი პირველი. კორპორაციული ობლიგაციების არსი.....	9
თავი მეორე. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა და საჯარო შეთავაზების გზით გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები	14
2.1. შპს „თეგეტა მოტორსი“	17
2.2. სს „მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია კრისტალი“	20
2.3. სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“	23
თავი მესამე. საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის გამოწვევები და განვითარების პერსპექტივები	27
თავი მეოთხე. სახელმწიფო ვალის არსი და ვალის შეფასების ინდიკატორები.....	31
თავი მეხუთე. სახელმწიფო ვალის სახეები და ვალის გავლენა კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე.....	36
თავი მეექვსე. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკა	43
6.1. საქართველოს სახელმწიფო ვალის დინამიკა და სახელმწიფო ვალის აღრიცხვასთან დაკავშირებული ხარვეზები.....	44
6.2. შეღავათიანი სესხების პოლიტიკა და სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ტენდენციები, როგორც კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების ბენჩმარკი	48
6.3. სავალო პორტფელთან დაკავშირებული რისკები და მათი რეგულირების მექანიზმები	56
დასკვნა	62
გამოყენებული ლიტერატურა.....	64

შესავალი

თემის აქტუალობა: კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის, როგორც საბანკო დაკრედიტების ალტერნატივის, ხელშეწყობა და გააქტიურება ქვეყნის ეკონომიკური განვითარებისთვის უმნიშვნელოვანესია. ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვება ხელს უწყობს საფინანსო სისტემის დივერსიფიკაციას და ემიტენტებს შესაძლებლობას აძლევს საერთაშორისო სავალო და კაპიტალის ბაზრებისკენ პირველი ნაბიჯები გადადგან.

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი საქართველოში წლების განმავლობაში პასიურობით გამოირჩეოდა. არსებული რეალობიდან გამომდინარე, ქართული კომპანიებისთვის ფინანსური რესურსების მოძიების ერთადერთი წყარო საბანკო სესხი იყო. თუმცა ბოლო წლებში, 2016 წელს შემუშავებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის ფარგლებში, კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი შესამჩნევად გააქტიურდა. მიუხედავად ამისა, რა თქმა უნდა, კომერციული საბანკო სესხი, ქვეყანაში არსებული პოლიტიკურ-ეკონომიკური პროცესებისა და არაკონკურენტული გარემოს გათვალისწინებით, დღესაც კორპორაციების მიერ ფინანსური რესურსების მოძიების პროცესში დომინანტ როლს თამაშობს და ობლიგაციების ბაზრის განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორია.

ამასთან, ობლიგაციების ბაზრის განვითარების ფარგლებში საყურადღებოა სუვერენული რისკის დონე. იმის გათვალისწინებით, რომ კორპორაცია კონკრეტულ ქვეყანაში ოპერირებს და ამავე ქვეყნის მაკროეკონომიკური გარემოს ზეგავლენას განიცდის, კორპორაციული ობლიგაციის ფასისა და კორპორაციის გადახდისუნარიანობის შესაფასებლად, უშუალოდ კორპორაციასთან დაკავშირებული რისკის გარდა, ინვესტორები ქვეყნის სუვერენულ რისკსაც ითვალისწინებენ. აქედან გამომდინარე, ქვეყნის გადახდისუნარიანობა, სახელმწიფო ვალის დონისა და სახელმწიფოს მიერ ნაკისრი ვალდებულებების მომსახურების რესურსის გათვალისწინებით, სხვა მაკროეკონომიკურ აგრეგატებთან ერთად კორპორაციის ობლიგაციების ფასსა და კორპორაციების მიერ ფინანსური რესურსის

მოზიდვაზე არაპირდაპირ გავლენას ახდენს. სახელმწიფო ვალის აღების ძირითადი მიზანი ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებაა, თუმცა მისმა არაგონივრულმა მართვამ შესაძლოა ქვეყანა ეკონომიკურ კრიზისამდეც მიიყვანოს, რაც კორპორაციული სავალო ფასიანი ქაღალდების მეშვეობით ფინანსური რესურსის მოზიდვის შესაძლებლობას ამცირებს.

საყურადღებოა, რომ საქართველოს შემთხვევაში სახელმწიფო ვალის ნაშთი ზრდის ტენდენციით ხასიათდება. ამასთან სავალო პორტფელთან დაკავშირებულია სავალუტო, რეფინანსირებისა და საპროცენტო განაკვეთების რისკები, რომელიც საბოლოოდ ვალის მომსახურების ხარჯების ზრდას უწყობს ხელს. აღნიშნულის ფარგლებში კი რისკების რეგულირება უმნიშვნელოვანესია.

აქედან გამომდინარე, სახელმწიფო ვალთან დაკავშირებული რისკების შესამცირებლად და სახელმწიფო და კორპორაციული სავალო ფასიანი ქაღალდების განვითარების მიზნით, მნიშვნელოვანია გონივრული სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის შემუშავება, მათ შორის, სახელმწიფო სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, რადგან კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების ერთ-ერთი წინაპირობა სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარება და მისი ე.წ ბენჩ მარკად ანუ ერთგვარ სანიშნედ გამოყენებაა. ამ მიმართულებით აღსანიშნავია, რომ საქართველომ 2008 წელს ლონდონის საფონდო ბირჟაზე პირველი ევროობლიგაცია გამოუშვა, 2009 წლიდან გააქტიურდა სახელმწიფოს საშინაო სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ხოლო 2018 წლიდან დაიწყო ე.წ ბენჩმარკ ბონდების ემისია. სავარაუდოა, რომ ბენჩმარკ ობლიგაციები ხელს შეუწყობს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის როგორც პირველადი, ისე მეორადი ბაზრის გააქტიურებას და კორპორაციული ობლიგაციების ლიკვიდურობის ზრდას, რაც უმნიშვნელოვანესი ფაქტორია ინვესტორების დაინტერესებისთვის და ქვეყანაში კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის. ამასთან, დღემდე საშინაო სავალო ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებული მთავარი პრობლემა ინვესტორების მცირე დივერსიფიცირებაა, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მფლობელები უმეტესად ადგილობრივი კომერციული ბანკები არიან.

ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, ქვეყანაში არსებული გამოწვევების ფონზე, კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრისა და, სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის

ფარგლებში, სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება და ნაკლებად რისკიანი სავალო პორტფელის ჩამოყალიბება დღეს კორპორაციული ბაზრის ფუნქციონირებით დაინტერესებული პირებისთვის უმნიშვნელოვანესი საკითხია.

კვლევითი პროექტის მიზანი და ამოცანები: ნაშრომის მიზანია საქართველოში კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრისა და სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის განვითარების ტენდენციების შესწავლა, შედეგების ანალიზი და რეკომენდაციების შემუშავება. აღნიშნულისთვის განისაზღვრა შემდგომი ამოცანები:

- კორპორაციული ობლიგაციები არსისა და ფუნქციების ანალიზი;
- საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის განხილვა, საქართველოში საჯარო შეთავაზების გზით გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების სამართლებრივი საფუძვლებისა და ემისიების შესწავლა;
- საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის გამოწვევებისა და განვითარების პერსპექტივების შეფასება;
- სახელმწიფო ვალის არსისა და ვალის შეფასების ინდიკატორების ანალიზი;
- სახელმწიფო ვალის სახეებისა და კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე ვალის დონის გავლენის შეფასება;
- საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის განხილვა და სავალო პორტფელთან დაკავშირებული რისკების შეფასება;
- კვლევის შედეგების შესაბამისად რეკომენდაციების შემუშავება.

საკვლევი საგანი და ობიექტი: კვლევის საგანი - საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრისა და სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის არსებული გამოწვევები და განვითარების პერსპექტივები, ხოლო კვლევის ობიექტი - კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის მონაწილეები, მარეგულირებელი და სავალო პორტფელი.

კვლევის მეთოდი: კვლევა ეყრდნობა ქართველი და უცხოელი ავტორების აკადემიურ ნაშრომებს, წიგნებს, თეორიული და პრაქტიკული ხასიათის კვლევებს, პროფესიულ ჟურნალებსა და გაზეთებში გამოქვეყნებულ სტატიებს, საკანონმდებლო აქტებს, სამთავრობო დოკუმენტებს, საერთაშორისო ორგანიზაციების მეთოდოლოგიებს, სტატისტიკურ მონაცემებსა და სხვა ონლაინ რესურსებს.

კვლევის შედეგად მიღებული ძირითადი მიგნებები:

განვითარებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის შესაქმნელად მნიშვნელოვანია დაიძლიოს ქვეყანაში არსებული გამოწვევები და სახელმწიფო ინსტიტუტებმა, კომპეტენციის ფარგლებში, უზრუნველყონ ბაზრის განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორების აღმოფხვრა, მათ შორის უმნიშვნელოვანესია:

- კონკურენტული გარემოს უზრუნველყოფა, რომელიც სამართლიანობის პრინციპზე იქნება დაფუძნებული და ცალკეული პირების თუ საბაზრო სეგმენტების უპირატესობებს გამოირიცხავს;
- გამართული საკანონმდებლო ჩარჩოს არსებობა, რომელიც არსებულ საკანონმდებლო სივრცეს საერთაშორისო სტანდარტებს შეუსაბამებს;
- საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისი სავაჭრო პლატფორმა და ინფრასტრუქტურა, რომელიც გაამარტივებს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის პროცესს;
- მოსახლეობის განათლების დონის ხელშეწყობა, რომელიც საფინანსო ბაზარზე მათ ჩართულობას უზრუნველყოფს და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობასთან დაკავშირებულ რისკებს შეამცირებს.
- სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს შექმნა, რომელიც ინვესტორებს გადაწყვეტილების მიღებას გაუადვილებს და ბაზარს ეფექტიანად ფუნქციონირების საშუალებას მისცემს, მათ შორის უმნიშვნელოვანესია სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის რისკების გაანალიზება, კერძოდ, სახელმწიფო სავალო პორტფელთან დაკავშირებული სავალუტო, რეფინანსირებისა და საპროცენტო რისკის შემცირება;
- სახელმწიფო სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, მათ შორის ინვესტორების დივერსიფიცირება, ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის ზრდა და მეორადი ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა;

ნაშრომის სტრუქტურა: სამაგისტრო ნაშრომი შედგება 70 გვერდისგან და მოიცავს: ანოტაციას, შესავალს, ექვს თავსა და ექვს ქვეთავს. ნაშრომს დართული აქვს დასკვნა, რეკომენდაციები და გამოყენებული ლიტერატურის ჩამონათვალი.

თავი პირველი. კორპორაციული ობლიგაციების არსი

„კორპორაცია არის ბიზნესის ორგანიზების ფორმა, რომელიც იურიდიულად დამოუკიდებელია მისი მფლობელისგან. მისი თვისებებია შეზღუდული პასუხისმგებლობა, საკუთრების უფლების გადაცემის სიოლე, შეუზღუდავი სიცოცხლისუნარიანობა და კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობა“¹ თავის მხრივ, „ობლიგაცია არის გრძელვადიანი სავალო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც გამოშვებულია კორპორაციის ან სახელმწიფოს მიერ“²

საქართველოს კანონმდებლობა სასესხო ფასიან ქაღალდს განმარტავს როგორც სავალო ფასიან ქაღალდს, რომელიც მომავალში განსაზღვრული ძირითადი თანხის პროცენტით ან უპროცენტოდ მიღებას გულისხმობს.³

ობლიგაციების გამოშვების მთავარი მიზანი ემიტენტისთვის გრძელვადიანი დაფინანსების უზრუნველყოფა, ხოლო მფლობელისთვის კონკრეტული პერიოდის განმავლობაში ობლიგაციის საპროცენტო სარგებლისა და პერიოდის ბოლოს ობლიგაციის ნომინალური ღირებულების მიღებაა.

სახელმწიფო ობლიგაციების გამოშვების მთავარი მოტივი საზოგადოების კეთილდღეობის გაზრდა და ეკონომიკის ზრდის ხელშეწყობაა, კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვებისას კი მნიშვნელოვანია საბანკო დაკრედიტების ალტერნატიული დაფინანსების ძიება და შეღავათიანი საგადასახადო პირობები, რომელიც განვითარებულ ქვეყნებში კორპორაციებს სესხით სახით მიღებული დაფინანსების შემთხვევაში ეხებათ.

ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება არის ის ღირებულება, რომელსაც ემიტენტი ობლიგაციის განაღდებისას, წინასწარ დათქმულ პერიოდში, გადაიხდის.⁴ თავის მხრივ, ობლიგაციის განაღდების (სიმწიფის) ვადა თითოეული ობლიგაციისთვის ინდივიდუალურია. ამასთან, განვითარებულ ქვეყნებში გავრცელებულია შემდეგი მიდგომა: მოკლევადიანი ეწოდება ობლიგაციას, რომლის განაღდების ვადა 1-დან 5

¹ C. Van horne, J., M. Wachowicz, J. Fundamentals of Financial Management. 13th edition. Gospport. Ashford Colour Press Ltd. 2008, 19.

² იქვე, 528.

³ საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, მუხლი 2

⁴ Bodie, Z., Kane, A., Macus, A. Essentials Of Investments. 10th edition. New York. McGraw-Hill Education. 2014, 446.

წლამდეა, საშუალოვადიანი ობლიგაციის შემთხვევაში განაღდების ვადა - 5-დან 10-12 წლამდე მერყეობს, ხოლო გრძელვადიანია ობლიგაცია განაღდების 10-12 წელზე მეტი ვადით. ასევე, არსებობს ობლიგაციები, რომლებიც არასდროს მწიფდება.

გარდა ამისა, აღსანიშნავია ობლიგაციები, რომლებიც გამოსყიდვისა და კონვერტაციის უფლებით სარგებლობენ.⁵ გამოსყიდვის უფლების გამოყენებისას ემიტენტს ობლიგაციის გამოსყიდვა ნომინალურ ღირებულებაზე მაღალი ფასით მოუწევს, რასაც გამოსყიდვის საფასური ეწოდება. გამოსყიდვის უფლება კომპანიას საშუალებას აძლევს, ძველი გამოშვება ახალი, უფრო დაბალპროცენტისანი, გამოშვებით შეცვალოს. თავის მხრივ, ობლიგაციის კონვერტაციის უფლება მფლობელების მიერ ობლიგაციის სხვა ფასიან ქაღალდში გადაცვლის შესაძლებლობას გულისხმობს. კონვერტირებად ობლიგაციებს, სხვა სახის ობლიგაციებთან შედარებით, დაბალი საპროცენტო განაკვეთი აქვთ.

საპროცენტო სარგებელს, რომელიც ობლიგაციის მფლობელმა უნდა მიიღოს, კუპონურ საპროცენტო განაკვეთს უწოდებენ.⁶ კორპორაციული ობლიგაციების შემთხვევაში, სახაზინო ობლიგაციების მსგავსად, ხშირად კუპონი წელიწადში ორჯერ გადაიხდება. მაგალითად, თუ გამოშვებული ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება 1 000 ლარია და კუპონური საპროცენტო განაკვეთი 10 %, შესაბამისად ობლიგაციის კუპონური გადასახადი ერთი წლის განმავლობაში 100 ლარია. შესაძლოა, კუპონური საპროცენტო განაკვეთი არ იყოს ფიქსირებული, ამ შემთხვევაში მას მცოცავ განაკვეთს უწოდებენ. ამასთან, არსებობს ობლიგაციები ნულოვანი კუპონური განაკვეთით, რომელიც მფლობელს პერიოდული საპროცენტო სარგებლით არ უზრუნველყოფს. ნულოვანი კუპონური განაკვეთის ობლიგაცია ნომინალურ ღირებულებასთან შედარებით დაბალ ფასად იყიდება (დისკონტით), შესაბამისად მოგება მფლობელისთვის ობლიგაციის ყიდვის ფასსა და შემდგომში მის საბაზრო ღირებულებას შორის სხვაობის ტოლია, რომელიც მოთხოვნა-მიწოდების შესაბამისად რეგულირდება.

იმის გათვალისწინებით, რომ ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება და საკუპონე გადასახადი დროთა განმავლობაში იცვლება, ობლიგაციის მფლობელისთვის

⁵ Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. Essentials Of Investments. 10th edition. New York. McGraw-Hill Education. 2014, 448.

⁶ იქვე, 35.

მნიშვნელოვანია მომავალი ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულების გამოანგარიშება. ობლიგაციის ფასის გამოთვლისას გასათვალისწინებელია როგორც ობლიგაციის ნომინალური ღირებულების, ასევე საკუპონე გადასახადის მიმდინარე ღირებულება. ობლიგაციის ფასი შემდეგი ფორმულით გამოითვლება:⁷

$$P = \frac{C}{1+i} + \frac{C}{(1+i)^2} + \frac{C}{(1+i)^3} + \dots + \frac{C}{(1+i)^n} + \frac{F}{(1+i)^n} \quad (1)$$

სადაც, P - ობლიგაციის ფასი, C - ყოველწლიური კუპონის გადასახადი, F - ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება, N – განაღდებადღე დარჩენილი წლების რაოდენობა, ხოლო I - საბაზრო საპროცენტო განაკვეთია.

იმ შემთხვევაში, თუ ობლიგაციის კუპონური განაკვეთი და საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი ერთმანეთის ტოლია, ობლიგაცია ნომინალურ ფასად გაიყიდება. თუ კუპონური განაკვეთი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთს გადააჭარბებს, ობლიგაციის ფასი ნომინალურ ღირებულებაზე მეტად გაიზრდება (ობლიგაციის პრემიუმი) და პირიქით, თუ საკუპონე განაკვეთი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთზე დაბალია, მაშინ ობლიგაციის ღირებულება ეცემა (ობლიგაციის დისკონტი). აქედან გამომდინარე, საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების გათვალისწინებით, რაც უფრო ხანგრძლივია პერიოდი, ობლიგაციებში ინვესტირება მით უფრო სარისკოა.

რაც შეეხება ობლიგაციის შემოსავლიანობას, აღსანიშნავია, რომ ის ობლიგაციის უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელია. ამასთან, განასხვავებენ მიმდინარე შემოსავლიანობასა და შემოსავლიანობა განაღდების პერიოდისთვის.

- შემოსავლიანობა განაღდების პერიოდისთვის (YTM - Yield to Maturity) არის ობლიგაციის მოსალოდნელი სრული სარგებლის დონე სიმწიფის დროის დადგომამდე და იმ საპროცენტო განაკვეთის ტოლია (1-ლი ფორმულის სადისკონტო განაკვეთი), რომელიც ობლიგაციის მომავალი ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულებას

⁷ S. Mishkin, F. The Econominc of Money, Banking And Financial Markets. 7th edition. USA. The Addison-Wesley series. 2004, 66.

ობლიგაციის საბაზრო ფასთან ათანაბრებს.⁸

შემოსავლიანობა განადღების პერიოდისთვის ობლიგაციის ფასსა და გადახდისუნარიანობის მაჩვენებელთან უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია: იმ შემთხვევაში თუ ინვესტორებისთვის ობლიგაციის გადახდისუნარიანობის რისკი ეჭვქვეშ დგება, ობლიგაციის ფასები კლებას იწყებს, ხოლო შემოსავლიანობის განაკვეთი იზრდება და პირიქით, მაღალი გადახდისუნარიანობა ობლიგაციის ფასებს ზრდის და შემოსავლიანობის განაკვეთს ამცირებს.

- ობლიგაციის მიმდინარე შემოსავლიანობა (Current Yield) წლიური კუპონური შემოსავლისა და ობლიგაციის ფასის შეფარდებით გამოითვლება და ობლიგაციაში ინვესტირებულ თითოეულ დოლარზე წლიურ კუპონურ შემოსავალს ასახავს.⁹

ობლიგაციის შემოსავლიანობის გამოთვლისას გასათვალისწინებელია, რომ შემოსავლიანობის მაჩვენებელი ინფლაციის დონეს არ ითვალისწინებს, შესაბამისად ის არა რეალური, არამედ ნომინალური მაჩვენებელია. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ ინფლაცია არასასიამოვნო მოვლენაა ობლიგაციის მფლობელებისთვის, ხოლო მსესხებლებისთვის - პირიქით, რადგან ინფლაციის დროს ობლიგაციის შემოსავლიანობა იზრდება, ხოლო ობლიგაციის ფასი იკლებს.

ობლიგაციის გადახდისუნარიანობის რისკს დამოუკიდებელი სარეიტინგო სააგენტოები ადგენენ. აღნიშნული მომსახურებისთვის ემიტენტი კონკრეტულ სარეიტინგო სააგენტოს ფულს უხდის, რომლის შემდეგაც სააგენტო უზრუნველყოფს ობლიგაციის დეფოლტის რისკის გამოთვლას და მისთვის სპეციალური ნიშნულის მინიჭებას. ნიშნულები, დეფოლტის რისკის გათვალისწინებით, კონკრეტული სარეიტინგო სააგენტოს შემთხვევაში განსხვავებულია, თუმცა ძირითადად ის D-დან (დეფოლტის უმაღლესი რისკი) AAA-მდე (მაღალი გადახდისუნარიანობა) მერყეობს. ყველაზე დიდი ნდობით ბაზარზე Standart&Poor's, Moody's და Fitch სარეიტინგო სააგენტოები სარგებლობენ. მათი შეფასებები ინვესტორებში მაღალი სანდოობით სარგებლობს.

⁸ S. Mishkin, F. The Econominc of Money, Banking And Financial Markets. 7th edition. USA. The Addison-Wesley series. 2004, 64.

⁹ იქვე, 66.

კორპორაციული ობლიგაციებისგან განსხვავებით, ხშირად სახელმწიფო ობლიგაციები ურისკო აქტივებად მიიჩნევა. აღნიშნული ინვესტორების მიერ სახელმწიფოსა და მთავრობის მიმართ არსებული მაღალი ნდობის ხარისხით არის განპირობებული, კერძოდ, კორპორაციებისგან განსხვავებით, მთავრობას, საჭიროების შემთხვევაში, გაზრდილი გადასახადებისა და დამატებითი ფულის ბეჭდვის გათვალისწინებით, შეუძლია არსებული ვალდებულებები დაფაროს¹⁰. აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო ობლიგაციებს შორის, აშშ-ს მთავრობის ობლიგაციები, ქვეყნის გადახდისუნარიანობის გათვალისწინებით, მსოფლიოში ყველაზე უსაფრთხო აქტივებად არის მიჩნეული.

ერთი და იმავე თვისებების მქონე სახელმწიფო და კორპორაციული ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობას ობლიგაციის სპრედს უწოდებენ. ფინანსური რესურსის მოზიდვის პარალელურად, აღნიშნული მაჩვენებელი გვიჩვენებს, თუ რამდენად მეტს იხდის ბიზნესი მთავრობასთან შედარებით¹¹. თავის მხრივ, რისკის დონის გათვალისწინებით, რაც უფრო მაღალია სპრედი, ობლიგაცია ინვესტირებისთვის მით უფრო ნაკლებად სასურველია.

¹⁰ Hull, J. Options; Futures and Other Derivatives. 9th edition. USA. Pearson Education, Inc. 2009, 201.

¹¹ BMC. Chapter 3. Fixed Income. Sub-Module Four: The Yield Curve and Why It Matters.

თავი მეორე. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა და საჯარო შეთავაზების გზით გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები

დღეს ფასიან ქაღალდებთან, მათ შორის კორპორაციულ ობლიგაციებთან, დაკავშირებულ ურთიერთობებს საქართველოს სხვა საკანონმდებლო აქტებთან ერთად „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი აწესრიგებს.

2008 წლიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობას საქართველოს ეროვნული ბანკი ახორციელებს. ეროვნული ბანკი უფლებამოსილია დაამტკიცოს ემიტენტების მიერ წარდგენილი ემისიის საბოლოო პროსპექტები, დაარეგულიროს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არსებული ურთიერთობები, აწარმოოს ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეების ლიცენზიების გაცემისა და გაუქმების პროცედურები, მონიტორინგი გაუწიოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მიმდინარე პროცესებს, მათ შორის რეგულირებადი მონაწილეების საქმიანობის შემოწმება და სხვ.¹²

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეები არიან - ინვესტორი, აუდიტორი, ემიტენტი და რეგულირებადი მონაწილეები (საფონდო ბირჟა, რეგისტრატორი, ცენტრალური დეპოზიტარი, შუამავალი და ანგარიშვალდებული საწარმო)¹³.

მიმდინარე პერიოდში ბაზარზე ოპერირებენ შემდეგი მონაწილეები: საფონდო ბირჟა - სს „საქართველოს საფონდო ბირჟა“ (Georgian Stock Exchange - GSE), სს „თბილისის საფონდო ბირჟა“ (Tbilisi Stock Exchange - TSE); ცენტრალური დეპოზიტარი - სს „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი (GCSD)“; ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი - სს „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების გაერთიანებული რეგისტრატორი“, სს „კავკასრეესტრი“, შპს „ეროვნული რეესტრი“, სს „სი ეს არ“; ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შუამავალი - სს „კაუკასუს კაპიტალ ჯგუფი“, შპს „თიბისი კაპიტალი“,

¹² საქართველოს კანონი „ეროვნული ბანკის შესახებ“, მუხლი 52

¹³ საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, მუხლი 2

სს „ჰერიტიჯ სიქიურითიზ“, შპს „ქართუ ბროკერი“, შპს „აბი ასეტ მენეჯმენტი“, სს „გალტ ენდ თაგარტი“, სს „საბროკერო და აქტივების მმართველი კომპანია ველსი“, შპს „თრეიდ ჰოლდინგი“, შპს „ფიდელის ველს მენეჯმენტი“¹⁴.

საქართველოში საბირჟო გარიგებების დადება 2000 წლიდან დაიწყო. ბაზრის განვითარებისთვის უმნიშვნელოვანესი როლი შეასრულეს ისეთმა საერთაშორისო ორგანიზაციებმა როგორცაა აშშ-ს განვითარების სააგენტო და ბარენც ჯგუფი. სწორედ მათი დახმარებით შეიქმნა და მომზადდა ყველა ის საბაზისო ინფრასტრუქტურული თუ საკანონმდებლო საფუძვლები, რომელიც აუცილებელი იყო საფონდო ბაზრის გამართული ფუნქციონირებისთვის.¹⁵

2007 წელს OMX (NASDAQ OMX) საქართველოს საფონდო ბირჟის შექმნით დაინტერესდა, თუმცა საბოლოოდ, ქვეყანაში მიმდინარე პოლიტიკური მოვლენებიდან გამომდინარე, NASDAQ OMX-ის ჯგუფს უარი ეთქვა.¹⁶

საქართველოში პირველი კორპორაციული ობლიგაცია 2005 წელს სს „საქართველოს ბანკმა“ გამოუშვა, ემისია საჯარო იყო და აღნიშნული ობლიგაცია დაშვებულ იქნა საქართველოს საფონდო ბირჟაზე. რაც შეეხება პირველი არაფინანსური სექტორის მიერ გამოშვებულ ობლიგაციებს, მისი ემისია 2007 წელს შპს „ელიტ ელექტრონიქსმა“ განახორციელა.

2014 წლამდე საქართველოში კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი პასიურობით ხასიათდება, რაც ერთი მხრივ, სახელმწიფოს მიერ კაპიტალის ბაზრის განვითარების არაპრიორიტეტულობით, ასევე კორპორაციების მიერ ობლიგაციების გამოშვების მზაობის არქონით იყო გამოწვეული.

2014 წლის იანვრიდან დაიწყო კორპორაციული ობლიგაციების წარმატებული ემისია, რომელიც მზარდი ტენდენციით ხასიათდება. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებით, 2014 წლის 31 დეკემბრიდან ადგილობრივ ბაზარზე გამოშვებული კორპორაციული სავალო ფასიანი ქაღალდების მოცულობა 2018 წლის მეორე კვარტლის

¹⁴ საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=487>

¹⁵ ასლანიშვილი, დ. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. თბილისი. ივერიონი. 2015, 161

¹⁶ იქვე, 163.

მონაცემებთან შედარებით 53 მილიონი ლარიდან 663 მილიონ ლარამდე გაიზარდა¹⁷. მიუხედავად ამისა, მეორადი ბაზარი კვლავ პასიურია. ობლიგაციებში ინვესტირება განახორციელეს რეზიდენტმა და არარეზიდენტმა ფიზიკურმა პირებმა და ინსტიტუციონალურმა ინვესტორებმა.

მიმდინარე პერიოდში საქართველოში მიმოქცევაში არსებული ობლიგაციები შეიძლება დაიყოს საჯაროდ გამოშვებულ (სალისტინგო - A, B კატეგორია და არასალისტინგო) და კერძოდ გამოშვებულ ობლიგაციებად.

კორპორაციული ობლიგაციების საჯარო შეთავაზება ხორციელდება მხოლოდ დამტკიცებული ემისიის პროსპექტის საფუძველზე¹⁸.

კანონში განმარტებულია, რომ ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება გულისხმობს წინადადების წარდგენას არანაკლებ ასი პირისთვის ან წინასწარ განუსაზღვრელი რაოდენობის პირებისთვის ფასიანი ქაღალდების პირდაპირი ან არაპირდაპირი მიყიდვის შესახებ¹⁹. ამასთან, გარიგება შესაძლებელია განხორციელდეს მხოლოდ საბროკერო კომპანიასთან ან შესაბამისი ლიცენზიის მქონე ფინანსურ ინსტიტუტთან ერთად.²⁰

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანებით²¹ განსაზღვრულია ემისიის პროსპექტის უშუალო სტრუქტურა, რომელიც მოიცავს თავფურცელს, დეტალურ სარჩევს, ზოგადი მიმოხილვის ნაწილს. ამასთან, ინფორმაციას რისკის ფაქტორების, შეთავაზების მიზეზებისა და მოზიდული სახსრების მიზნობრიობის შესახებ. ასევე, სარეგისტრაციო დოკუმენტებსა და ფასიანი ქაღალდების მიმოხილვის ნაწილს.

ემისიის პროსპექტის მთავარი ფუნქცია ინვესტორებისთვის ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული რისკების შესახებ სრული და უტყუარი ინფორმაციის მიწოდებაა.

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე დღეს ყველაზე აქტიური განთავსების აგენტები შპს „თიბისი კაპიტალი“ და სს „გალტ ენდ თაგარტს“ არიან. ისინი ძირითადად

¹⁷ საქართველოს ეროვნული ბანკი. წლიური ანგარიში 2018, 155.

¹⁸ საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“, მუხლი 4

¹⁹ იქვე, მუხლი 3

²⁰ იქვე, მუხლი 18

²¹ საქართველოს ეროვნული ბანკი. „საწარმოთა აქციებისა და ობლიგაციების ემისიის პროსპექტის და ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და განთავსების შესახებ ანგარიშის წარდგენის წესის დამტკიცების თაობაზე“. ბრძანება N226/04. თბილისი. 2018.

ისეთ კომპანიებთან თანამშრომლობენ, რომლებიც ლიდერები არიან თავიანთ სექტორში და კორპორაციული მმართველობის მაღალი სტანდარტებით გამოირჩევიან, მათ შორის:

სალისტინგო კატეგორია „A“²²: სს „სილქნეტი“ – საქართველოს სატელეკომუნიკაციო ბაზარი; შპს „თეგეტა მოტორსი“ – საავტომობილო პროდუქტებისა და მომსახურების დარგი; სს „ქართული ლუდის კომპანია (ლუდსახარში ზედაზენი)“ – ლუდისა და უალკოჰოლო სასმელების წარმოების სექტორი.

სალისტინგო კატეგორია „B“: შპს „საქართველოს სალიზინგო კომპანია“ – საფინანსო სექტორი; სს „მისო კრისტალი“ – საქართველოს მიკროსაფინანსო სექტორი; სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“ – დეველოპერული სექტორი; სს „ნიკორა ჰოლდინგი“ - სუპერმარკეტების ქსელი; სს „m2 უძრავი ქონება“ – უძრავი ქონების სექტორი.

2.1. შპს „თეგეტა მოტორსი“

შპს „თეგეტა მოტორსმა“ (ს/კ: 202177205) 2019 წლის 30 აპრილს 30 000 000 ლარის საერთო ღირებულების 3 წლიანი 1 000 ლარის ნომინალური ღირებულების კორპორაციული ობლიგაციები გამოუშვა.²³ ობლიგაციაზე დარიცხული პროცენტი საქართველოს ეროვნული ბანკის რეფინანსირების განაკვეთს დამატებული 425 საბაზისო პუნქტით განისაზღვრა, რომლის გადახდაც კვარტალურადაა გათვალისწინებული. ამასთან, საბოლოო პროსპექტი, ბაზარზე განხორციელებული ცვლილებების გათვალისწინებით, კერძოდ, კომპანიის საკრედიტო რეიტინგის ცვლილების (შემცირების) შედეგად, საქართველოს ეროვნული ბანკის სესხის უზრუნველყოფის სახეობად ობლიგაციის დაუშვებლობის შემთხვევაში, სპრედის 50 პუნქტით გაზრდას ითვალისწინებს. ობლიგაციების განთავსების, გადახდისა და კალკულაციის აგენტი - შპს „თიბისი კაპიტალი“. აღნიშნული ობლიგაციები მოცულობით 2019 წელს ყველაზე დიდი ემისია იყო ლარის კორპორაციული საჯარო ობლიგაციების სეგმენტში.

²² საქართველოს საფონდო ბირჟის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://gse.ge/securities>

²³ საქართველოს ეროვნული ბანკი. ემისიის საბოლოო პროსპექტი - შპს „თეგეტა მოტორსი“. ემისიის სახელმწიფო რეგისტრაციის NGE2700603790-1-01. თბილისი. 2019.

2017 წლის 16 ნოემბერს სარეიტინგო კომპანია Fitch Ratings-მა შპს „თეგეტა მოტორს“ საკრედიტო რეიტინგი მიანიჭა - მისი დეფოლტის რისკი „B-/სტაბილური პერსპექტივით“ შეფასდა. 2019 წელს შპს „თეგეტა მოტორსი“ Scope Ratings-მა „BB-/სტაბილური პერსპექტივით“ შეაფასა. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ „თეგეტა მოტორსი“ არის ავტონდუსტრიის სფეროში მოღვაწე პირველი კომპანია რეგიონში, რომელმაც საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიისგან „BB“ რეიტინგის მიღება შეძლო.

ზემოაღნიშნული ობლიგაციები არამატერიალური წესით არის გამოშვებული. ობლიგაციების შეთავაზება მოხდა საქართველოში. შპს „თიბისი კაპიტალი“, კომპანიასთან გაფორმებული ხელშეკრულების შესაბამისად, შეუთანხმდა კომპანიას, რომ ის, საუკეთესო ძალისხმევის პრინციპის შესაბამისად, დაეხმარებოდა მას ობლიგაციების განთავსებაში. ობლიგაციებში ინვესტირება განახორციელეს რეზიდენტმა და არარეზიდენტმა ფიზიკურმა პირებმა და ინსტიტუციონალურმა ინვესტორებმა. პროსპექტის შესაბამისად, კომპანიას უფლება აქვს ინვესტორებს ობლიგაციების გამოსყიდვა მოსთხოვოს, რაც ინვესტორის მიერ კომპანიისთვის ობლიგაციების ნომინალური ღირებულების 102%-ად მიყიდვის ვალდებულებას გულისხმობს.

დეფოლტის წარმოშობის შემთხვევებში, პროსპექტი აღნიშნულის შესახებ ინვესტორისთვის დაუყოვნებლივ შეტყობინების ვალდებულებას ითვალისწინებს. ამასთან, ობლიგაციის მფლობელების კრება უფლებამოსილია, საკითხის მნიშვნელობის გათვალისწინებით, ხმათა არანაკლებ 70 %-ის შემთხვევაში მიიღონ „განსაკუთრებული გადაწყვეტილებები“, ხოლო 51 %-ის შემთხვევაში „ჩვეულებრივი გადაწყვეტილებები“.

ასევე, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დამტკიცებულ საბოლოო პროსპექტში განსაზღვრულია ობლიგაციასთან დაკავშირებული რისკ-ფაქტორები, კერძოდ:

➤ ემიტენტის საქმიანობასთან დაკავშირებული რისკები, მათ შორის:

კომპანიის ზრდის მაჩვენებლის კლება; კომპანიის დამოკიდებულება მიმწოდებლებზე, დისტრიბუციის არხებსა და მათთან არსებულ კონტრაქტებზე; სადაზღვევო შემთხვევების დადგომის რისკი; საავტომობილო ნაწილების და მომსახურების სექტორის კონსოლიდაციის, შრომითი დავების, ძირითადი ხელმძღვანელობის დაკარგვის შესაძლო უარყოფითი გავლენა კომპანიის წარმოების დონესა და მომგებიანობაზე და სხვ.

➤ ინდუსტრიასა და ეკონომიკასთან დაკავშირებული რისკები, მათ შორის: ინვესტიციის განხორციელების რისკი ისეთ განვითარებად ბაზრებში, როგორც საქართველოა, შეიცავს უფრო მაღალ რისკს ისეთი ფაქტორების გათვალისწინებით, როგორცაა რეგიონალური დამახულობა, საქართველოში არსებული პოლიტიკური და ეკონომიკური არასტაბილურობა, საქართველოს სასამართლო სისტემაში არსებული არაპროგნოზირებადი გარემო და საგადასახადო კანონმდებლობაში მოსალოდნელი ცვლილებები, რომლებმაც შესაძლებელია არსებითად უარყოფითი გავლენა იქონიოს კომპანიის ბიზნესზე და სხვ.

➤ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული რისკები, მათ შორის: ობლიგაციების დაფარვის, საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების, ობლიგაციების ვადადღე განაღდებისა ან გამოსყიდვის, ობლიგაციების სავაჭრო ფასის, სარგებლისა და ლიკვიდურობის ცვლილების რისკები. ასევე კომპანიასა და განთავსების აგენტს, თავის მხრივ, განთავსების აგენტსა და სს „თიბისი ბანკს“ შორის და კომპანიასა და „თიბისი ბანკს“ შორის პოტენციური ინტერესთა კონფლიქტის რისკი და სხვ.

ამასთან, საბოლოო პროსპექტში განსაზღვრულია ობლიგაციების ემისიიდან მიღებული სახსრების მიზნობრიობა, მათ შორის:

- კომპანიის ვალდებულებების ვადიანობის გახანგრძლივება, კერძოდ, ლიკვიდურობის გაუმჯობესების მიზნით, კომპანია გეგმავს მოკლევადიანი სესხები გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდებით ჩაანაცვლოს;
- კაპიტალის სტრუქტურის დივერსიფიცირება - ობლიგაციების მეშვეობით კომპანია შეძლებს არსებული სესხების განსხვავებული ფინანსური ინსტრუმენტებით ჩაანაცვლებას;
- კაპიტალის ბაზარზე წვდომა და უცხოელ ინვესტორებს შორის ცნობადობის გაზრდა, რაც სამომავლოდ ადგილობრივი თუ საერთაშორისო ბაზრიდან ფინანსური რესურსის მოზიდვის გამარტივების საწინდარია;
- გამჭვირვალობის გაზრდა, შესაბამისად კორპორაციული კულტურის ამაღლება.

შპს „თეგეტა მოტორსი“ 2001 წელს შპს „ავტოექსპორტისა“ და შპს „თეგეტა მოტორსის“ გაერთიანების შედეგად შეიქმნა. დღეს კომპანია წარმოადგენს ჰოლდინგურ კომპანიას და ისეთ შვილობილ კომპანიებს აერთიანებს როგორცაა: შპს „თეგეტა ქონსტრაქშენ

ექვიფემენტი“ (100%), შპს „თეგეტა პრემიუმ ვიქელს“(100%), შპს „ტოიოტა ცენტრი თეგეტა“(100%), შპს „თეგეტა აკადემია“ (100%) და სხვ.

შპს „თეგეტა მოტორსი“, როგორც საქართველოს საავტომობილო პროდუქტებისა და მომსახურების ლიდერი კომპანია საქართველოში, კორპორატიულ და საცალო კლიენტებს მრავალფეროვან მომსახურებას სთავაზობს: მსუბუქი ავტომობილების გაყიდვა, სატვირთო ავტომობილებისა და სპეც-ტექნიკის გაყიდვა, ავტობუსების გაყიდვა, ავტომობილების ტექნიკური მომსახურება და რემონტი, ავტომობილების ნაწილების და აქსესუარების გაყიდვა და სხვ. კომპანიის ფილიალებისა და სერვის ცენტრების მომსახურების მიღება საქართველოს ყველა მსხვილ დასახლებულ წერტილშია ხელმისაწვდომი.²⁴ აღსანიშნავია, რომ საქართველოს საავტომობილო ბაზაზრზე არ არის მსგავსი კომპლექსური მომსახურების მიმწოდებელი სხვა კომპანია, თუმცა დიფერენცირებულად სხვადასხვა მომსახურების მიმწოდებელი კომპანიები არსებობენ.

კომპანიას მართავს პარტნიორთა კრება. შპს „თეგეტა მოტორსის“ მნიშვნელოვან წილებს ფლობენ თემურ კობოძე (70.00 %), ზაურ ცხადაძე (21.00%), დანარჩენი 9 პროცენტი გადანაწილებულია სხვა აქციონერებზე.

2.2. სს „მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია კრისტალი“

სს „მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია კრისტალმა“ (ს/კ: 212896570) 2019 წლის 31 იანვარს 15 000 000 ლარის საერთო ღირებულების 2 წლიანი 100 000 ლარის ნომინალური ღირებულების კორპორაციული ობლიგაციები გამოუშვა.²⁵ ობლიგაციებზე დარიცხული პროცენტი საქართველოს ერვონული ბანკის რეფინანსირების განაკვეთს დამატებული 400 საბაზისო პუნქტით განისაზღვრა, რომლის გადახდაც კვარტალურადაა გათვალისწინებული. ამასთან, საბოლოო პროსპექტი, კომპანიის რეიტინგის ცვლილების გათვალისწინებით, კუპონური განაკვეთის ცვლილებას ითვალისწინებს. ობლიგაციების

²⁴ შპს „თეგეტა მოტორსის“ ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://tegetamotors.ge>

²⁵ საქართველოს ეროვნული ბანკი. ემისიის საბოლოო პროსპექტი - სს „მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია კრისტალი“. ემისიის სახელმწიფო რეგისტრაციის NGE2700603592-1-01. თბილისი. 2017.

განთავსების აგენტი - სს „გალტ ენდ თაგარტი“.

აღსანიშნავია, რომ 2018 წლის 7 ივნისს Fitch Ratings-მა კომპანიას „B“ საკრედიტო რეიტინგი მიანიჭა. აღნიშნული საკრედიტო რეიტინგის მიხედვით, სს „კრისტალი“ საქართველოსა და რეგიონში, ყველაზე მაღალი რეიტინგის მფლობელი არასაბანკო საფინანსო სექტორის წევრის. მას ასევე მიღებული აქვს, 2017 წელს - Fitch Ratings-ის „B“ საკრედიტო რეიტინგი, 2012 წელს - Micro Finanza Rating Agency - ს „BBB“ საერთაშორისო საკრედიტო რეიტინგი, 2010 წელს - Planet Rating Agency-ს G.I.R.A.F.E რეიტინგი „B-“.

ზემოაღნიშნული ობლიგაციები არამატერიალიზებული ფორმით არის გამოშვებული. ობლიგაციების საბოლოო პროსპექტის მიხედვით, კომპანია ობლიგაციების განაღდებას თარიღამდე მათი მეორად ბაზარზე გამოსყიდვისა და განაღდებას უფლებამოსილებას იტოვებს. ამასთან, დეფოლტის შემთხვევაში, პროსპექტი მფლობელის წარმომადგენლის მიერ ობლიგაციების ძირითადი თანხის სრულად და დარიცხული პროცენტის დაუყოვნებლივ გადახდის მოთხოვნას ითვალისწინებს. თავის მხრივ, ობლიგაციონერების კრებაზე დამსწრეთა ხმების 75%-ით მიღებული „სპეციალური გადაწყვეტილების“ საფუძველზე, ობლიგაციონერებს ობლიგაციის პირობებისა და ხელშეკრულების დებულებებში ცვლილებების და დამატებების შეტანის უფლება აქვთ.

ასევე, 2018 წლის 31 დეკემბერს საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დამტკიცებულ საბოლოო ემისიის პროსპექტში აღწერილია ობლიგაციებთან დაკავშირებული რისკ-ფაქტორები, კერძოდ:

➤ კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებული რისკები, მათ შორის:

სექტორის მარეგულირებელი საკანონმდებლო აქტების ხშირი ცვლილებების, ახალი პროდუქტებისა და სერვისების წარუმატებლობის, კომპანიასთან დაკავშირებული საჩივრებისა და სასამართლო პროცედურების უარყოფითი გავლენის, მოთხოვნის შემცირებისა და ბიზნეს ოპერაციების გაუარესებისა და ზოგადად საზოგადოების მხრიდან ბიზნესის ნეგატიური აღქმის რისკი, რომელმაც შესაძლოა უარყოფითი გავლენა იქონიოს კომპანიის ოპერაციებსა და ფინანსურ მდგომარეობაზე.

➤ საქართველოსთან დაკავშირებული მაკროეკონომიკური და პოლიტიკური რისკები, მათ შორის:

ინვესტიციის განხორციელების რისკი ისეთ განვითარებად ბაზრებში, როგორც საქართველოა, შეიცავს უფრო მაღალ რისკს ისეთი ფაქტორების გათვალისწინებით, როგორცაა რეგიონალური დამაბულობა, საქართველოში არსებული პოლიტიკური და ეკონომიკური არასტაბილურობა, საქართველოს სასამართლო სისტემაში არსებული არაპროგნოზირებადი გარემო და საგადასახადო კანონმდებლობაში მოსალოდნელი ცვლილებები, რომლებმაც შესაძლებელია არსებითად უარყოფითი გავლენა იქონიოს კომპანიის ბიზნესზე და სხვ.

➤ ობლიგაციებთან დაკავშირებული რისკები, მათ შორის:

ობლიგაციის საბაზრო ფასისა და ობლიგაციის პირობების ცვლადებადობის, ობლიგაციის გასხვისებასთან დაკავშირებული შეზღუდვების, ობლიგაციების პასიური სავაჭრო ბაზრის რისკისა და ადრეული გამოსყიდვის რისკი და სხვ.

საბოლოო პროსპექტში განმარტებულია, რომ ფინანსური რესურსის მოზიდვის საჭიროება საკრედიტო პროდუქტებზე მოთხოვნის ზრდითა და კომპანიის მიერ პორტფელის ზრდის სტრატეგიით იყო განპირობებული. შესაბამისად, ობლიგაციის გამოშვებიდან მიღებული სახსრები გამოყენებული იქნება კომპანიის ძირითადი საქმიანობის დასაფინანსებლად, კერძოდ: სოფლის მეურნეობის პროექტებისთვის - 45 %, ვაჭრობის სექტორის პროექტებისთვის - 20 %, მომსახურების სექტორის პროექტებისთვის - 20 %, წარმოებისთვის - 12 % და ტურიზმის სექტორის პროექტებისთვის - 3 %. მოზიდული სახსრების ფარგლებში უმეტესი ნაწილი ქალი მსესხებლებისთვის იქნება ხელმისაწვდომი. აქვე დაზუსტებულია, რომ რესურსების გამოყენება არსებული ვალდებულებების რეფინანსირებას არ ითვალისწინებს.

აღსანიშნავია, რომ საქართველოში 2010 წლის შემდეგ მიკროსაფინანსო სექტორი მნიშვნელოვნად გაიზარდა და ზრდის ტემპი 2016 წლის ბოლომდე შენარჩუნდა, თუმცა 2016 წელს განხორციელებული საკანონმდებლო ცვლილებების შედეგად, მათი რიცხვი 2017 წელს შემცირდა. მთლიან საკრედიტო პორტფელში წამყვანი პოზიცია სამომხმარებლო სესხებს უჭირავს. ამასთან, მოზიდული სახსრების ნახევარზე მეტი საფინანსო ორგანიზაციებსა და კომერციულ ბანკებზე მოდის. 2020 წლის 1-ლი კვარტლის მონაცემებით, მიკროსაფინანსო სექტორი 43 კომპანიას ითვლის. მათ შორის სს „კრისტალი“

მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების სექტორში, თანამშრომელბისა და ფილიალების რაოდენობის მიხედვით, უმსხვილესი დამსაქმებელია.

სს „კრისტალი“ მომხმარებლებს მრავალფეროვან მომსახურებას სთავაზობს - მიკრო და მცირე ბიზნესის სესხები; აგროსესხები; სამომხმარებლო სესხები; იპოთეკური სესხები; განვადებები; სალომბარდე სესხები; ვალუტის გაცვლა; ფულადი გზავნილები; კომუნალური გადასახადების გადახდა.²⁶

სს „კრისტალის“ მენეჯმენტი აქციონერთა კრებას, სამეთვალყურეო საბჭოს, შიდა აუდიტის სამსახურს, მონაცემთა მმართველობისა და ანალიტიკის სამსახურს, აღმასრულებელი თავმჯდომარის ოფისს, კორპორატიულ სამდივნოსა და კომიტეტებს მოიცავს.

კომპანიის ძირითადი აქციონერები არიან ინსტიტუციური ინვესტორები, მათ შორის: ქართული არაკომერციული იურიდიული პირი ფონდი „კრისტალი“ – 47.4%, DWM Funds (აშშ) – 12.4%, AGRIF Cooperatief U.A (ჰოლანდია) – 27.1%, დანარჩენი 3.1% კი გადანაწილებულია ინდივიდუალურ ინვესტორებზე (კომპანიის მენეჯმენტი).

ზემოთ საღნიშნული ემისია სს „კრისტალისთვის“ რიგით მეორე საჯარო განთავსებაა. სს „კრისტალმა“ 2017 წლის 28 დეკემბერს 10 000 000 ლარის საერთო ღირებულების ობლიგაციები გამოუშვა.

2.3. სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“

სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტმა“ (ს/კ: 404857534) 2018 წლის 17 დეკემბერს 12 000 000 აშშ დოლარის საერთო ღირებულების 3 წლიანი 10 000 აშშ დოლარი ნომინალური ღირებულების კორპორაციული ობლიგაციები გამოუშვა.²⁷ ობლიგაციებზე დარიცხული პროცენტი 8 %-ით განისაზღვრა, რომლის გადახდაც კვარტალურადაა

²⁶ სს „კრისტალის“ ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://crystal.ge/>

²⁷ საქართველოს ეროვნული ბანკი. ემისიის საბოლოო პროსპექტი - სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“, ემისიის სახელმწიფო რეგისტრაციის NGE2700603717-1-01. თბილისი. 2018.

გათვალისწინებული. ობლიგაციების განთავსების, გადახდისა და კალკულაციის აგენტი - შპს „თიბისი კაპიტალი“.

აღსანიშნავია, რომ სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“ პირველი დეველოპერული კომპანიაა საქართველოში, რომელსაც საერთაშორისო აღიარებული საკრედიტო სააგენტოსგან რეიტინგი მიენიჭა. Scope Ratings GmbH-მა 2018 წლის 10 ივლისს, მისი გრძელვადიანი დეფოლტის რეიტინგი „B+/სტაბილური პერსპექტივით“ შეაფასა.

ზემოაღნიშნული ობლიგაციები არამატერიალური ფორმით არის გაცემული. ობლიგაციების შეთავაზება მოხდა საქართველოში. განთავსების აგენტმა აიღო ვალდებულება, რომ იგი, საუკეთესო ძალისხმევის პრინციპის გათვალისწინებით, დაეხმარებოდა ემიტენტს ობლიგაციების განთავსებაში. ობლიგაციებში ინვესტირება განახორციელეს რეზიდენტმა და არარეზიდენტმა ფიზიკურმა პირებმა და ინსტიტუციონალურმა ინვესტორებმა.

ამასთან, საბოლოო პროსპექტში განსაზღვრულია, დეფოლტის შემთხვევისას სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტის“ მიერ არაუმეტეს 10 დღის განმავლობაში ობლიგაციის თანხის ან პროცენტის გადაუხდელობის შემთხვევაში, ობლიგაციების სულ მცირე 25%-ის მფლობელის წერილობითი თანხმობის საფუძველზე, ემიტენტის უფლება ვალდებულების დასაფარად დამატებით 21 სამუშაო დღის ვადით სარგებლობის შესახებ. აღნიშნული ვადის გასვლის შემდეგ, ვალდებულების კვლავ არ გადახდის შემთხვევაში, ყველა ობლიგაცია გამოცხადდება ვადამოსულად და ყველა არსებული დავალიანების გადახდა უნდა განხორციელდეს დაუყოვნებლივ.

ასევე, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დამტკიცებულ საბოლოო პროსპექტში აღწერილია ობლიგაციასთან დაკავშირებული რისკ-ფაქტორები, კერძოდ:

➤ კომპანიის ბიზნესთან დაკავშირებული რისკები, მათ შორის:

დეველოპერული ინდუსტრიის ციკლურობა, გარე და შიდა ფაქტორების გავლენით კომპანიის გაყიდვების შესაძლო შემცირება, კომპანიის მხრიდან დაგეგმილი პროექტების შესაძლო განუხორციელებლობა, პროექტების განსახორციელებლად საჭირო დაფინანსების მოუძიებლობა, წამყვანი პერსონალის დაკარგვის რისკი, ახალი კონკურენტების გამოჩენის რისკი, რომელმაც შესაძლოა გაზარდოს მიწოდება, შეამციროს ფასი, უარყოფითად

იმოქმედოს კომპანიის საოპერაციო საქმიანობაზე და სხვ.

- საქართველოში განვითარებულ მაკროეკონომიკური და პოლიტიკური რისკები, მათ შორის:

ინვესტიციის განხორციელების რისკი ისეთ განვითარებად ბაზრებში, როგორც საქართველოა, შეიცავს უფრო მაღალ რისკს ისეთი ფაქტორების გათვალისწინებით, როგორცაა რეგიონალური დაძაბულობა, საქართველოში არსებული პოლიტიკური და ეკონომიკური არასტაბილურობა, საქართველოს სასამართლო სისტემაში არსებული არაპროგნოზირებადი გარემო და საგადასახადო კანონმდებლობაში მოსალოდნელი ცვლილებები, რომლებმაც შესაძლებელია არსებითად უარყოფითი გავლენა იქონიოს კომპანიის ბიზნესზე და სხვ.

- ობლიგაციებთან დაკავშირებული რისკები, მათ შორის:

ობლიგაციების დაფარვის, ობლიგაციების სავაჭრო ფასის, ლიკვიდურობის, სარგებლის, გაცვლითი კურსის რისკი, ამასთან, კომპანიასა და განთავსების აგენტს, განთავსების აგენტსა და სს „თიბისი ბანკს“, ასევე ემიტენტსა და სს „თიბისი ბანკს“ შორის პოტენციური ინტერესთა კონფლიქტის საფრთხე და სხვ.

საბოლოო პროსპექტში, განსაზღვრულია ობლიგაციის ემისიიდან მიღებული სახსრების მიზნობრიობა:

- 8 მილიონი აშშ დოლარი გამიზნულია სოფელ ბუკნარში საცხოვრებელი უბნის განვითარებაზე, კერძოდ, სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“ გეგმავს შვილობილი კომპანიის შპს „ბლექ სი რიზორთის“ მიერ აჭარის რეგიონში შეძენილ 9 ჰექტარ მიწის ნაკვეთზე მრავალფუნქციური ტურისტული კომპლექსის მშენებლობას. კომპლექსი მოიცავს პრემიუმ კლასის აპარტამენტებს, კომერციულ ობიექტებსა და სასტუმროს. პროსპექტით პროექტის 2026 წლისთვის დასრულებაა განსაზღვრული.

- 4 მილიონი აშშ დოლარი დაიხარჯება ლისის ტბის მიმდებარე 40 ჰექტარი მიწის ნაკვეთის მოსამზადებლად, შემდგომ მცირე ნაკვეთებად გაყიდვის მიზნით, ასევე აპარტამენტებისა და ვილების უბნის განსავითარებლად. ვილების უბნის მშენებლობისთვის 2018 წლიდან უკვე დაწყებულია მიწის ნაკვეთების გაყიდვა ფიზიკურ პირებზე. მიწის განვითარება მოიცავს ინფრასტრუქტურის მოწყობას, კომუნიკაციების

გაყვანას და სხვ. ამასთან, პროექტის ავტორების განმარტებით, პროექტის 80/20 კონცეფცია უნიკალურია თბილისის მასშტაბით, რაც სამშენებლო მიზნებისთვის მხოლოდ 20%-ის, ხოლო 80%-ის გამწვანებისა და რეკრეაციული მიზნებისთვის გამოყენებას გულისხმობს.²⁸

აღსანიშნავია, რომ საქართველოს სამშენებლო და დეველოპერული ბაზარი სწრაფად განვითარებად ბაზარს წარმოადგენს, თუმცა ბუკნარის პროექტის ფარგლებში სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“ კონკურენტად მხოლოდ ერთ პროექტს „დრიმ ლენდ ოაზისს“ მოიაზრებს. „დრიმ ლენდ ოაზისი“ აჭარის რეგიონში, ჩაქვში მდებარობს და სასტუმროებისა და აპარტამენტების საცხოვრებელ-დასასვენებელ კომპლექსს წარმოადგენს, რომელიც სხვადასხვა იფრასტრუქტურას აერთიანებს. რაც შეეხება ლისის ტბის მიმდებარე პროექტს, ამ შემთხვევაშიც პირდაპირ კონკურენტად მხოლოდ ერთი პროექტი - „კრწანისი რეზიდენსი“ განიხილება, რომელიც ლისის ტბის პროექტს კონცეფციით ჰგავს. კრწანისი რეზიდენსი საცხოვრებელ ბინებს, თაუნჰაუსის ტიპის სახლებსა და ვილას მოიცავს.

სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“ 2010 წელს დაფუძნდა. კომპანია მიზნად ისახავს საქართველოს დეველოპერულ და უძრავი ქონების ბაზარზე ევროპული მაღალი ხარისხის სტანდარტების დამკვიდრებას. კომპანია მუშაობს პრემიუმ სეგმენტზე და ფლობს წილებს შემდეგ შვილობილ კომპანიებში: შპს „ლისი ფო“ (100%), შპს „ლისის ტბის რეკრეაცია“ (100%), შპს „ლისიგრინსი“ (100%), შპს „ლისი ოს“ (100%), შპს „ბლექ სი რიზორთ“ (100%), შპს „ლისი რენოვეიშენ“ (100%), შპს „ლისის მეთევზეობა“ (100%), სს „გივი ზალდატანიშვილის სახელობის ამერიკული აკადემია“ (28%), შპს „ლისის აბანო“ (50%).

კორპორაციული მართვის სამ დონიანი მოდელის მიხედვით, ჯგუფის ყოველდღიურ საქმიანობას ახორციელებს მენეჯმენტი, რომლის საქმიანობას ზედამხედველობს სამეთვალყურეო საბჭო, ხოლო აქციონერთა კრება გადაწყვეტილებებს იღებს აქციონერების უფლებებთან დაკავშირებულ საკითხებზე.

სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტის“ აქციების მნიშვნელოვან წილებს ფლობენ მამუკა ხაზარაძე (27.53 %), ბადრი ჯაფარიძე (27.53 %), ბობ მაიერი (27.53 %), ხოლო დანარჩენი 17.41% განწილებულია სხვა აქციონერებზე.

²⁸ სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტის“ ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://greentown.lisi.ge>

თავი მესამე. საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის გამოწვევები და განვითარების პერსპექტივები

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის, როგორც საბანკო დაკრედიტების ალტერნატივის, ხელშეწყობა და განვითარება ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის საწინდარია. სავალო ინსტრუმენტების მეშვეობით უფრო მეტად კონკურენტული გარემოს შექმნა და დანაზოგების ეფექტიანი გადანაწილება შესაძლებელი. ასევე, ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვება ემიტენტებს შესაძლებლობას აძლევს საერთაშორისო სავალო და კაპიტალის ბაზრებისკენ პირველი ნაბიჯები გადადგან.

საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის შეფასებისას, აუცილებელია განვიხილოთ ქვეყანაში არსებული რეალობა. მიუხედავად იმისა, რომ სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ბოლო წლებში გააქტიურდა, დღეისათვის საქართველოს საფინანსო სექტორის უდიდესი ნაწილს ისევ კომერციული ბანკები იკავებენ.

ამასთან, აღსანიშნავია, რომ ზოგადად განვითარებად ქვეყნებში საფინანსო სისტემა ძირითადად ბანკებზეა ორიენტირებული. სწორედ ამ საკითხს განიხილავს ჯონ ჰოქინსი თავის სტატიაში²⁹ და აცხადებს, რომ ობლიგაციების ბაზრის განვითარება საბანკო სისტემის შემფოთებას იწვევს, რადგან, მათი აზრით, ობლიგაციების ბაზარი გარკვეულწილად საბანკო სისტემის საქმიანობას ამცირებს. თუმცა, აქვე აზუსტებს, რომ ხშირად ობლიგაციის ბაზრის განვითარების პარალელურად სწორედ ბანკები არიან ბაზრის ერთ-ერთი ყველაზე აქტიური მონაწილეები, მათ შორის ემიტენტები, დილერები, მრჩეველები, ანდერრაიტერები, გარანტორები, რეგისტრატორები და სხვ. შესაბამისად, ბანკები მსგავსი საქმიანობით ხშირად უფრო მეტ შემოსავალს იღებენ ტრადიციულ საქმიანობასთან შედარებით. ასევე, ობლიგაციების ბაზრის განვითარების მიუხედავად, დიდი კომპანიები ბანკებთან ურთიერთობას მაინც ინარჩუნებენ. მაშინ, როცა ობლიგაციების გამოშვება კომპანიისთვის შესაძლოა გარკვეული მიზეზების გამო შეუძლებელი იყოს, მათ შორის, სასურველი ფასისა და დროის გათვალისწინებით, ასეთ დროს მათთვის საბანკო სესხი უფრო ხელსაყრელია.

²⁹ Hawkins, J. Bond market and banks in emerging economy. Bank for International Settlements. 2002. Paper N11, 42-48.

კომერციული ბანკებისთვის არაპროფილური საქმიანობის რეალური შეზღუდვა დღესაც ქართული კაპიტალის ბაზრის ერთ-ერთ მთავარი გამოწვევაა. 2007-2008 წლის მსოფლიო ფინანსური კრიზისის ფონზე ბევრმა ქვეყანამ მიიღო კომერციულ ბანკებთან დაკავშირებული რეგულაციები, მათ შორის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი რეგულაციაა დოდ-ფრანკის აქტი³⁰. აქტის შედეგად შექმნილი ფინანსური სტაბილურობის ზედამხედველობის საბჭო (FSOC), სამომხმარებლო ფინანსური დაცვის ბიურო (CFPB) და უშუალოდ ვოლკერის დებულება, მეანაბრების დაცვისა და დიდი მარცხის/დანაკარგების („too big to fail“) შემთხვევების აღმოფხვრის მიზნით, ამერიკულ ბანკებს საინვესტიციო და საცალო საბანკო საქმიანობის ერთდროულად განხორციელებას უკრძალავს. საქართველოში დღემდე არსებული პოლიტიკა ბანკების საქმიანობისთვის უფრო ხელსაყრელ გარემოს ქმნის.

დოდ-ფრანკის აქტში ასევე ხაზგასმულია კორპორაციული მმართველობის მნიშვნელობა და კორპორაციების ანგარიშვალდებულებისა და გამჭვირვალობის გაზრდით ეკონომიკის გაუმჯობესების შესაძლებლობა. ამ მიმართულებით აქტი წარმოადგენს 1934 წლის ფასიანი ქაღალდების შესახებ აქტის („Securities Exchange Act“) და 2000-2002 წლების სარბან-ოქსლის აქტის („The Sarbanes-Oxley Act“) გაგრძელებასა და დაზუსტებას, რომლებიც, თავის მხრივ, კონცენტრირებულია კორპორაციული მართვის უმაღლესი სტანდარტების, კერძოდ, მენეჯმენტის, აუდიტის, ხარისხის კონტროლის, ეთიკისა და ინფორმაციის საჯაროობის სტანდარტების შემუშავებაზე.

კორპორაციული მმართველობა და კომპანიის გამჭვირვალობისა და ანგარიშვალდებულების საკითხი წლების განმავლობაში იყო და დღესაც ერთ-ერთი მწვავე საკითხია საქართველოში. კორპორაციული ობლიგაციების საჯარო შეთავაზება კომპანიებს შესაბამისი საჯარო ინფორმაციის წარდგენას ავალდებულებს, რაც ხშირად კომპანიებისთვის არასასურველია. ანგარიშვალდებული საწარმოს სტატუსის მიღება ისეთ პროცედურებთანაა დაკავშირებული, როგორცაა ფინანსური ინფორმაციის წარდგენის, აუდიტის კომიტეტის არსებობის, კორპორაციული ინფორმაციის გამჟღავნების

³⁰ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. 111 th Congress of USA. Public Law 111-203. 2010. ხელმისაწვდომია - აშშ-ს კონგრესის ოფიციალური ვებგვერდი - <https://www.congress.gov>

ვალდებულება³¹ და სხვა. აღნიშნული ინვესტორების ინფორმირებისთვის და სწორი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მისაღებად აუცილებელია, შესაბამისად ის კომპანიები, რომლებიც დახურული ტიპის საზოგადოებებად ყოფნას ამჯობინებენ, ცხადია, ინვესტორებისთვის ნაკლებად სასურველია. აღსანიშნავია, რომ საქართველოში 2018 წლიდან, კორპორატიული მართვის სტანდარტების ამაღლების მიზნით, ეროვნული ბანკის რეგულაციების შესაბამისად, კორპორაციებისთვის სავალდებულო გახდა აუდიტირებული ფინანსური ანგარიშგების გამოქვეყნება.

ამასთან, ცხადია ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი საკითხი ფინანსური განათლების დაბალი დონეა ქვეყანაში. საზოგადოების და კომპანიების დიდი ნაწილი ვერ აცნობიერებს, საბანკო კრედიტთან შედარებით, კორპორაციული სავალო ფასიანი ქაღალდების მეშვეობით მოზიდული ფინანსური რესურსის უპირატესობას. მათთვის კი ვინც აცნობიერებს ამ უპირატესობას, ქვეყანაში არსებული მაკროეკონომიკური არასტაბილურობა, არაკონკურენტული გარემო და შემზღვეველი პირობები, მათ შორის საკანონმდებლო კუთხით, ვერ ქმნის აქტიური კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარს.

2016 წელს საქართველოში შემუშავებული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის საფუძველზე³² შეიქმნა ბაზრის ცალკეული სეგმენტების, მათ შორის კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის სამოქმედო გეგმა, რომელიც ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის სხვადასხვა საკითხებს მოიცავს, მათგან დღეისთვის უკვე დასრულებულია მუშაობა შემდგომ საკითხებზე: ეროვნული ბანკის მიერ ფასიანი ქაღალდების გირაოში მიღება (ლიკვიდობის უზრუნველყოფა); ბონდების დამატება ეროვნული ბანკის ანგარიშსწორების სისტემაში; სარეიტინგო სააგენტოებთან მოლაპარაკება; კორპორატიული ბონდების დამატება Clearstream ლინკში; ემისიის რეგისტრაციის მოსაკრებელზე შეღავათების გათვალისწინება. თავის მხრივ, გრძელდება მუშაობა შემდეგი მიმართულებებით: ობლიგაციების ბაზრის ასოციაციის შექმნა; ადგილობრივი სარეიტინგო სააგენტოსა და სარეიტინგო შვალის შემუშავება და სხვ.

³¹ საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ, თავი III

³² საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო. 2016. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია.

ამასთან, აღსანიშნავია, რომ 2018 წლიდან საქართველოში ორი, ხუთი და ათ წლიანი ვადიანობის ე.წ. ბენჩმარკ ბონდების რეგულარული ემისია დაიწყო.³³ იმის გათვალისწინებით, რომ აღნიშნული ობლიგაციები ხელს უწყობს პირველადი ბაზრის პროგნოზირებადობას, მეორადი ვაჭრობის გააქტიურებას, უზრუნველყოფს სავალო ფასიანი ქაღალდის ლიკვიდურობისა ზრდას და სტაბილური შემოსავლიანობის მრუდის (Yield Curve) შექმნას, შედეგად კი ხელს შეუწყობს საქართველოს სავალო ფასიანი ქაღალდებით ინვესტორების დაინტერესებას, ბენჩმარკ ბონდების გამოშვება კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის მნიშვნელოვანია.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის ფარგლებში მიმდინარე და დაგეგმილი საკითხები ამ ეტაპზე საქართველოში კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების მთავარი საყრდენია. თუმცა, მასთან ერთად საპენსიო რეფორმა, როგორც კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების ერთ-ერთი შესაძლო ფაქტორი, აქტიურად განიხილება. მათ შორის, 2019 წლის მაისის „TBC CAPITAL“-ის ანგარიშის³⁴ შესაბამისად, სავარაუდოა, რომ საპენსიო სააგენტოს აქტივები 2019 წლის 506 მილიონი ლარიდან 2023 წელს 4 მილიარდ ლარამდე გაიზრდება. მათივე ვარაუდით, ამ აქტივების 10%-ი სწორედ ადგილობრივ კორპორაციულ ობლიგაციებში განთავსდება, რაც ბაზრის გააქტიურებას შეუწყობს ხელს.

ამასთან, აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებით, საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება³⁵ განსაზღვრავს, რომ საპენსიო აქტივების ინვესტირება შესაძლებელია განხორციელდეს მხოლოდ იმ ინსტრუმენტებში, რომლებსაც ექნებათ Standard & Poors, Moody's, Fitch და Scope Ratings-ის მიერ მინიჭებული რეიტინგები. შესაბამისად, საპენსიო რეფორმის შედეგად დაგროვილი აქტივები მხოლოდ განსაზღვრული კორპორაციული ობლიგაციებისთვის იქნება ხელმისაწვდომი.

³³ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://mof.ge/5147>

³⁴ ადეიშვილი, გ., თვალაშვილი, ა. FIXED INCOME SECURITIES IN GEORGIA. TBC Capital. 2019, 24.

³⁵ საქართველოს ეროვნული ბანკი. „დაგროვებითი საპენსიო სქემის საინვესტიციო ფინანსური ინსტრუმენტების მინიმალური დასაშვები საკრედიტო რეიტინგისა და დაგროვებითი საპენსიო სქემის აქტივების ღირებულების გამოთვლის მეთოდოლოგიის მიმართ მოთხოვნების შესახებ წესის დამტკიცების თაობაზე“. ბრძანება N 258/04. თბილისი. 2018, მუხლი 3.

თავი მეოთხე. სახელმწიფო ვალის არსი და ვალის შეფასების ინდიკატორები

თანამედროვე ეკონომიკის ლექსიკონი³⁶ სახელმწიფო ვალს ვალის ერთ-ერთ სახეობად მოიხსენიებს, კერძოდ: „ვალი არის ვალდებულება, რომელიც წარმოიშობა ფინანსური რესურსის სესხებისას ან საქონლის/მომსახურების მიღებისას შემდგომში გადახდის სანაცვლოდ. გარიგების სახის მიხედვით, ვალის თითქმის ყველა სახეობაზე გათვალისწინებულია პროცენტის გადახდა კონკრეტული პერიოდისთვის. ვალის მნიშვნელოვანი ფორმები (მაგალითად, სახელმწიფო ვალი) ივაჭრება, ანუ, ისინი შეიძლება ივაჭრობოდეს კონკრეტულ ბაზრებზე, როგორცაა საფონდო ბირჟა...“.

თავის მხრივ, საჯარო ფინანსების სახელმძღვანელოში³⁷ განმარტებულია, რომ „მიმდინარე პერიოდის ვალი არის წარსული საანგარიშო პერიოდების განმავლობაში დაგროვილი საბიუჯეტო დეფიციტების ჯამი, შესაბამისად, ვალი ეს არის წარსული საანგარიშო პერიოდების დანახარჯების სიჭარბე შემოსავლებზე...“

ამასთან, საერთაშორისო ორგანიზაციების და ფინანსური ინსტიტუტების, მათ შორის მსოფლიო ბანკისა (WB) და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (IMF)³⁸ მიხედვით, სახელმწიფო ვალი მოიცავს მთავრობისა და სახელმწიფო კორპორაციების ვალს.

სახელმწიფო ვალის აღების აუცილებლობა სახელმწიფო ხარჯების ზრდის პარალელურად წარმოიშობა. სახელმწიფო ვალის აღების ძირითადი მიზანი ქვეყნების პრიორიტეტების გათვალისწინებით ცვალებადია, თუმცა ყველა შემთხვევაში მთავარი მაინც ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსება, მასშტაბური საინვესტიციო პროექტების განხორციელება და მოსახლეობის გაუმჯობესებული სახელმწიფო სერვისებით უზრუნველყოფაა. ზემოაღნიშნული ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებას იწვევს, რაც საბოლოოდ ქვეყნის მდგრადი განვითარების საწინდარია. ამასთან გასათვალისწინებელია, რომ სახელმწიფო ვალის არამიზნობრივმა და არაგონივრულმა ხარჯვამ შესაძლოა

³⁶ Macmillan Dictionary Of Modern Economics. 3th edition. 1986. London. The Macimllad Press Ltd.

³⁷ Rosen, Harvey S. Public finance. 10th edition. New York. McGraw-Hill Education. 2014, 454.

³⁸ IMF. 2011. Public Sector Debt Statistics – Guide for Compilers and Users. Chapter 2.

საპირისპირო შედეგები გამოიწვიოს და გრძელვადიან პერიოდში ქვეყანა ეკონომიკურ კრიზისამდეც მიიყვანოს.

სხვა მაკროეკონომიკურ მიზეზებთან ერთად, სახელმწიფო ვალის პორტფელის არაფექტური მართვა გახდა ისეთი ქვეყნების ეკონომიკური კრიზისის გამომწვევი მიზეზი როგორცაა საბერძნეთი, ირლანდია, პორტუგალია და სხვა. „საბერძნეთის სესხის კრიზისის განმარტება“ (NYT)³⁹, „ირლანდიის კრიზისი ევროპას არყევს“ (WSJ)⁴⁰, „შეუძლია თუ არა ევროზონას გადარჩეს?“ (HBSP)⁴¹ - უახლოეს წარსულში არაერთი სტატია და სამეცნიერო ნაშრომი მიეძღვნა სახელმწიფო ვალის შედეგად გამოწვეულ კრიზისებს, რომელიც არა მხოლოდ კონკრეტულ ქვეყანაზე, არამედ მთლიანად ეკონომიკურ კავშირებს, რეგიონსა და ისეთ მცირე მასშტაბიან ქვეყნებზე ახდენს გავლენას, როგორც საქართველოა. თავის სტატიაში „ბერძნული კრიზისი და საქართველო“⁴² ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი ემზარ ჯგერენაია საუბრობს იმ ფაქტორებზე, რომელიც, საბერძნეთში მიმდინარე მოვლენების გათვალისწინებით, გავლენას ახდენს ქართული ლარის კურსზე, კერძოდ: კრიზისის შედეგად სამუშაო ადგილების შემცირება (საბერძნეთში), რამაც, თავის მხრივ, საბერძნეთში დასაქმებული ქართველების რაოდენობის შემცირება გამოიწვია, შედეგად შემცირდა ემიგრანტების მიერ გადმორიცხული უცხოური ვალუტის რაოდენობა და გაიზარდა ზეწოლა ლარზე.

აქედან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ვალის ეფექტიანი მართვა, თუმცა ის სახელმწიფო ვალის აუცილებლად მინიმალურ ნიშნულზე შენარჩუნებას არ გულისხმობს. „ვალი კარგია“⁴³ - აცხადებს ნობელის პრემიის ლაურეატი პოლ კრუგმანი New York Times-ის სტატიაში და აღნიშნავს, რომ რაც არ უნდა წარმოუდგენლად ჟღერდეს ეს, დღევანდელი მსოფლიო ეკონომიკის მთავარი სისუსტე სწორედ ის არის, რომ მთავრობებს არ აქვთ ვალის საკმარისი მოცულობა. ავტორი „საბერძნეთად გარდაქმნის საშიშროებასაც“ იაზრებს და

³⁹ By The New York Times. 2016, June. Explaining Greece's Debt Crisis. The New York Times.

⁴⁰ Shah, N., Fottrell, Q. 2010, October. Irish Crisis Shakes Europe. The Wall Street Journal.

⁴¹ Roscini, D., Schlefer, J. 2012, September. Can the Eurozone Survive? Harvard Business Publishing Education.

⁴² ჯგერენაია, ე. 2015, ივლისი. ბერძნული კრიზისი და საქართველო.

⁴³ Krugman, P. 2015, August. Debt Is Good. The New York Times.

მიუხედავად ამისა, ფიქრობს, რომ სწორი ფისკალური პოლიტიკის პირობებში, კიდევ უფრო მეტი ვალის აღებაა საჭირო.

ამასთან, ცხადია, სახელმწიფო ვალის აღება პარალელურად მის გადახდაზე პასუხისმგებლობის დაკისრებას გულისხმობს. მართალია სახელმწიფო ვალის გადახდაზე პასუხისმგებლობას არსებული თაობები იღებენ, თუმცა ვალის ტვირთის გადანაწილება მომავალ თაობებზეც ავტომატურად ხდება. ვალის დაფინანსების ერთ-ერთი წყარო ხშირად მომავალში (შესაძლოა მიმდინარე პერიოდში) გადასახადების განაკვეთის ზრდაა. აღნიშნულის გათვალისწინებით, ზოგიერთი მეცნიერი მიიჩნევს, რომ საბოლოოდ სახელმწიფო ვალი არათუ ეკონომას ასტიმულირებს, არამედ საზოგადოების მომხმარებელზე გავლენას არ ახდენს.

სწორედ ბრიტანელი ეკონომისტის რიკარდოს თეორიის მიხედვით⁴⁴, რომელიც რიკარდოს ექვივალენტური ტოლობის სახელით არის ცნობილი, სახელმწიფო ვალის სესხების შედეგად საზოგადოების მოთხოვნა უცვლელი რჩება. მისი მტკიცებით, მომხმარებლები აცნობიერებენ, რომ სახელმწიფო ვალის დასაფარად მათ (ასევე მათ მემკვიდრეებს) მომავალში გაზრდილი გადასახადების გადახდა მოუწევთ, შედეგად დღეს მომხმარებლები უფრო მეტს ზოგავენ. საბოლოოდ, მათ მიერ დღეს დაზოგილი ფულის რაოდენობა იმ მაჩვენებელს გაუტოლდება, რომელიც პოტენციურად მომავალში დაეკისრებათ გაზრდილი გადასახადების დასაფინანსებლად, შედეგად სახელმწიფოს ფისკალური პოლიტიკა სრულიად უმნიშვნელოა.

რიკარდოს მოსაზრებას არ ეთანხმება ნობელის პრემიის ლაურეატი ეკონომისტი ჯოზეფ სტიგლიცი, რომელიც თავის წიგნში „საჯარო ფინანსების ეკონომიკა“⁴⁵ აღნიშნავს, რომ ადამიანები არ არიან იმდენად რაციონალურები, რომ სახელმწიფოს ვალდებულებები პირადი არჩევანის გაკეთებისას გაითვალისწინონ და არც იმდენად ალტრუისტები, რომ სახელმწიფო ვალის ზრდის პარალელურად თითო დოლარი თავიანთი მემკვიდრეებისთვის გადადონ. მისი აზრით, ადამიანებს თავიანთი მოხმარების დაფინანსება არ შეუძლიათ და

⁴⁴ Ricardo, D., The Principles of Political Economy and Taxation. London. John Murray. 1817. Chapter 15.

⁴⁵ E.Stiglitz, J., K. Rosengard., J. Economic Of The Public Sector. 4th edition. New York. W. W. Norton & Company, Inc. 2015, 871.

ხშირად სესხების შესაძლებლობა შეზღუდული აქვთ. იმ შემთხვევაში კი თუ, გადასახადების შემცირების შედეგად, მთავრობა გაზრდის მათ შემოსავალს, ისინი ამ ხარჯების დიდ ნაწილს დახარჯავენ, მაშინაც კი თუ პარალელურად სახელმწიფო ვალი იზრდება.

ვალის ზომიერი მატება ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას, მაგრამ მუდმივად მზარდმა სახელმწიფო ვალმა შესაძლოა შეაფერხოს ზრდა გრძელვადიან პერიოდში. რამდენია სახელმწიფო ვალის ზომიერი მოცულობა და „რამდენია ძალიან ბევრი?“⁴⁶, ამ კითხვაზე ცალსახა პასუხის გაცემა რთულია. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ მსოფლიო ბანკის (WB) კვლევების მიხედვით, ძალიან ბევრი ვალის ზღვრული წერტილი არსებობს და ის ვალისა და მშპ-ს ფარდობაზეა დამოკიდებული, კერძოდ: თუ ვალის ფარდობა მშპ-სთან 77.00%-ს აღემატება, ის ეკონომიკის ზრდას 1.7 %-ით ანელებს.⁴⁷ ამასთან, განსხვავებულია მონაცემები განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში, კერძოდ, აქ ზღვრული წერტილი ვალის და მშპ-ს ფარდობის 64%-ია. თუ ვალის ფარდობა მშპ-თან აღნიშნულ მაჩვენებელს აღემატება, ამ შემთხვევაში ეკონომიკის ზრდის ტემპი ყოველწლიურად 2%-ით მცირდება.⁴⁸

საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინებით, სახელმწიფო ვალის მშპ-თან ფარდობა სახელმწიფო ვალის შეფასების მნიშვნელოვანი ინდიკატორია, თუმცა მასთან ერთად ასევე გამოიყოფა შემდეგი ინდიკატორები - სახელმწიფო ვალის ფარდობა ექსპორტთან და შემოსავლებთან.⁴⁹ საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (IMF) დაბალშემოსავლიანი ქვეყნებისთვის იმ კრიტიკულ ზღვრებს განსაზღვრავს, რომელსაც არ უნდა აღემატებოდეს კონკრეტული ინდიკატორი. სახელმწიფო ვალის მართვის სახელმძღვანელოს მიხედვით⁵⁰, ქვეყნები დაყოფილია სამ კატეგორიად: სუსტი, საშუალო და ძლიერი ინსტიტუციური პოლიტიკის ქვეყნები. მათივე განმარტებით, ქვეყნები, რომელთაც უფრო სუსტი პოლიტიკა აქვთ, ვალის დაფარვის პრობლემებს შედარებით ადრეულ ეტაპზე (დაბალ მაჩვენებელზე) აწყდებიან, ვიდრე შედარებით ძლიერი პოლიტიკის მქონე ქვეყნები, რაც იმას ნიშნავს, რომ სუსტი პოლიტიკის ქვეყნებისთვის ვალის დაგროვება მეტად სარისკოა და პირიქით.

⁴⁶ ამასთან დეკავშირებით იხ., BY M.C.K. 2013, January. Government debt - How much is too much?. The Economist.
⁴⁷ Mehmet Caner, M., Grennes, T., Koehler-Geib, F. Finding the Tipping Point—When Sovereign Debt Turns Bad. The World Bank. 2010. Policy Research Working Paper 5391, 5.
⁴⁸ იქვე, 7.
⁴⁹ WB, IMF. 2014. REVISED GUIDELINES FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT. გვ. 37.
⁵⁰ IMF. 2016. The Joint World Bank-IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries. გვ. 2.

აღნიშნულის გათვალისწინებით, სუსტი პოლიტიკის ქვეყნებიდან ძლიერი პოლიტიკის ქვეყნების მიმართულებით, ინდიკატორების კრიტიკული ზღვრები შემდეგნაირად გადანაწილდა: სახელმწიფო ვალის ფარდობა მშპ-თან - არაუმეტეს 30-50%, სახელმწიფო ვალის ფარდობა ექსპორტთან - არაუმეტეს 100-200%, სახელმწიფო ვალის ფარდობა საბიუჯეტო შემოსავლებთან - არაუმეტეს 200-300%.

2019 წლის ბოლო მონაცემებით მსოფლიოს მთლიანმა ვალმა 250 ტრილიონ აშშ დოლარს გადააჭარბა⁵¹. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო ვალის რაოდენობითა და ვალის მშპ-სთან ფარდობით მოწინავე ადგილებს ისეთი განვითარებული ქვეყნები იკავებენ, როგორცაა აშშ, ჩინეთი, იაპონია, იტალია, საფრანგეთი და სხვ⁵². აღნიშნული ცხადყოფს, რომ მთავარი არა ცალკე აღებული ვალის აბსოლუტური მაჩვენებელი, არამედ ქვეყნის გადახდისუნარიანობა და კრედიტორების წინაშე ნაკისრი ვალდებულებების შესრულების რესურსია.

⁵¹ Tiftik, E. Mahmood, K. High and Rising Debt Levels: Should we worry? Global Debt Monitor Slide Deck. Institute Of International Finance. 2019, 3.

⁵² იქვე, 6.

თავი მეხუთე. სახელმწიფო ვალის სახეები და ვალის გავლენა კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე

სახელმწიფო ვალთან დაკავშირებული პოლიტიკა ქვეყნების მიხედვით განსხვავებულია. ფინანსური რესურსის მოსაზიდად ზოგიერთი მათგანი უპირატესობას ორმხრივ და მრავალმხრივ კრედიტორებს, ზოგიერთი კი სავალო ფასიანი ქაღალდების ემისიას ანიჭებს. უმეტესწილად ეს არჩევანი ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობასა და განვითარების დონეზეა დამოკიდებული. დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნებისთვის, სადაც ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ძირითადად განუვითარებელია, ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისგან მიღებული გრძელვადიანი და დაბალპროცენტიანი კრედიტები უფრო ხელმისაწვდომია, ხოლო განვითარებული ქვეყნებისთვის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ძირითადად უალტერნატივოა. რაც შეეხება, გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებს, ისინი პარალელურად სხვა გამოწვევების წინაშე დგანან, კერძოდ: გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებს პერიოდულად ეჭურებათ ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისგან მიღებული გრძელვადიანი და დაბალპროცენტიანი კრედიტების ლიმიტი, ამასთან ნაკლებად განვითარებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მათთვის ერთგვარი წინაღობაა. ასეთ შემთხვევაში მნიშვნელოვანია, რომ სასურველი სახელმწიფო ვალის პორტფელის შესარჩევად მათ დეტალურად გააანალიზონ სახელმწიფო ვალთან დაკავშირებული ყველა შესაძლო რისკი.

თავის მხრივ, სახელმწიფო ვალი საშინაო და საგარეო ვალად იყოფა, რომელთა კლასიფიცირებაც სხვადასხვაგვარად შეიძლება მოხდეს. კონკრეტული ქვეყნის კანონმდებლობის გათვალისწინებით, საშინაო და საგარეო ვალი შესაძლოა დაიყოს შემდეგი მახასიათებლების მიხედვით:

- ვალუტა - იმ შემთხვევაში თუ ვალი დენომინირებულია ადგილობრივ ვალუტაში, ის საშინაო ვალად კლასიფიცირდება და პირიქით, თუ უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული - საგარეოდ;

- ადგილმდებარეობა - თუ ვალი გამოშვებულია საზღვრებს გარეთ, ის საგარეო ვალად მიიჩნევა, ხოლო ქვეყნის შიგნით გამოშვებული ვალი - საშინაოდ;
- კრედიტორის რეზიდენტობა - თუ კრედიტორი რეზიდენტი, ვალი საშინაო ვალად აღიქმება, ხოლო არარეზიდენტი კრედიტორის შემთხვევაში - საგარეოდ და სხვ.

ამასთან, აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო საშინაო ვალის ფინანსური ინსტრუმენტები მრავალფეროვნებით გამოირჩევა და ქვეყნების მიხედვით განსხვავებულია, მათ შორის:

- ამერიკა - სახაზინო თამასუქები (Treasury Bills), სახაზინო სერტიფიკატი (Treasury Notes), სახაზინო ობლიგაციები (Treasury Bonds), ინფლაციისაგან ინდექსირებული ფასიანი ქაღალდები (Treasury Inflation Protection Securities (TIPS))⁵³ და სხვ;
- დიდი ბრიტანეთი - სახაზინო თამასუქები (Treasury Bills), პირობითი გილთები (Conventional Gilts), გილთ სტრიპები (Gilt Strips), ინდექსირებული გილთები (Index-linked Gilts)⁵⁴ და სხვ;
- გერმანია - ბუბილსები (Bobl), შატცები (Schaetze), ბუნდები (Bunds)⁵⁵;
- საქართველო - სახაზინო ვალდებულებები (treasury Bills), სახაზინო ობლიგაციები (Treasury Bonds), სახელმწიფო ობლიგაციები და თამასუქები (Government Bonds)⁵⁶.

ზემოაღნიშნული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების მთავარი მიზანი მთავრობის საჭიროებების დაფინანსებაა, თუმცა ისინი, ჩვეულებრივი ობლიგაციების მსგავსად, ერთმანეთისგან სხვადასხვა მახასიათებლების მიხედვით განსხვავდებიან, მათ შორის: ვადიანობის, კუპონის განაკვეთის, შემოსავლიანობის, მინიმალური ნომინალის ღირებულების, ემისიის სიხშირის, გამოშვების მეთოდის, რისკის დონის და სხვა.

აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო სავალო ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული რისკი ქვეყანაში არსებულ მაკროეკონომიკურ რისკებს, ხოლო კორპორაციული ობლიგაციებთან დაკავშირებული რისკი, ქვეყანაში არსებულ მაკროეკონომიკურ რისკთან ერთად, დამატებით

⁵³ აშშ-ს სახაზინო სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://treasurydirect.gov/instit/marketable/tbills/tbills.htm>

⁵⁴ დიდი ბრიტანეთის სახელმწიფო ვალის მართვის სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.dmo.gov.uk/responsibilities/gilt-market/>

⁵⁵ გერმანიის საფინანსო სააგენტოს ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/federal-bonds/>

⁵⁶ საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>

კორპორაციასთან დაკავშირებულ რისკებს გულისხმობს.⁵⁷ სწორედ სახელმწიფო ობლიგაციებსა და კორპორაციულ ობლიგაციებს შორის არსებული ზემოაღნიშნული საერთო მაკროეკონომიკური რისკის გამო მიიჩნევენ, რომ განვითარებადი ქვეყნების კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების ერთ-ერთი წინაპირობა სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის განვითარება და მისი ე.წ ბენჩ მარკად ანუ ერთგვარ სანიშნედ გამოყენებაა.⁵⁸

ე.წ ბენჩ მარკ ბონდების შემთხვევაში მნიშვნელოვანია მათი რეგულარული ემისია, გაზრდილი მოცულობა და დიფერენცირება სიმწიფის ვადის მიხედვით, რაც საბოლოოდ ინვესტორების დაინტერესებას ზრდის.⁵⁹ თავის მხრივ, მხოლოდ ზემოაღნიშნული საკმარისი არ არის და გასათვალისწინებელია ინვესტორების მრავალფეროვნება მათი წარმოშობისა (რეზიდენტი/არარეზიდენტი) და ინსტიტუციური ფორმის მიხედვით, მათ შორის აღსანიშნავია: კომერციული ბანკები, საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები და სხვ. ინვესტორების დივერსიფიცირება ხელს უწყობს ბაზრის გააქტიურებას და ლიკვიდურობის ზრდას⁶⁰, საბოლოოდ, ქვეყნისთვის ფინანსური რესურსის მოზიდვა უფრო ხელმისაწვდომია.

კონკრეტულად რა პირობები და მახასიათებლები ექნება სახელმწიფო სავალო ფასიან ქაღალდს ეს ქვეყნის გადახდისუნარიანობაზეა დამოკიდებული. შესაბამისად, ქვეყნების მიერ ფინანსური რესურსების მოზიდვის პარალელურად საყურადღებოა ქვეყნის სუვერენული რეიტინგის მაჩვენებელი. სხვა ფასიანი ქაღალდების მსგავსად სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებსა და სახელმწიფოს საკრედიტო რეიტინგს ისეთი ცნობილი სარეიტინგო კომპანიები აფასებენ როგორცაა Standard&Poor's, Moody's, Fitch და სხვა. ისევე როგორც ფასიანი ქაღალდის საკრედიტო რისკი აფასებს მსესხებლის გადახდისუნარიანობას, სუვერენული საკრედიტო რისკი აფასებს იმის ალბათობას, თუ რამდენად შეუძლია სახელმწიფოს ნაკისრი ვალდებულების შესრულება⁶¹, ასევე სარეიტინგო მაჩვენებლების მეშვეობით შესაძლებელია სუვერენული კრიზისის ადრეულ ეტაპზე გამოვლენა.⁶² აქედან

⁵⁷ F. Dittmar, R., Yuan, K. 2007. Do Sovereign Bonds Benefit Corporate Bonds in Emerging Markets?. 2007, 1.

⁵⁸ Fabella, R., S. Madhur. Bond market development in east Asia: Issues and challenges. Asian Development Bank. 2003. ERD Working Paper 35, 9.

⁵⁹ WB, IMF. 2014. REVISED GUIDELINES FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT. გვ. 45.

⁶⁰ WB. 2007. Developing the Domestic Government Debt MARKET From Diagnostics to Reform Implementation. გვ. 35.

⁶¹ Valdez, S., Molyneux, P. An Introduction to Global Financial Markets. 8th edition. New York. PALGRAVE. 2016, 153.

⁶² Q Tran, H. The role of markets in sovereign debt crisis detection, prevention and resolution. Bank For International

გამომდინარე, აღნიშნული მაჩვენებელი ინვესტორებისთვის ძალიან მნიშვნელოვანია. სუვერენული რეიტინგის გაანგარიშება სხვადასხვა კრიტერიუმების საფუძველზე ხდება, მათ შორის: საშინაო თუ საგარეო რისკების მიმართ მდგრადობა, ეკონომიკის განვითარების პერსპექტივა, მაკროეკონომიკული პოლიტიკა, საინვესტიციო პოლიტიკა, პოლიტიკური რისკები, საერთაშორისო თანამშრომლობა, სავალუტო რეზერვები, საგადასახდელო ბალანსი, ინფლაციის დონე, ბიუჯეტის დეფიციტი, საბანკო სექტორის განვითარება, შრომის ბაზრის ანალიზი და სხვ.

რაც უფრო მაღალია ქვეყნის სუვერენული რეიტინგი, მით უფრო მცირეა ვალის მდგრადობასა და გადახდისუნარიანობასთან დაკავშირებული რისკები, შესაბამისად ქვეყანა ინვესტორებისთვის სასურველია. ეს მაჩვენებელი განსაკუთრებით საინტერესოა განვითარებადი ქვეყნების შემთხვევაში, რომლებსაც საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებიდან დაფინანსების მიღების სურვილი აქვთ. ქვეყნის გადახდისუნარიანობის შემცირების პარალელურად, ინვესტორები რისკის ასანაზღაურებლად უფრო მაღალ პროცენტს ითხოვენ, რაც საბოლოოდ ვალის მომსახურების ხარჯებს ზრდის.

ამასთან, აღსანიშნავია, რომ ქვეყნის გადახდისუნარიანობა და სახელმწიფო ვალის დონე კორპორაციის ობლიგაციების ფასსა და კორპორაციების მიერ ფინანსური რესურსის მოზიდვაზე არაპირდაპირ გავლენას ახდენს. იმის გათვალისწინებით, რომ კორპორაცია კონკრეტულ ქვეყანაში ოპერირებს და ამავე ქვეყნის მაკროეკონომიკური გარემოს ზეგავლენას განიცდის, კორპორაციის გადახდისუნარიანობის შესაფასებლად, უშუალოდ კორპორაციასთან დაკავშირებული რისკის გარდა, ინვესტორები ქვეყნის გადახდისუნარიანობის მაჩვენებელსაც ითვალისწინებენ.⁶³

„საგარეო ვალის მაღალი დონე აძვირებს კორპორაციული სესხების საფასურს“⁶⁴ - ამ საკითხთან დაკავშირებით საერთაშორისო ეკონომიკის ჟურნალში (Journal of International Economics) გამოქვეყნებულ კვლევაში აღნიშნულია, რომ საგარეო ვალის მაღალი დონე

Settlements. 2013. Paper N72, 88-104.

⁶³ Dailami, M. Sovereign Debt Distress and Corporate Spillover Impacts. The World Bank. 2010. Policy Research Working Paper 5380, 10.

⁶⁴ Ağca, S., Celasun, O. 2012. Sovereign debt and corporate borrowing costs in emerging markets. Journal of International Economics. Volume 88. Issue 1, 198-208.

სუვერენული კრიზისის ალბათობას ზრდის. სუვერენული კრიზისი მთელს ეკონომიკაზე ვრცელდება და აზიანებს კერძო სექტორის გადახდისუნარიანობას, რაც, თავის მხრივ, ფინანსური რესურსის მოზიდვას აძვირებს. ასევე, ამავე კვლევის მიხედვით, სახელმწიფო ვალის მზარდ მაჩვენებელთან დაკავშირებული კორპორაციული სესხების საფასური კიდევ უფრო მაღალია იმ ქვეყნებში, რომელსაც წარსულში სუვერენული კრიზისის გამოცდილება აქვთ.

ამასთან, სუვერენული კრიზისის ფარგლებში განვითარებული ეკონომიკური პროცესებიდან კერძო სექტორის გადახდისუნარიანობაზე ზეგავლენას ახდენს ისეთი პროცესები, როგორცაა: კერძო სექტორის მიერ საერთაშორისო ფინანსებზე წვდომის შემცირება⁶⁵ - სუვერენული კრიზისის ფონზე, ქვეყანასთან დაკავშირებული მაღალი რისკის გათვალისწინებით, კორპორაციული სესხება კერძო სექტორისთვის უფრო ძვირი და ნაკლებად ხელმისაწვდომია. ასევე, აღსანიშნავია, კრედიტებზე შემცირებული მოთხოვნა ქვეყნის ეკონომიკაში საერთო მოთხოვნის შემცირების პარალელურად; საკრედიტო და საბანკო კრიზისის განვითარების შესაძლებლობა⁶⁶ - აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო სავალო ფასიანი ქაღალდების უმრავლესობას ხშირად საბანკო სექტორი ფლობს. სუვერენული კრიზისის ფარგლებში კი სახელმწიფო გარანტიები სახელმწიფო სავალო ფასიანი ქაღალდებისთვის პირობითია, რაც საბანკო კრიზისის განვითარებისა და კერძო სექტორზე გაცემული კრედიტების რაოდენობის შემცირებას იწვევს; საერთაშორისო ვაჭრობის შემცირებული მაჩვენებელი⁶⁷ და სხვ.

საბოლოოდ, ზემოაღნიშნულის შესაბამისად, სუვერენული რისკის შედეგად განვითარებული ყველა შესაძლო პროცესი კერძო სექტორის გადახდისუნარიანობას ამცირებს, რაც კორპორაციული სესხების გაძვირებაში გამოიხატება.

ასევე, აღსანიშნავია, რომ სუვერენული კრიზისის განვითარების გარეშე, სახელმწიფო ვალის მაღალი დონე შესაძლოა, ფისკალური პოლიტიკის გამკაცრების ფარგლებში,

⁶⁵ Arteta, C., Galina, H. Sovereign debt crises and credit to the private sector. FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO. 2006. Working Paper 2006-21, 6.

⁶⁶ Sosa-Padilla, C. Sovereign Defaults and Banking Crises. Munich Personal RePEc Archive. University of Notre Dame. 2017, 9.

⁶⁷ Rose, Andrew K. One Reason Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. 2002. Working Paper 8853, 3.

გადასახადების განაკვეთების ზრდის წინაპირობა გახდეს⁶⁸, რაც, თავის მხრივ, კორპორაციების შემოსავლებსა და მოგების მაჩვენებლებზე უარყოფითად აისახება.

გარდა ამისა, Şenay Ağca და Oya Celasun აღნიშნავენ, რომ სახელმწიფო ვალის მაღალი დონე, სუვერენული რისკების განვითარების გარეშე, ერთი და იმავე სახელმწიფო კრედიტორი ქვეყნის ფარგლებში, ამცირებს და აძვირებს კორპორაციული სესხების საფასურს⁶⁹, კერძოდ: იმის გათვალისწინებით, რომ კორპორაციული და სუვერენული სესხი ერთი და იმავე მაკროეკონომიკური რისკის მატარებელია, სავალო პორტფელის დივერსიფიკაციის ფარგლებში, მსესხებლის განსხვავების მიუხედავად, კრედიტორები კონკრეტული ქვეყნისთვის სესხების საერთო ზღვრულ მაჩვენებლებს განსაზღვრავენ. შესაბამისად, ერთი და იმავე კრედიტორი ქვეყნის ფარგლებში, სახელმწიფო ვალის მაღალმა მაჩვენებელმა შესაძლოა კორპორაციული სესხებისთვის ეგრეთ წოდებული გამოდევნის („crowd out“) ეფექტი შექმნას.

ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, სახელმწიფო ვალის მართვის ადეკვატური სტრატეგიის შემუშავება და პოლიტიკის განსაზღვრა უმნიშვნელოვანესია. მათ შორის განსაკუთრებით საყურადღებოა, სახელმწიფო ვალის პორტფელთან დაკავშირებული რისკებისა და სხვადასხვა მაკროეკონომიკური შოკების გათვალისწინებით ვალის მდგრადობის ანალიზი, რომელიც ქვეყნის მიერ ვალის მომსახურების შესაძლებლობებს ასახავს და პირდაპირკავშირშია ვალის საჭირო მოცულობის განსაზღვრასთან. სწორი პოლიტიკის გასატარებლად და ქვეყნის ფინანსური რესურსებით უზრუნველყოფისთვის, აუცილებელია ბალანსის პოვნა, ერთი მხრივ, ზედმეტ და მეორე მხრივ, საჭიროზე ნაკლებ ვალის რაოდენობას შორის.

სახელმწიფო ვალის საჭირო მოცულობის განსაზღვრის სხვადასხვა პრაქტიკა არსებობს და, ვალის აღების მიზნობრიობიდან გამომდინარე, ბიუჯეტის დეფიციტის მაჩვენებელი და მიმდინარე წლის განმავლობაში დასაფარი ვალდებულებების მოცულობა ძირითადად ყველგან გათვალისწინებულია. მათ შორის, ეკონომიკური თანამშრომლობისა და

⁶⁸ Borensztein, E. Cowan, K. Valenzuela, P. Sovereign Ceilings “Lite”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies. IMF. 2007. WP/07/75, 8.

⁶⁹ Ağca, S., Celasun, O. 2012. Sovereign debt and corporate borrowing costs in emerging markets. Journal of International Economics. Volume 88. Issue 1, 198-208.

განვითარების ორგანიზაციის (OECD) მიხედვით⁷⁰, ვალის აღების საჭირო მოცულობა სწორედ ბიუჯეტის დეფიციტისა და წლის განმავლობაში დასაფარი ვალდებულებების მოცულობის ჯამია.

ვალის ეფექტიანი მართვისთვის ქვეყნებს წინასწარ უნდა ჰქონდეთ განსაზღვრული ვალის მართვის სტრატეგია, რომელიც ქვეყნის სახელმწიფო ვალის პორტფელის სასურველ სტრუქტურას ასახავს, მათ შორის სესხის შეღავათიანობის, საპროცენტო განაკვეთის, ვადიანობის, ვალუტისა და სხვა მახასიათებლების მიხედვით. ასევე, ვალის მართვის სტრატეგია უნდა მოიცავდეს დაფინანსების კონკრეტული ფორმის შერჩევასა და მისი სხვა ფორმებთან პრიორიტის მინიჭების კომპონენტებსა და ანალიზს.

⁷⁰ J. Blommestein, H., Sten Jensen, O., Olofsson, T. Suggested New Approach to the Measurement and Reporting of Gross ShortTerm Borrowing Operation by Governments. OECD Journal: Financial Market Trend. Volume 2010. Issue 1, 2.

თავი მეექვსე. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკა

საქართველოს კანონმდებლობა სახელმწიფო ვალს განმარტავს როგორც საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და მისი გარანტიით გაფორმებული ხელშეკრულებებით აღებული ლარში ნომინირებული და საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ ქვეყნისთვის გაცემული სახსრებიდან მიღებული საშინაო და საგარეო ვალების ერთიანობას.⁷¹ თავის მხრივ, საშინაო ვალში იგულისხმება სახელმწიფო ვალის ის ნაწილი, რომელიც ეროვნული ვალუტითაა გამოსახული, ხოლო საგარეო ვალი შესაბამისად უცხოური ვალუტით დენომინირებულ სახელმწიფო ვალის ნაწილს გულისხმობს.

საკანონმდებლო დონეზე საქართველოში ვალის აღებას არეგულირებს საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“. ასევე, საქართველოს კანონი „საერთაშორისო ხელშეკრულებების შესახებ“ (საგარეო ვალის შემთხვევაში) და სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების შესახებ დებულება (საშინაო ვალის შემთხვევაში)⁷².

საქართველოს სახელმწიფო საშინაო ვალი სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან ერთად ეროვნული ბანკის მიმართ ვალსა და ისტორიულ ვალს მოიცავს. თავის მხრივ, სახაზინო ვალდებულება ერთ წლამდე ვადიანობის მოკლევადიანი დისკონტური, ხოლო სახაზინო ობლიგაცია - ერთიდან ათ წლამდე ვადიანობის კუპონური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდია. ერთი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულება - 1000 ლარი⁷³. საშინაო ვალი გამოშვების მთავარი მიზანი წლიური საბიუჯეტო კანონით განსაზღვრულ სხვადასხვა

⁷¹ საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“, მუხლი 1

⁷² საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფინანსთა მინისტრი. „საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ დებულებების დამტკიცების თაობაზე“. ბრძანება №10/01–№51. თბილისი. 2010.

⁷³ იქვე, მუხლი 1.

მიზნებთან ერთად მიმდინარე საკასო სხვაობის დაფარვა, ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ხელშეწყობაა.⁷⁴

თავის მხრივ, საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი ორმხრივ და მრავალმხრივ ვალთან ერთად უცხოური ვალუტით დენომინირებულ სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს მოიცავს. ამასთან, საგარეო ვალის აღების მიზანი, „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონის შესაბამისად, სამუშაო ადგილების შექმნა, საწარმოების მხარდასაჭერა, საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებისათვის ინფრასტრუქტურის განვითარება და სახელმწიფოს მიერ განსაზღვრული სხვა მიზნებია.⁷⁵

6.1. საქართველოს სახელმწიფო ვალის დინამიკა და სახელმწიფო ვალის აღრიცხვასთან დაკავშირებული ხარვეზები

ბოლო წლების განმავლობაში საქართველოს სახელმწიფო ვალი ზრდის ტენდენციით ხასიათდება. ოფიციალური მონაცემების მიხედვით, 2013 წელს საქართველოს სახელმწიფო ვალი 8 633 800 000 ლარის, ხოლო 2019 წელს - 20 622 700 000 ლარის ფარგლებში მერყეობს⁷⁶, რაც იმას ნიშნავს, რომ საანგარიშო პერიოდში საქართველოს სახელმწიფო ვალის ნაშთი დაახლოებით 138 %-ითაა გაზრდილი.

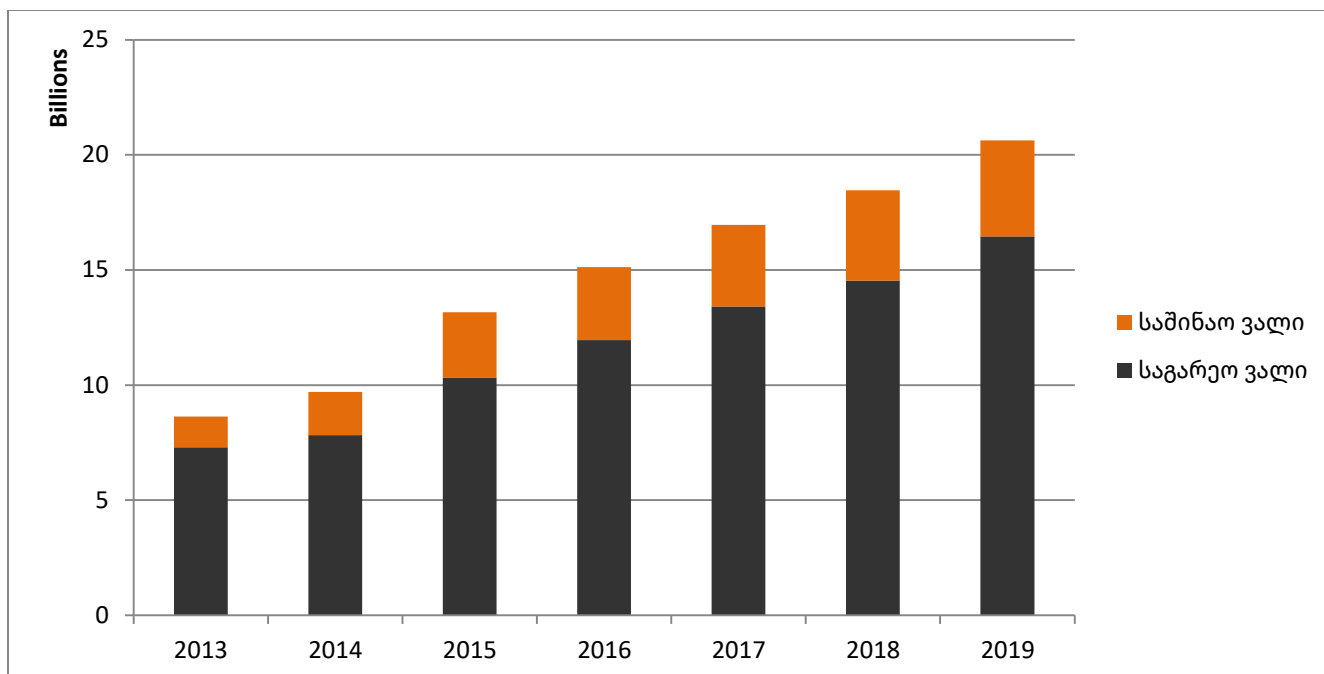
ამასთან, აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული ტენდენცია როგორც საშინაო, ისე საგარეო ვალის მოცულობის ზრდას უკავშირდება, კერძოდ: 2013 წელს საშინაო ვალის მოცულობა - 1 337 800 000 ლარის, ხოლო 2019 წელს - 4 159 200 000 ლარის ფარგლებში, საგარეო ვალის მოცულობა კი - 2013 წელს - 7 296 000 000 ლარის, ხოლო 2019 წელს - 16 463 500 000 ლარის ფარგლებშია. შესაბამისად, საშინაო ვალის შემთხვევაში ზრდის ტენდენცია დაახლოებით 210%, ხოლო საგარეო ვალის შემთხვევაში კი დაახლოებით 125%-ია.

⁷⁴ საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“, მუხლი 15

⁷⁵ საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“, მუხლი 15

⁷⁶ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი - https://mof.ge/saxelmwifo_vali. აღნიშნული სახელმწიფო ვალი არ მოიცავს სახელმწიფო საწარმოების ვალდებულებებს.

დიაგრამა 6.1.1. სახელმწიფო ვალის დინამიკა⁷⁷



ასევე, საყურადღებოა, რომ საქართველოს სავალო პორტფელში საგარეო ვალის მოცულობა ჭარბობს, მათ შორის, 2013 წელს საგარეო ვალის მოცულობა საერთო სავალო პორტფელის დაახლოებით 85%, ხოლო 2019 წელს დაახლოებით 79%-ია.

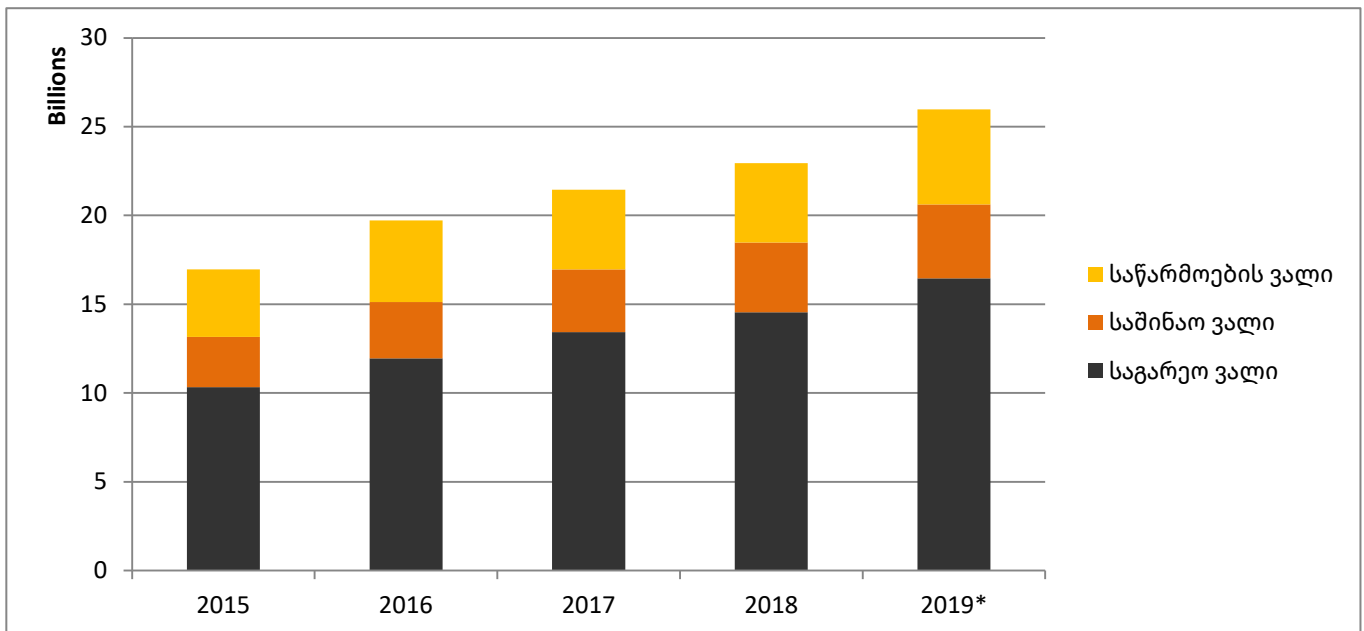
ამასთან, გლობალური ფინანსური სურათის ფონზე საქართველოს მაკროეკონომიკური მდგომარეობის შესაფასებლად მნიშვნელოვანია საქართველოს კანონმდებლობით განსაზღვრული სახელმწიფო ვალის ზემოაღნიშნული განმარტების ცხადად განხილვა და გააზრება, რომელიც განსხვავდება საერთაშორისო ორგანიზაციებისა და ფინანსური ინსტიტუტების განმარტებებისგან, კერძოდ: საერთაშორისო მსოფლიო ბანკისა (WB) და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (IMF) მიხედვით სახელმწიფო ვალი მოიცავს სახელმწიფო საწარმოებისა თუ კორპორაციების ვალებს.⁷⁸ ამასთან საქართველოს

⁷⁷ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი - https://mof.ge/saxelmwifo_vali. * - სახელმწიფო ვალი სახელმწიფო საწარმოების ვალდებულებებისა და „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონის 48-ე მუხლით გათვალისწინებული ვალდებულებების გარეშე.

⁷⁸ IMF. 2011. Public Sector Debt Statistics – Guide for Compilers and Users. Chapter 2.

სახელმწიფო ვალის განმარტებაში არ არის დაზუსტებული თუ კონკრეტულად ვის ვალდებულებებს მოიცავს სახელმწიფო ვალი. თავის მხრივ, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალურ სტატისტიკაში საქართველოს სახელმწიფო ვალის მონაცემებში გათვალისწინებულია მხოლოდ ცენტრალური მთავრობის, საქართველოს ეროვნული ბანკისა და სახელმწიფოს მიერ გარანტირებული კერძო სექტორის ვალი, ხოლო სახელმწიფო საწარმოების ვალდებულებები არ არის ასახული. გასათვალისწინებელია, რომ სახელმწიფო საწარმოების ვალდებულებების გათვალისწინება საქართველოში მნიშვნელოვნად (იხ. გრაფიკი) ცვლის სახელმწიფო ვალის აბსოლიტურ და ფარდობით მაჩვენებლებს.

დიაგრამა 6.1.2. სახელმწიფო ვალი სახელმწიფო საწარმოების ვალდებულებების გათვალისწინებით⁷⁹



⁷⁹ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი - https://mof.ge/saxelmwifo_vali. * - სახელმწიფო საწარმოების ვალის დამატებისას, 2018 წლის ფაქტობრივ და 2019 წლის საპროგნოზო მაჩვენებლებს დაემატა 2018 წლის 30 სექტემბრის მდგომარეობით საწარმოების საგარეო ვალი.

ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, საქართველოს სახელმწიფო ვალი ერთ სულ მოსახლეზე 6 988.08 ლარია (2 329.36 დოლარი საშუალოდ), კერძოდ, 2019 წელს საქართველოს სახელმწიფო ვალის დონე (სახელმწიფო საწარმოების გათვალისწინებით) - 25 974 011 123 ლარს, ხოლო 2020 წლის იანვრის მონაცემებით საქართველო - 3 716 900⁸⁰ მოსახლეს ითვლის), რაც აშშ-ს მაჩვენებელთან - 69 215.92 აშშ დოლარი ერთ სულ მოსახლეზე (2019 წელს ამერიკის სახელმწიფო ვალის დონე - 22 719 401 753 433.78 აშშ დოლარს⁸¹, ხოლო მოსახლეობა - 328 239 523 ადამიანს ითვლის⁸²) შედარებით მცირეა, თუმცა ამ შემთხვევაში ქვეყნების ეკონომიკის სიდიდის ფარდობის გათვალისწინება აუცილებელია.

აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო ვალის შეფასების ინდიკატორების ფარგლებში, საქართველოს კანონმდებლობა, საერთაშორისო პრაქტიკისგან⁸³ განსხვავებულ პარამეტრებს გვთავაზობს, კერძოდ, კანონით განსაზღვრულია, რომ სახელმწიფო ვალის შეფარდება მშპ-სთან არ უნდა აღემატებოდეს 60 პროცენტს⁸⁴, ხოლო საქართველოს მთავრობის დადგენილება განმარტავს, რომ სახელმწიფო ვალის მიმართება მშპ-სთან უნდა შენარჩუნდეს 40 პროცენტის ფარგლებში.⁸⁵

საყურადღებოა, რომ სახელმწიფო ვალის ინდიკატორების ბოლო წლების მონაცემები ასე გამოიყურება: სახელმწიფო ვალი / მშპ - 2015 წელი - 41.4 %, 2016 წელი - 44.4 %, 2017 წელი - 44.6 %, 2018 წელი - 44.5 %, 2019 წელი* - 51.1 %; სახელმწიფო ვალი / ექსპორტი - 2015 წელი - 93.1%, 2016 წელი - 101.7%, 2017 წელი - 89.1%, 2018 წელი - 78.5 %, 2019 წელი* - 83.9 %; სახელმწიფო ვალი / შემოსავლები - 2015 წელი - 161.1 %, 2016 წელი - 176.3 %, 2017 წელი - 173.9 %, 2018 წელი - 174.3 %, 2019 წელი* - 219.0 %.⁸⁶

⁸⁰ საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური. ხელმისაწვდომია - <https://www.geostat.ge/ka/modules/categories/316/mosakhleoba-da-demografia>

⁸¹ აშშ-ს სახაზინო სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo5.htm

⁸² Vigdor, N. 2019. U.S. Population Makes Fewest Gains in Decades, Census Bureau Says. The New York Times.

⁸³ IMF. 2016. The Joint World Bank-IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries. გვ.2.

⁸⁴ საქართველოს კანონი „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“, მუხლი 2

⁸⁵ საქართველოს მთავრობა. საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების სტრატეგიის „საქართველო 2020“ დამტიცებისა და და მასთან დაკავშირებული ზოგიერთი ღონისძიების თაობაზე. დადგენილება N400. თბილისი. 2014, 6.

⁸⁶ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. * - პროგნოზი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/ka/debt/>.

აღნიშნული მონაცემების გათვალისწინებით, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ბოლო წლების განმავლობაში სახელმწიფო ვალის ფარდობა მშპ-თან აჭარბებს საქართველოს მთავრობის დადგენილებით განსაზღვრულ ორმოცპროცენტიან ზღვარს, ამასთან, არ სცდება ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ კანონისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ განსაზღვრულ კრიტიკულ ზღვრებს, თუმცა საყურადღებოა ინდიკატორის პერიოდული ზრდა. ასევე, სახელმწიფო ვალის ფარდობა ექსპორტთან და საბიუჯეტო შემოსავლებთან აღნიშნული კრიტიკული ზღვრის ფარგლებში რჩება.

6.2. შეღავათიანი სესხების პოლიტიკა და სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ტენდენციები, როგორც კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების ბენჩმარკი

საქართველოს სახელმწიფო ვალის პორტფელში დიდი ნაწილი საგარეო ვალს მოიცავს. ეს ყველაფერი სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკიდან გამომდინარეობს, რომელიც წლების განმავლობაში პრიორიტეტულ მიზნად საგარეო სესხების აღებას ისახავდა. ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისგან მიღებული შეღავათიანი სესხები, რომელიც დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნებისთვის ხელმისაწვდომია, საქართველოსთვისაც საგარეო ვალის მოზიდვის მთავარი ბერკეტი იყო. მათ შორის, სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის მიერ ჩატარებული „სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტიანობის აუდიტიდან“⁸⁷ ირკვევა, რომ საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, სესხის შეღავათიანობის განსაზღვრისთვის ხელმძღვანელობს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ შემუშავებული დოკუმენტის⁸⁸ მიხედვით და სესხი შეღავათიანად კლასიფიცირდება, თუ მისი გრანტ ელემენტი ნაკლებია 35 %-ზე.

საქართველოს საგარეო ვალის ფარგლებში, ყველაზე დიდი მოცულობის ფინანსური რესურსი ისეთი მრავალმხრივი კრედიტორებისგან აქვს მიღებული, როგორცაა - მსოფლიო

⁸⁷ სახელმწიფო აუდიტის სამსახური. 2014. სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტიანობის აუდიტი. თბილისი.

⁸⁸ IMF. 2014. REFORM OF THE POLICY ON PUBLIC DEBT LIMITS IN FUND-SUPPORTED PROGRAMS. გვ.4

ბანკი (WB), რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი (IBRD), ევროგაერთიანება (EU), განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია (IDA), საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (IMF), ევროსაბჭოს განვითარების ბანკი (CEB), სკანდინავიური გარემოსდაცვის საფინანსო კორპორაცია (NEFCO) და სხვ.

ზემოაღნიშნული და სხვა მრავალმხრივი კრედიტორებისგან გაცემული სესხებით წლების განმავლობაში დაფინანსდა შემდეგი პროგრამები - სს სახელმწიფო ელექტროსისტემა - ელ. გადამცემი ხაზების კრედიტი ენერგომომარაგების სექტორული პროგრამა (KfW), ელექტროენერჯის ბაზრის მხარდამჭერი პროექტი (IDA); სს პროკრედიტბანკი - მიკროსაფინანსო ბანკის კრედიტი (KfW); შპს ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერი - საქართველოს ენერგოსექტორის რეაბილიტაციის ხელშეწყობა (KfW); სოფლის განვითარების პროექტში მონაწილე კომერციული ბანკები და მიკროსაფინანსო ორგანიზაციები - სოფლის განვითარების პროექტი (IFAD); შპს საქაერონავიგაცია - თბილისის აეროპორტის რადართ აღჭურვის პროექტი (NATIXI); რუსთავის მუნიციპალიტეტი - რუსთავის მყარი ნარჩენების პროექტი (EBRD); შპს საქართველოს გაერთიანებული წყალმომარაგების კომპანია - ურბანული მომსახურების გაუმჯობესების პროგრამა I (ADB); სსიპ „საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი“ - საქართველოს ენერგეტიკისა და ჰიდროტექნიკის სამეცნიერო კვლევითი ინსტიტუტის პროექტი (UniCredit Bank Austria), თბილისის ავტობუსების პროექტი (EBRD) და სხვა.

თავის მხრივ, მრავალმხრივი კრედიტორების შემდეგ, საგარეო ვალის პორტფელში ყველაზე მოცულობითია ორმხრივი კრედიტორების წინაშე არსებული ვალდებულებები, მათ შორის - გერმანია, რუსეთი, იაპონია, ამერიკა, საფრანგეთი, უზბეკეთი, ავსტრია, აზერბაიჯანი, უკრაინა, თურქმენეთი, თურქეთი, ირანი, ჩინეთი, კუვეიტი, ნიდერლანდები, სომხეთი, ყაზახეთი, და სხვ.

ზემოაღნიშნული საგარეო საკრედიტო წყაროებიდან მიღებული სახსრები სექტორების მიხედვით კლასიფიცირდება, მათ შორის: საგზაო ინფრასტრუქტურა, ურბანული და მუნიციპალური ინფრასტრუქტურა, წყლის ინფრასტრუქტურა, ენერგეტიკა, სოფლის მეურნეობა, გარემოს დაცვა, განათლება და სხვა.

თუმცა, სამწუხაროდ, მობილიზებული სახსრების ფარგლებში, ხშირად ან საერთოდ არ ხდება საკრედიტო სახსრების ათვისება ან დაგეგმილ საინვესტიციო პროექტებს ძალიან დაბალი ათვისება აქვს. ბოლო წლების განმავლობაში აღნიშნულ საკითხზე სახელმწიფო აუდიტის სამსახური აქტიურად მიუთითებს ბიუჯეტის შესრულების წლიური ანგარიშის შესახებ თავის მოხსენებაში, მათ შორის განსაკუთრებით საყურადღებოა ისეთი საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც კრედიტის ათვისებელ ნაწილზე ითვალისწინებს ვალდებულების გადასახადის (Commitment Fee) გადახდას, კერძოდ: „აჭარის მყარი ნარჩენების პროექტის“ (2015), ბათუმში კომუნალური ინფრასტრუქტურის დაწესებულებათა რეაბილიტაციის (III ფაზა)“ (2016), „საქართველოს ელექტროგადამცემი ქსელის გაფართოების ღია პროგრამის“ (2016), შიდასახელმწიფოებრივი გზების აქტივების მართვის პროექტი (2017), რეგიონალური განვითარების პროექტი II (2018) და სხვ. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ უშუალოდ 2017 წელს ნულპროცენტიანი ათვისება ჰქონდა 8 საინვესტიციო პროექტს, ხოლო თავდაპირველ გეგმასთან მიმართებით 70%-ზე დაბალი ათვისებით ხასიათდება 10 საინვესტიციო პროექტი.⁸⁹ იგივე მაჩვენებლები 2018 წელს შედეგნაირად გადანაწილდა: ნულპროცენტიანი ათვისების პროექტები - 15, თავდაპირველ გეგმასთან მიმართებაში 70%-ზე დაბალი ათვისების პროექტები - 12.⁹⁰

ამასთან აღსანიშნავია, საგარეო წყაროებიდან მიღებული კრედიტების მიზნობრიობა. გარდა საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებისა, საგარეო წყაროებიდან მობილიზებული სესხების ნაწილი ბიუჯეტის მხარდამჭერი სესხებია, რომლებიც ყოველწლიურად ბიუჯეტის მიმდინარე გადასახდელების დასაფინანსებლად მიიმართება, მათ შორის, ბოლო წლების განმავლობაში პერიოდულად საგარეო საკრედიტო რესურსის სახით მიღებულ სახსრებში ბიუჯეტის მხარდამჭერი კრედიტების წილი შემდეგია: 2015 – 44,90 %, 2016 – 24.14%, 2017 – 23.50 %, 2018 – 31,53 %.⁹¹ აღნიშნული საყურადღებო მაჩვენებელია, რადგან გაეროს

⁸⁹ სახელმწიფო აუდიტის სამსახური. მოხსენება საქართველოს 2017 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესრულების წლიური ანგარიშის შესახებ. გვ. 68.

⁹⁰ სახელმწიფო აუდიტის სამსახური. მოხსენება საქართველოს 2018 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესრულების წლიური ანგარიშის შესახებ. გვ. 60.

⁹¹ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/ka/debt/foreign>

ვაჭრობისა და განვითარების კონფერენციის განმარტებით⁹², ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარად სესხის ქრონიკულმა აღებამ შესაძლოა გააუარესოს ქვეყნის გადახდისუნარიანობა, მომავალში შეაფერხოს სასურველი კრედიტის მიღება და ხელი შეუწყოს გადასახადების გაზრდას.

მართალია შეღავათიანი კრედიტების აღება დღესაც სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგიის ერთ-ერთი მთავარი საყრდენია, თუმცა კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის და იმის გათვალისწინებით, რომ საქართველოსთვის განვითარების კვალდაკვალ ნაკლებად იქნება ხელმისაწვდომი შეღავათიანი კრედიტები, ბოლო წლების განმავლობაში სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის ერთ-ერთი მთავარი პრიორიტეტი სწორედ სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება გახდა, კერძოდ:

2008 წელს საქართველომ პირველი ევროობლიგაცია გამოუშვა. ხუთასი მილიონი ამერიკული დოლარის ოდენობის ევროობლიგაციები ლონდონის საფონდო ბირჟაზე (LSE) განთავსდა. ევროობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი - 7,5 % დაფიქსირდა და მასზე მოთხოვნამ სამჯერ გადააჭარბა ემისიის რაოდენობას. ევროობლიგაციების ემისია JPMorgan და UBS ბანკების მეშვეობით განხორციელდა.

ლონდონის JPMorgan-ის აღმასრულებელი დირექტორის შტეფან ვეილერის (Stefan Weiler) შეფასებით, აღნიშნული ემისია ერთგვარი სადებიუტო ბენჩმარკი იყო, რამაც ინვესტორებს მონაწილეობის ძლიერი სტიმული მისცა.⁹³ მისივე თქმით, როგორც პირველი სახელმწიფო ობლიგაცია კავკასიის რეგიონიდან, ეს ემისია დივერსიფიკაციის კუთხითაც მისასალმებელი ნაბიჯი გახდა.

2011 წლის 7 აპრილს საქართველომ 500 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობის 10 წლიანი ვადიანობის ევროობლიგაციების მეორე ემისია განახორციელა. ამავე ემისიის შედეგად საქართველომ პირველი ევროობლიგაციების შედეგად აღებული ვალდებულებიდან 417 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობის ვალდებულება გადაფარა.⁹⁴ ევროობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი - 6.875 % განისაზღვრა. ევროობლიგაციების ემისია JPMorgan და

⁹² UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. 2012. Consolidated principles on promoting responsible sovereign lending and borrowing. გვ.12.

⁹³ Norton, G. 2008. Georgia: Sovereign makes impressive Eurobond debut. EUROMONEY.

⁹⁴ საქართველოს მთავრობა. GEORGIA'S SUCCESSFUL EUROBOND ISSUE. 2011.

Goldman Sachs-ის მეშვეობით განხორციელდა. აღსანიშნავია, რომ აუქციონზე მონაწილეობის მაჩვენებელი ძალიან მაღალი იყო.

აღნიშნული ობლიგაციებიც გეოგრაფიულად სხვადასხვა არეალში განაწილდა, მათ შორის - ევროპა - 7%, ამერიკა - 41%, ბრიტანეთი - 52%, ხოლო ინვესტორები ბანკებთან ერთად აქტივების მმართველები იყვნენ.

ცხადია, ევროობლიგაციების გამოშვება საქართველოსთვის მნიშვნელოვანი ნაბიჯი იყო საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე ცნობადობის ასამაღლებლად, რაც ქართული კორპორაციებისთვისაც საერთაშორისო კაპიტალის ხელმისაწვდომობის ზრდის თვალსაზრისით დადებით მოვლენად უნდა შეფასდეს (იხ. ცხრილი 6.2.1. ქართული ევრობონდების მაჩვენებლები).

ცხრილი 6.2.1. ქართული ევრობონდების მაჩვენებლები⁹⁵

N	ემიტენტი	კუპონის განაკვეთი %	ნომინალი (მლნ.)	გამოშვების თარიღი	დაფარვის ვადა	რეიტინგები Fitch/S&P/ Moody/Scope
1	საქართველოს მთავრობა	6.875	500 USD	04. 2011	04. 2021	BB/BB/Ba2
2	საქართველოს რკინიგზა	7.75	500 USD	07. 2012	07. 2022	BB-/B+/-
3	საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპ.	6.75	250 USD	04. 2016	04. 2021	BB/BB-/
4	საქართველოს ბანკი	6	350 USD	07. 2011	07. 2023	BB-/-/Ba2
5	Georgia Capital	6.125	300 USD	03. 2018	03. 2024	-/B/B2
6	საქართველოს ბანკი	11.125	100 USD	03. 2019	მუდმივი	B-/--
7	სილქნეტი	11	200 USD	04. 2019	04. 2024	B+/-/B1
8	TBC Bank და სხვ.	5.75%	300 USD	06. 2019	06. 2024	BB-/-/Ba2

⁹⁵ GALT&TAGGART. WEEKLY MARKET WATCH. JUNE 15, 2020.

ასევე, ევროობლიგაციების გამოშვებას გააჩნია სხვა რიგი უპირატესობები, მათ შორის, კაპიტალის დივერსიფიკაცია, რაც, სახელმწიფო ვალის ვადიანობის ზრდის გათვალისწინებით, უფრო სტაბილური სავალო პორტფელის ჩამოყალიბებას უწყობს ხელს.

ამასთან, საყურადღებოა, რომ ევროობლიგაციების გამოშვების საექვო გამოყენება არაერთხელ გახდა კრიტიკის საგანი, კერძოდ: მთავრობის მიერ 2008 წელს გამოშვებული ობლიგაციების ემისის თავდაპირველი მიზანი გაზსაცავის, ელექტროგადამცემი ხაზებისა და ჰესების მშენებლობა იყო, თუმცა რეალურად ეს თანხა აღნიშნული პროექტების განსახორციელებლად არ იქნა გამოყენებული. ამასთან დაკავშირებით, ამერიკის ხმასთან მიცემულ ინტერვიუში⁹⁶, იმ პერიოდის მმართველი პარტიის გენერალური მდივანი ზურაბ მელიქიძი აღნიშნავს, რომ აღნიშნული რესურსები იმ წლებში არსებული საბიუჯეტო პრობლემების დასაფინანსებლად გამოიყენეს.

მნიშვნელოვანია, რომ ევროობლიგაციების გამოშვებას ჰქონდეს კონკრეტული მიზნობრიობა და მისი ათვისება სწორედ ამ მიზნისთვის მოხდეს. წინააღმდეგ შემთხვევაში, აღსანიშნავია, რომ ევროობლიგაციების ემისია სახელმწიფო ვალის ზრდას გულისხმობს და მისი არამიზნობრივი ხარჯვა არამიზნობრივი ვალის ზრდაში აისახება, რაც კატეგორიულად მიუღებელია.

ევროობლიგაციების ემისიის პარალელურად, 2009 წლიდან აქტიურად დაიწყო სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების გამოშვება და დღემდე საშინაო სავალო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დინამიკა წლების მიხედვით ასე გამოიყურება (იხ. დიაგრამა 6.2.2.)⁹⁷:

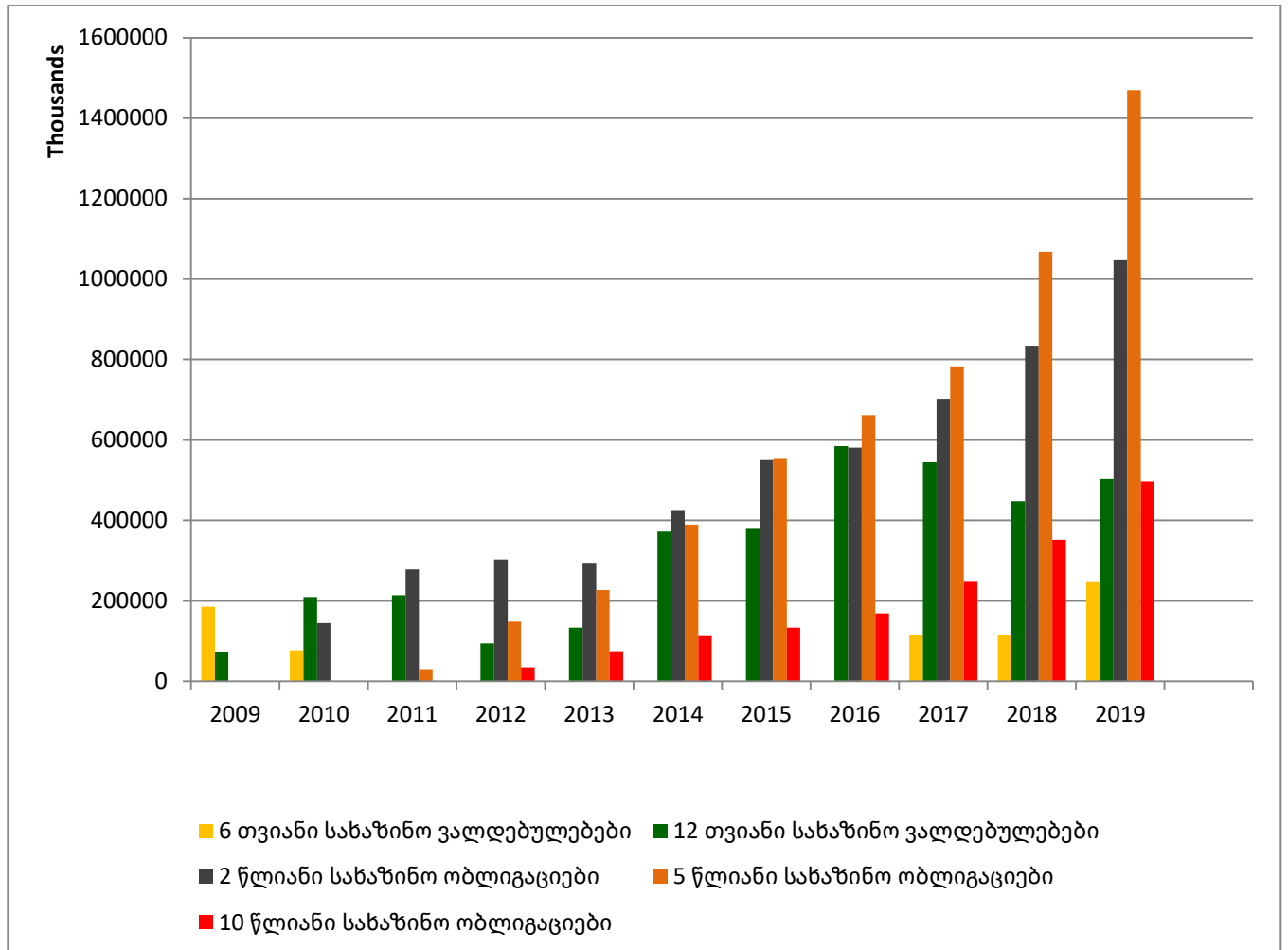
დიაგრამაზე მოცემული მაჩვენებლების გათვალისწინებით, შეგვიძლია აღვნიშნოთ, რომ საშინაო ვალის პორტფელი დივერსიფიცირებულია და მათ შორის ხუთწლიანი სახაზინო ობლიგაციების მოცულობა ჭარბობს. ამასთან, ადვილად შესამჩნევია, რომ საქართველოს სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობის მაჩვენებელი, ობლიგაციებთან დაკავშირებული

⁹⁶ წულაძე, ზ. 2011. რაში დაიხარჯა ევრობონდებით მოზიდული 500 მილიონი დოლარი?. ამერიკის ხმა. ხელმისაწვდომია - <https://www.amerikiskhma.com/a/article-----500---120062884/534817.html>

⁹⁷ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი - https://mof.ge/saxelmwifo_vali.

რისკის გათვალისწინებით, მკვეთრად ნაკლებია აშშ-ს სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობის მაჩვენებელზე (იხ. დიაგრამა 6.2.3.)⁹⁸:

დიაგრამა 6.2.2. საქართველოს საშინაო სავალო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დინამიკა (2009-2019 წწ)

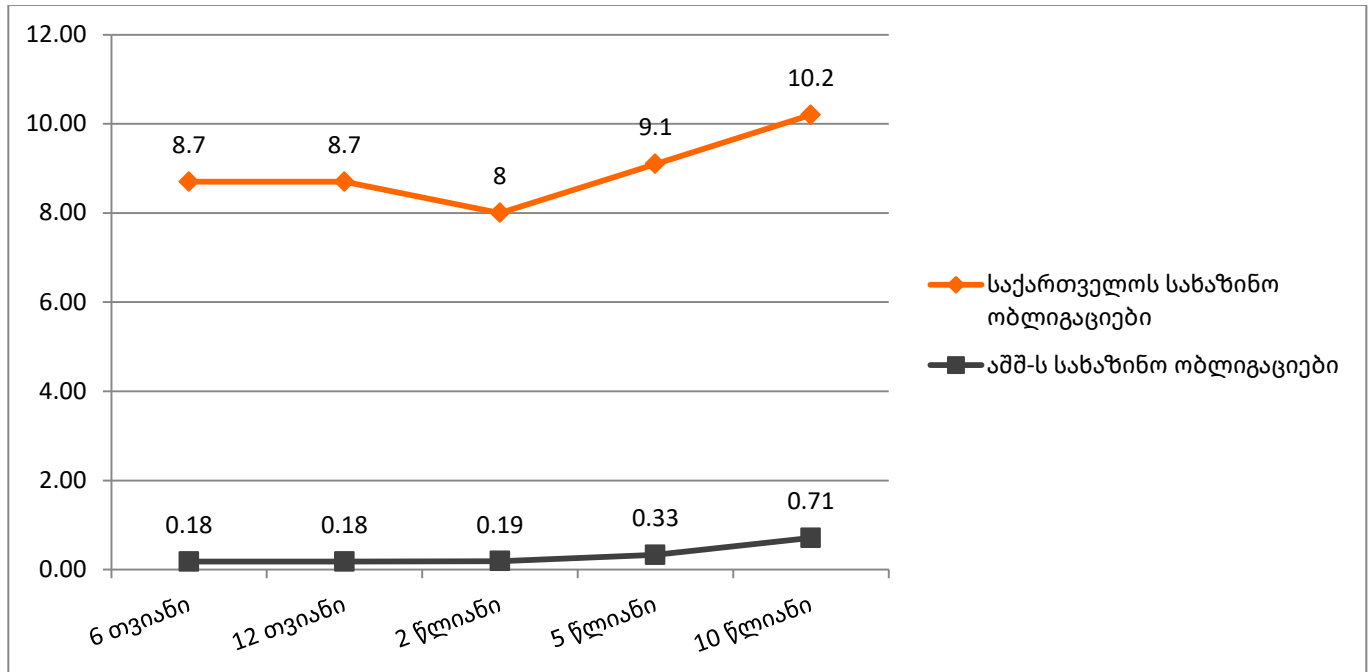


დღემდე საშინაო სავალო ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული მთავარი პრობლემა ინვესტორების მცირე დივერსიფიცირებაა. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მფლობელები

⁹⁸ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი - https://mof.ge/saxelmwifo_vali.

უმეტესად ადგილობრივი კომერციული ბანკები არიან. აღსანიშნავია, რომ, ინვესტორების დივერსიფიცირება საპროცენტო განაკვეთების რეგულირებასა და სავალო პორტფელთან დაკავშირებული რისკის შემცირებას უწყობს ხელს.

დიაგრამა 6.2.3. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მრუდი⁹⁹



მცირე ზომის ბაზარი და განუვითარებელი მეორადი ბაზარი ინვესტორებისთვის შემზღუდველ გარემოდ აღიქმება, შესაბამისად სავარაუდოა, რომ ემისიის რაოდენობის მოცულობის გაზრდა ხელს შეუწყობს მათ დაინტერესებასა და მოთხოვნის გაზრდას. სწორედ ამიტომ, როგორც ზემოთ აღინიშნა, 2018 წლიდან საქართველოში ე.წ. ბენჩმარკ ბონდების რეგულარული ემისია დაიწყო. ბენჩმარკ ბონდები, გაზრდილის მოცულობისა და ემისიის სტაბილური პერიოდულობის გათვალისწინებით, ზრდის ინვესტორების დაინტერესებას, რაც, თავის მხრივ, ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის ზრდასა და

⁹⁹ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია https://mof.ge/saxelmwifo_vali;

აშშ-ს სახაზინო სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>, მოძიებულია - 06.2020.

სტაბილური შემოსავლიანობის მრუდის (Yield Curve) შექმნას უზრუნველყოფს. ამასთან, მნიშვნელოვანია, რომ ბენჩმარკ ბონდების გამოშვება, მისი ე.წ. სანიშნე ბუნების გათვალისწინებით, ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრით ინვესტორების დაინტერესებისა და მისი გააქტიურებისთვის მნიშვნელოვანი ფაქტორია.

6.3. სავალო პორტფელთან დაკავშირებული რისკები და მათი რეგულირების მექანიზმები

სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის ფარგლებში, განსაკუთრებით საყურადღებოა სახელმწიფო ვალის პორტფელთან დაკავშირებულია ისეთი რისკები როგორცაა - სავალუტო რისკი, საპროცენტო რისკი და რეფინანსირების რისკი.¹⁰⁰ საქართველოშიც ეს რისკები სახელმწიფო ვალის პორტფელის ერთ-ერთ მთავარ გამოწვევად რჩება.

სავალუტო რისკი ვალუტის კურსების ცვალებადობასთან ასოცირდება. საყურადღებოა, რომ საქართველოს საგარეო ვალის უმეტესი ნაწილი უცხოურ ვალუტაშია, კერძოდ, სავალუტო სტრუქტურისა და წილის მიხედვით საგარეო ვალის პორტფელი შემდეგი თანმიმდევრობით ნაწილდება - SDR, USD, EUR და სხვა.¹⁰¹ აღნიშნული ქვეყნის ეკონომიკაზე საგარეო შოკების გავლენას აძლიერებს, მაგალითად, ამერიკული დოლარის შემთხვევაში, რაც უფრო დიდია დოლარში ნომინირებული ვალის მოცულობა, მით უფრო მაღალია დოლარისა და ადგილობრივი ვალუტის დამოკიდებულება ერთმანეთს შორის¹⁰², რაც ხშირად ვალის მომსახურების ხარჯებს ზრდის. აღსანიშნავია, რომ 2020 წლის 27 მარტს დაფიქსირდა დოლარის მიმართ ლარის გაუფასურების ისტორიული რეკორდი - 1 USD - 3.4842 ლარი¹⁰³. ამასთან, ბოლო დროს ევროში აღებულმა სესხების რაოდენობამ იმატა, რაც

¹⁰⁰ Jonasson, T., Papaioannou, M. A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks. IMF. 2018. WP/18/74, 8.

¹⁰¹ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/en/debt/foreign>

¹⁰² WIRIADINATA, U. EXTERNAL DEBT, CURRENCY RISK, AND INTERNATIONAL MONETARY POLICY TRANSMISSION. CHICAGO, ILLINOIS. 2018, 11.

¹⁰³ საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=582&lng=geo>

ევროკავშირთან საქართველოს ეკონომიკის დაახლოების გათვალისწინებით, შესაძლოა პოზიტიურ ნაბიჯად შეფასდეს და საგარეო შოკების გავლენის რისკის შემცირებას შეუწყოს ხელი. თუმცა, იმის გათვალისწინებით, რომ სახელმწიფო ვალის პორტფელის სავალუტო რისკები მაღალია, საშინაო ვალის წილის მატება მნიშვნელოვანია.

თავის მხრივ, საპროცენტო განაკვეთის რისკი უკავშირდება მთავრობის ცვალებად განაკვეთიანი დავალიანების მომსახურების ხარჯების ცვლილებას, რაც მომავალში საშინაო და საგარეო ბაზრის საპროცენტო განაკვეთების შესაძლო ცვლილებებით არის გამოწვეული. აქედან გამომდინარე, ცვლადი საპროცენტო განაკვეთი ვალის მომსახურების ხარჯების ზრდის რისკის მატარებელია, შესაბამისად ქვეყნისთვის ხშირ შემთხვევაში ნაკლებად სასურველია. თუმცა საყურადღებოა, რომ ფიქსირებული განაკვეთი უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთით გამოირჩევა.¹⁰⁴

საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მიხედვით¹⁰⁵, საპროცენტო განაკვეთის რისკის შესაფასებლად საგარეო კრედიტორებისგან მოზიდულ სახსრებზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობის (ATR - Average Time to Re-fixing) ინდიკატორი გამოიყენება. საშუალო ვადიანობის დაბალი მაჩვენებელი გვიჩვენებს, რომ სავალ პორტფელში პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების სიხშირე მაღალია, რაც სარისკო მაჩვენებელია.

აღსანიშნავია, რომ საპროცენტო განაკვეთების მიხედვით, საქართველოს საგარეო ვალის პორტფელის უმეტესი ნაწილი ცვლადი საპროცენტო განაკვეთითაა.

სახელმწიფო ვალის დაფარვის სტრუქტურა რეფინანსირების რისკის განსაზღვრის მნიშვნელოვანი წყაროა. რეფინანსირების რისკი იმის ალბათობას გულისხმობს, რომ არსებული დავალიანება შესაძლოა მომავალში შედარებით მაღალი საპროცენტო განაკვეთის მქონე დავალიანებით შეიცვალოს ან საერთოდ ვერ მოხდეს მისი რეფინანსირება. რეფინანსირების რისკი, როგორც წესი, მთავარი საზრუნავია არამდგრადი ეკონომიკური მაჩვენებლების, დაბალი საკრედიტო რეიტინგის, ცუდი მმართველობის, მაღალი პოლიტიკური რისკის, ასევე მაღალი დავალიანების მქონე ქვეყნებისთვის.

¹⁰⁴ WB. 2020. IBRD Flexible Loan Pricing Basics. გვ.3.

¹⁰⁵ Jonasson, T., Papaioannou, M. A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks. IMF. 2018. WP/18/74, 12.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მიხედვით¹⁰⁶, რეფინანსირების რისკის შესაფასებლად საშუალო შეწონილი ვადიანობის (ATM - Average time to maturity) ინდიკატორი გამოიყენება. საშუალო შეწონილი ვადიანობა - სავალო პორტფელის ყველა სავალო ვალდებულების ვადიანობის საშუალო შეწონილი მაჩვენებელია. აღნიშნული ინდიკატორის დაბალი მაჩვენებელი მიუთითებს, რომ სავალო პორტფელი უფრო ხშირად საჭიროებს რეფინანსირებას, რაც რეფინანსირების რისკს ზრდის.

საქართველოს შემთხვევაში რეფინანსირების რისკი სხვა წლებთან შედარებით 2021 წელს განსაკუთრებით მაღალია. 2021 წლის ბოლოს საქართველოს 500 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის ევროობლიგაციის დაფარვა უწევს და მნიშვნელოვანია, რომ ვალდებულების დასაფარად შესაბამისი ღონისძიებები იქნეს გატარებული.

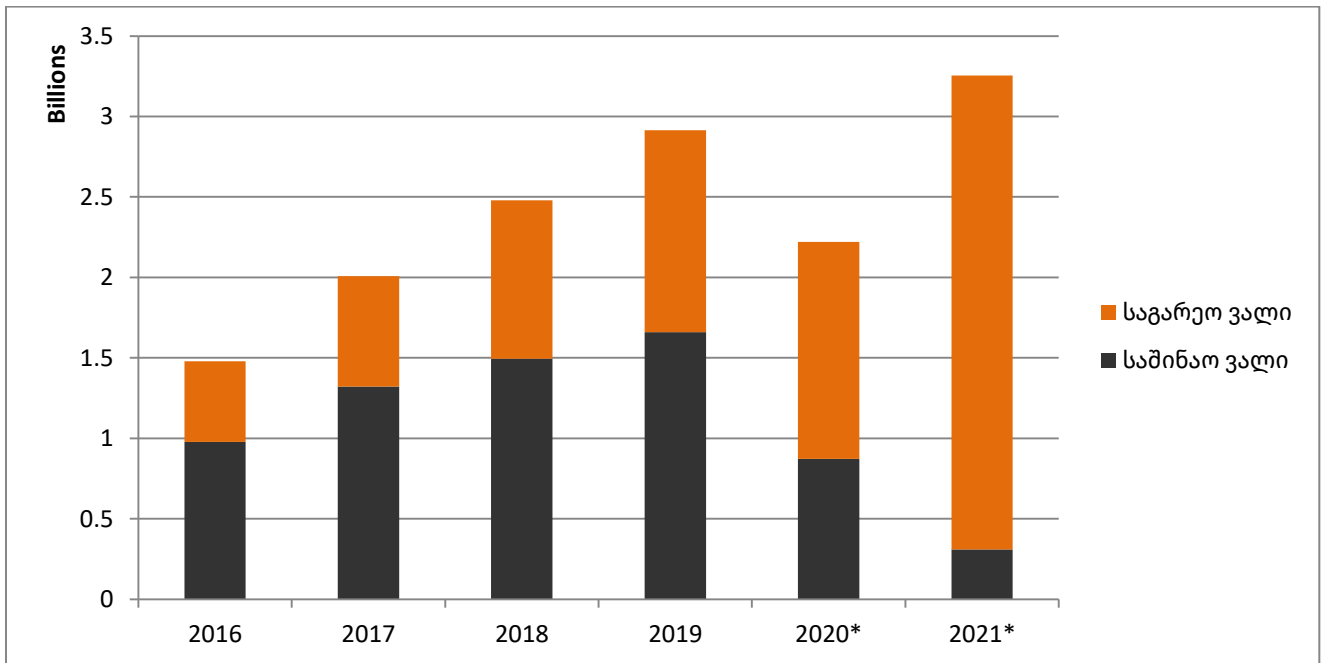
ზემოაღნიშნული რისკებისა და სხვა მაკროეკონომიკური პარამეტრების ცვლილებების გათვალისწინებით, საქართველოს სახელმწიფო ვალის მომსახურების მაჩვენებელი მზარდი ტენდენციით ხასიათდება (იხ. დიაგრამა 6.3.1).

აღსანიშნავია, რომ ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ, წლების განმავლობაში პირველად, 2019 წლის თებერვალში გამოაქვეყნა მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-2021 წლებისთვის¹⁰⁷. დოკუმენტში განხილულია ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნები, მიმოხილულია ქვეყნის მაკროეკონომიკური მდგომარეობა, აღწერილია მთავრობის ვალის პორტფელი, გაანალიზებულია მთავრობის ვალის პორტფელის მდგომარეობა და განხილულია დასახული სტრატეგიული მიზნები და სამოქმედო გეგმა.

¹⁰⁶ იქვე, 10.

¹⁰⁷ საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო. 2019. მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-2021 წლებისთვის. ხელმისაწვდომია - <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

დიაგრამა 6.3.1. სახელმწიფო ვალის მომსახურება¹⁰⁸



მათ შორის, აღნიშნული სტრატეგიის ფარგლებში, ზემოაღნიშნულ რისკებთან (სავალუტო რისკი, საპროცენტო რისკი, რეფინანსირების რისკი) დაკავშირებით, საქართველოში 2021 წლისთვის დასახულია მიზნობრივი ინდიკატორები, კერძოდ:

- სავალუტო რისკის მიმართულებით - მთავრობის მთლიან ვალში საშინაო ვალის წილის მინ. 20.00 %-მდე გაზრდა.
- საპროცენტო განაკვეთის რისკის მიმართულებით - მთავრობის ვალში ფიქსირებულ განაკვეთიანი ვალის წილის მინ. 40.00 %-მდე გაზრდა; ATR მთავრობის მთლიანი ვალისთვის - მინ. 2.0;
- რეფინანსირების რისკის მიმართულებით - ერთ წლის განმავლობაში გადასახდელი ძირითადი თანხა, მთავრობის ვალისთვის - მაქს. 20.00 %; ATM მთავრობის საერთო ვალისთვის - მინ. 5.5.

¹⁰⁸ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია - <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი - https://mof.ge/saxelmwifo_vali. * - საპროგნოზო მაჩვენებლები მიღებულია 31.12.2018 მდგომარეობით არსებულ სახელმწიფო ვალის ნაშთზე გადათვლის შედეგად.

სავალო პორტფელის მართვის ფარგლებში მნიშვნელოვანია, რომ დაგეგმილი ვადის ფარგლებში მინიმუმ აღნიშნული მიზნობრივი ინდიკატორები მაინც შესრულდეს.

ყველა ზემოაღნიშნული პარამეტრი და მაჩვენებელი საბოლოოდ საქართველოს სუვერენულ რეიტინგზე აისახება. თავის მხრივ, სუვერენული რეიტინგი, როგორც უკვე განვიხილეთ, ინვესტორებისთვის სახელმწიფოს და მასთან ერთად კორპორაციულ ობლიგაციებთან დაკავშირებული რისკების შეფასებისთვის მნიშვნელოვანი ინდიკატორია. საქართველო პირველად სარეიტინგო კომპანიების მიერ 2005 წელს შეფასდა, კერძოდ:¹⁰⁹.

2005 წელს საქართველოს სუვერენული რეიტინგი S&P-ის მიერ „B+“ პოზიტიური განისაზღვრა. აღნიშნული რეიტინგი 2008 წლამდე შენარჩუნდა, ხოლო 2008 წლის სექტემბერში „B“ სტაბილურ მაჩვენებლამდე დაიწია. ეს მაჩვენებელი საქართველოს სუვერენული რეიტინგის ყველაზე დაბალი მაჩვენებელია ისტორიაში. 2008 წლის შემდეგ პერიოდულად S&P-ის მიერ განსაზღვრული სარეიტინგო მაჩვენებელი უმჯობესდებოდა და 2019 წლის ოქტომბერში “BB” სტაბილურზე შენარჩუნდა.

Moody’s-მა საქართველო პირველად 2010 წელს შეაფასა და „Ba3“ სტაბილური განსაზღვრა. 2017 წლის სექტემბერში სარეიტინგო კომპანიამ ”Ba3“ სტაბილურიდან ”Ba2“ გააუმჯობესა ქვეყნის რეიტინგი და პერსპექტივა სტაბილურზე შეანარჩუნა.

სარეიტინგო კომპანია Fitch-მა პირველად 2007 წელს საქართველოს რეიტინგი “BB-“ პოზიტიურად შეაფასა. 2019 წელს პოზიცია “BB“ სტაბილურამდე გააუმჯობესა.

რეიტინგის ცვლილებების მთავარი მიზეზად ქვეყაში მიმდინარე ისეთი პოლიტიკური, ეკონომიკური და სოციალური მოვლენები დასახელდა¹¹⁰, როგორცაა: მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირება (2019 – 4.5%, ისტორიული მინიმუმი - აღსანიშნავია, რომ 2018 წელს, საქართველოს ისტორიაში პირველად, მიმდინარე ანგარიშის დადებითი სალდო დაფიქსირდა), წმინდა ექსპორტის ზრდის შენარჩუნება, ბოლო წლების განმავლობაში მშპ-ს

¹⁰⁹ Trading Economics - ის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://tradingeconomics.com/georgia/rating>

¹¹⁰ Fitch Ratings. 2020. Fitch Affirms Georgia at 'BB'; Outlook Stable. ხელმისაწვდომია - <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-georgia-at-bb-outlook-stable-14-02-2020>; ამასთან დაკავშირებით იხ., Moody’s Investors Service. 2019. Rating Action: Moody’s affirms Georgia’s Ba2 rating; maintains stable outlook. ხელმისაწვდომია - https://www.moody.com/research/Moody-affirms-Georgias-Ba2-rating-maintains-stable-outlook--PR_404307

ზრდის შენარჩუნება (5% წყაროს ფარგლებში), რეგიონალური შოკების მიმართ საქართველოს მაკროეკონომიკის მდგრადობა, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ განხორციელებული ეკონომიკური სტრატეგიის განხორციელების მაღალი მოლოდინი, გაუმჯობესებული ბიზნეს გარემო და სხვ. ამასთან ასევე შეფასებულია ისეთი პროცესები, რომელიც ნეგატიურად აისახება სუვერენულ რეიტინგზე, მათ შორის ინფლაციის ზრდა და ლარის კურსის მზარდი გაუფასურება დოლარის მიმართ (აღსანიშნავია, რომ 2020 წლის 27 მარტს დაფიქსირდა დოლარის მიმართ ლარის გაუფასურების ისტორიული რეკორდი - 1 USD - 3.4842 ლარი¹¹¹), მაღალი დოლარიზაცია, პოლიტიკური არასტაბილურობა (ხელისუფლების ცვლილების მოლოდინი), რუსეთთან მყიფე ურთიერთობა, სახელმწიფო ვალის მოცულობა და სავალო პორტფელის სავალუტო და რეფინანსირების რისკი (2021 წელს ევროზონდების რეფინანსირების პერიოდი), ეკონომიკის ზრდის ნელი ტემპი, ინვესტიციების პერიოდული შემცირება (მაგისტრალური გაზსადენის მშენებლობის პროექტის დასრულება, ანაკლიის პორტის მშენებლობის გაჭიანურება/ნაწილობრივ შეწყვეტა, თურქეთის ეკონომიკის შესუსტება) და სხვ.

აღნიშნულის გათვალისწინებით, მაკროეკონომიკურმა ფაქტორებმა მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინეს სუვერენულ რეიტინგის მაჩვენებელზე, რომელიც, თავის მხრივ, ასახავს ქვეყნის შესაძლებლობას მოემსახუროს ნაკისრ ვალდებულებებს. აქედან გამომდინარე, მათი ანალიზი და გაუმჯობესება სახელმწიფო სავალო ფასიან ქაღალდებთან და ადგილობრივ კორპორაციებთან დაკავშირებული რისკების შესამცირებლად მნიშვნელოვანია.

¹¹¹ საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=582>

დასკვნა

საქართველოში კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარება ქვეყანაში ჯანსაღ და მზარდ ეკონომიკურ გარემოს შექმნის. განვითარებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი ემიტენტისთვის ფინანსური რესურსის კომერციული ბანკებიდან მოზიდვის ალტერნატივას სთავაზობს, სახელმწიფოს დონეზე კი ხელს უწყობს დაინტერესებული ინვესტორების მოზიდვას.

თავის მხრივ, განვითარებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის შესაქმნელად მნიშვნელოვანია დაიძლიოს ქვეყანაში არსებული გამოწვევები და სახელმწიფო ინსტიტუტებმა, კომპეტენციის ფარგლებში, უზრუნველყონ ბაზრის განვითარების შემაფერხებელი ფაქტორების აღმოფხვრა, მათ შორის უმნიშვნელოვანესია:

- კორპორატიული მმართველობის მაღალი სტანდარტები, რომელიც არსებულ კორპორაციულ მართვის სისტემას გააუმჯობესებს და უფრო მეტ გამჭვირვალობას უზრუნველყოფს;
- კონკურენტული გარემოს უზრუნველყოფა, რომელიც სამართლიანობის პრინციპზე იქნება დაფუძნებული და ცალკეული პირების თუ საბაზრო სეგმენტების უპირატესობებს გამორიცხავს;
- მომხმარებელთა და ინვესტორთა უფლებების დაცვა, რომელიც ბაზრის მონაწილეების ნდობას გაზრდის და დაიცავს მათ არაკეთილსინდისიერი ქმედებებისგან;
- გამართული საკანონმდებლო ჩარჩოს არსებობა, რომელიც არსებულ საკანონმდებლო სივრცეს საერთაშორისო სტანდარტებს შეუსაბამებს;
- საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისი სავაჭრო პლატფორმა და თანამედროვე ინფრასტრუქტურა, რომელიც გაამარტივებს როგორც ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის, ისე ანგარიშსწორების პროცესს;
- მოსახლეობის განათლების დონის ხელშეწყობა, რომელიც საფინანსო ბაზარზე მათ გააზრებულ ჩართულობას უზრუნველყოფს და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობასთან დაკავშირებულ რისკებს შეამცირებს.

- სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს შექმნა, რომელიც ინვესტორებს გადაწყვეტილების მიღებას გაუადვილებს და ბაზარს ეფექტიანად ფუნქციონირების საშუალებას მისცემს, მათ შორის უმნიშვნელოვანესია სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის რისკების გაანალიზება, კერძოდ:
 - საგარეო შეღავათიან კრედიტებზე წვდომის შეზღუდვის პარალელურად საშინაო სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება. ამასთან არსებული და მომავალში საგარეო რესურსებიდან მოზიდული სახსრების მიზნობრივი ათვისება და ბიუჯეტის მხარდამჭერი სესხების წილის შემცირება;
 - საშინაო სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფარგლებში ინვესტორების დივერსიფიცირება, ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის ზრდა და მეორადი ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა;
 - სახელმწიფო სავალო პორტფელთან დაკავშირებული სავალუტო რისკის შემცირება ადგილობრივი ვალუტით მოზიდული ფინანსური სახსრების შედეგად;
 - სახელმწიფო სავალო პორტფელთან დაკავშირებული საპროცენტო რისკის შემცირება სავალო პორტფელში ფიქსირებულგანაკვეთიანი სესხების ზრდის შედეგად;
 - სახელმწიფო სავალო პორტფელთან დაკავშირებული რეფინანსირების რისკის შემცირება მოზიდული სახსრების ვადიანობის გაზრდის შედეგად;

სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის ფარგლებში ზემოაღნიშნული ქმედებები უზრუნველყოფს სახელმწიფო სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას და ნაკლებად რისკიანი სავალო პორტფელის ჩამოყალიბებას. აღნიშნული, თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს კორპორაციული ობიგაციების ბაზრის როგორც პირველადი, ისე მეორადი ბაზრის გააქტიურებას და კორპორაციული ობლიგაციების ლიკვიდურობის ზრდას, რაც უმნიშვნელოვანესი ფაქტორია ინვესტორების დაინტერესებისთვის და საბოლოოდ, ქვეყანაში კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის.

გამოყენებული ლიტერატურა

1. ასლანიშვილი, დ. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. თბილისი. ივერიონი. 2015.
2. თვალაშვილი, ა., ადეიშვილი, გ. Fixed Income Securities In Georgia. TBC Capital. 2019.
3. სახელმწიფო აუდიტის სამსახური. 2014. სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტიანობის აუდიტი. თბილისი.
4. სახელმწიფო აუდიტის სამსახური. მოხსენება საქართველოს 2017 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესრულების წლიური ანგარიშის შესახებ. ხელმისაწვდომია - <https://sao.ge/Uploads/2019/11/mokhseneba-2017-clis-biujetis-mimdinare-shesrulebis-shesaxeb.pdf>
5. სახელმწიფო აუდიტის სამსახური. მოხსენება საქართველოს 2018 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესრულების წლიური ანგარიშის შესახებ. ხელმისაწვდომია - <https://sao.ge/ka/%E1%83%90%E1%83%9C%E1%83%92%E1%83%90%E1%83%A0%E1%83%98%E1%83%A8%E1%83%94%E1%83%91%E1%83%98?IsAudit=False>
6. საქართველოს ეროვნული ბანკი. „საწარმოთა აქციებისა და ობლიგაციების ემისიის პროსპექტის და ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და განთავსების შესახებ ანგარიშის წარდგენის წესის დამტკიცების თაობაზე“. ბრძანება N226/04. თბილისი. 2018
7. საქართველოს ეროვნული ბანკი. „დაგროვებითი საპენსიო სქემის საინვესტიციო ფინანსური ინსტრუმენტების მინიმალური დასაშვები საკრედიტო რეიტინგისა და დაგროვებითი საპენსიო სქემის აქტივების ღირებულების გამოთვლის მეთოდოლოგიის მიმართ მოთხოვნების შესახებ წესის დამტკიცების თაობაზე“. ბრძანება N 258/04. თბილისი. 2018.
8. საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფინანსთა მინისტრი. „საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ დებულების დამტკიცების თაობაზე“. ბრძანება №10/01–№51. თბილისი. 2010.

9. საქართველოს ეროვნული ბანკი. ემისიის საბოლოო პროსპექტი - შპს „თეგეტა მოტორსი“. ემისიის სახელმწიფო რეგისტრაციის NGE2700603790-1-01. თბილისი. 2019.
10. საქართველოს ეროვნული ბანკი. ემისიის საბოლოო პროსპექტი - სს „მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია კრისტალი“. ემისიის სახელმწიფო რეგისტრაციის NGE2700603592-1-01. თბილისი. 2017.
11. საქართველოს ეროვნული ბანკი. ემისიის საბოლოო პროსპექტი - სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტი“, ემისიის სახელმწიფო რეგისტრაციის NGE2700603717-1-01. თბილისი. 2018.
12. საქართველოს ეროვნული ბანკი. წლიური ანგარიში 2018.
13. საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო. 2016. კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია.
14. საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“
15. საქართველოს კანონი „ეროვნული ბანკის შესახებ“
16. საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“
17. საქართველოს კანონი „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“
18. საქართველოს მთავრობა. საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების სტრატეგიის „საქართველო 2020“ დამტიცებისა და და მასთან დაკავშირებული ზოგიერთი ღონისძიების თაობაზე. დადგენილება N400. თბილისი. 2014.
19. საქართველოს მთავრობა. GEORGIA'S SUCCESSFUL EUROBOND ISSUE. 2011. ხელმისაწვდომია - http://gov.ge/files/34_32444_651189_GEORGIASSUCCESSFULEUROBONDISSUE.pdf
20. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო. 2019. მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-2021 წლებისთვის. ხელმისაწვდომია - <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

21. წულაძე, ზ. 2011. რაში დაიხარჯა ევრობონდებით მოზიდული 500 მილიონი დოლარი?. ამერიკის ხმა. ხელმისაწვდომია - <https://www.amerikiskhma.com/a/article-----500---120062884/534817.html>
22. ჯგერენაია, ე. 2015, ივლისი. ბერძნული კრიზისი და საქართველო. ხელმისაწვდომია - <http://emzari.ge/?p=2176>
23. Ağca, S., Celasun, O. 2012. Sovereign debt and corporate borrowing costs in emerging markets. *Journal of International Economics*. Volume 88. Issue 1, 198-208.
24. Arteta, C., Galina, H. Sovereign debt crises and credit to the private sector. FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO. 2006. Working Paper 2006-21.
25. BMC. Chapter 3. Fixed Income. Sub-Module Four: The Yield Curve and Why It Matters.
26. Bodie, Z., Kane, A., Macus, A. *Essentials Of Investments*. 10th edition. New York. McGraw-Hill Education. 2014.
27. Borensztein, E. Cowan, K. Valenzuela, P. Sovereign Ceilings “Lite”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies. IMF. 2007. WP/07/75.
28. By The New York Times. 2016, June. Explaining Greece’s Debt Crisis. The New York Times. ხელმისაწვდომია - <https://www.nytimes.com/interactive/2016/business/international/greece-debt-crisis-euro.html>
29. BY M.C.K. 2013, January. Government debt - How much is too much?. *The Economist*.
30. C. Van horne, J., M. Wachowicz, J. *Fundamentals of Financial Management*. 13th edition. Gosport. Ashford Colour Press Ltd. 2008.
31. Dailami, M. *Sovereign Debt Distress and Corporate Spillover Impacts*. The World Bank. 2010. Policy Research Working Paper 5380.
32. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. 111 th Congress of USA. Public Law 111–203. 2010. ხელმისაწვდომია - აშშ-ს კონგრესის ოფიციალური ვებგვერდი - <https://www.congress.gov>
33. E. Stiglitz, J., K. Rosengard., J. *Economic Of The Public Sector*. 4th edition. New York. W. W. Norton & Company, Inc. 2015.

34. F. Dittmar, R., Yuan, K. 2007. Do Sovereign Bonds Benefit Corporate Bonds in Emerging Markets?. 2007, 1. ხელმისაწვდომია - <http://personal.lse.ac.uk/yuan/papers/sovcorp.pdf>
35. Fabella, R., S. Madhur. Bond market development in east Asia: Issues and challenges. Asian Development Bank. 2003. ERD Working Paper 35.
36. Fitch Ratings. 2020. Fitch Affirms Georgia at 'BB'; Outlook Stable. ხელმისაწვდომია - <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-georgia-at-bb-outlook-stable-14-02-2020;>
37. GALT&TAGGART. WEEKLY MARKET WATCH. JUNE 15, 2020. ხელმისაწვდომია - <https://galtandtaggart.com/upload/news/18481.pdf>
38. Hawkins, J. Bond markets and banks in emerging economies. Bank For International Settlements. 2002. Paper N11, 42-48.
39. Hull, J. Options; Futures and Other Derivatives. 9th edition. USA. Pearson Education, Inc. 2009.
40. IMF. 2011. Public Sector Debt Statistics – Guide for Compilers and Users.
41. IMF. 2016. The Joint World Bank-IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries.
42. IMF. 2016. The Joint World Bank-IMF Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries.
43. IMF. 2014. REFORM OF THE POLICY ON PUBLIC DEBT LIMITS IN FUND-SUPPORTED PROGRAMS.
44. J. Blommestein, H., Sten Jensen, O., Olofsson, T. A Suggested New Approach to the Measurement and Reporting of Gross ShortTerm Borrowing Operations by Governments. OECD Journal: Financial Market Trends. Volume 2010. Issue 1, 2.
45. Jonasson, T., Papaioannou, M. A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks. IMF. 2018. WP/18/74, 12. ოქტ
46. Krugman, P. 2015, August. Debt Is Good. The New York Times. ხელმისაწვდომია - <https://www.nytimes.com/2015/08/21/opinion/paul-krugman-debt-is-good-for-the-economy.html>

47. Macmillan Dictionary Of Modern Economics. 3th edition. 1986. London. The Macimllad Press Ltd.
48. Mehmet Caner, M., Grennes, T., Koehler-Geib, F. Finding the Tipping Point—When Sovereign Debt Turns Bad. The World Bank. 2010. Policy Research Working Paper 5391.
49. Moody’s Investors Service. 2019. Rating Action: Moody's affirms Georgia's Ba2 rating; maintains stable outlook. ხელმისაწვდომია - https://www.moody.com/research/Moodys-affirms-Georgias-Ba2-rating-maintains-stable-outlook--PR_404307
50. Norton, G. 2008. Georgia: Sovereign makes impressive Eurobond debut. EUROMONEY. ხელმისაწვდომია - <https://www.euromoney.com/article/b1322clt48zx6n/georgia-sovereign-makes-impressive-eurobond-debut>
51. Q Tran, H. The role of markets in sovereign debt crisis detection, prevention and resolution. Bank For International Settlements. 2013. Paper N72, 88-104.
52. Ricardo, D., The Principles of Political Economy and Taxation. London. John Murray. 1817.
53. Roscini, D., Schlefer, J. 2012, September. Can the Eurozone Survive? Harvard Business Publishing Education. ხელმისაწვდომია - <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=43111>
54. Rose, Andrew K. One Reason Countries Pay their Debts: Renegotiation and International Trade. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. 2002. Working Paper 8853.
55. Rosen, Harvey S. Public finance. 10th edition. New York. McGraw-Hill Education. 2014.
56. S. Mishkin, F. The Econominc of Money, Banking And Financial Markets. 7th edition. USA. The Addison-Wesley series. 2004.
57. Shah, N., Fottrell, Q. 2010, Octomber. Irish Crisis Shakes Europe. The Wall Street Journal. ხელმისაწვდომია - <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704116004575523121071932284>
58. Sosa-Padilla, C. Sovereign Defaults and Banking Crises. Munich Personal RePEc Archive. University of Notre Dame. 2017.
59. Tiftik, E. Mahmood, K. High and Rising Debt Levels: Should we worry? Global Debt Monitor Slide Deck. Institute Of International Finance. 2019.

60. UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. 2012. Consolidated principles on promoting responsible sovereign lending and borrowing.
61. Valdez, S., Molyneux, P. An Introduction to Global Financial Markets. 8th edition. New York. PALGRAVE. 2016.
62. Vigdor, N. 2019. U.S. Population Makes Fewest Gains in Decades, Census Bureau Says. The New York Times.
63. WB, IMF. 2014. REVISED GUIDELINES FOR PUBLIC DEBT MANAGEMENT.
64. WB. 2007. Developing the Domestic Government Debt MARKET From Diagnostics to Reform Implementation.
65. WB. 2020. IBRD Flexible Loan Pricing Basics.
66. WIRIADINATA, U. EXTERNAL DEBT, CURRENCY RISK, AND INTERNATIONAL MONETARY POLICY TRANSMISSION. CHICAGO, ILLINOIS. 2018.

ინტერნეტ რესურსები:

67. აშშ-ს სახაზინო სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://treasurydirect.gov/instit/marketable/tbills/tbills.htm>
68. დიდი ბრიტანეთის სახელმწიფო ვალის მართვის სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.dmo.gov.uk/responsibilities/gilt-market/>
69. გერმანიის საფინანსო სააგენტოს ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/federal-bonds/>
70. საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>
71. შპს „თეგეტა მოტორსის“ ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://tegetamotors.ge>
72. სს „ლისი ლეიქ დეველოპმენტის“ ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://greentown.lisi.ge>
73. სს „კრისტალის“ ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია - <https://crystal.ge/>

74. საქართველოს საფონდო ბირჟის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია -
<https://gse.ge/securities>
75. სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანალიტიკური პორტალი. ხელმისაწვდომია -
<https://budgetmonitor.ge/ka/debt/>.
76. საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური. ხელმისაწვდომია -
<https://www.geostat.ge/ka/modules/categories/316/mosakhleoba-da-demografia>
77. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი -
https://mof.ge/saxelmwifo_vali.
78. Trading Economics - ის ოფიციალური ვებგვერდი. ხელმისაწვდომია -
<https://tradingeconomics.com/georgia/rating>