



საქართველოს საპატრიარქოს წმიდა ანდრია პირველწოდებულის
სახელობის ქართული უნივერსიტეტი

საქართველოს საპატრიარქოს წმიდა ანდრია პირველწოდებულის
სახელობის ქართული უნივერსიტეტი

დავით ასლანიშვილი

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები საქართველოში:
გამოწვევები და პერსპექტივები

დოქტორანტის სამეცნიერო ხელმძღვანელი

მიხეილ ჯიბუტი,

ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი,

პროფესორი

თბილისი

2015

სარჩევი

ანოტაცია (ქართულ ენაზე).....	4
ანოტაცია (ინგლისურ ენაზე).....	7
შესავალი.....	9
თავი 1. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი, მისი ფორმირებისა და ფუნქციონირების თეორიულ - მეთოდოლოგიური საფუძვლები.....	22
1.1 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი და ფუნქციები.....	22
1.2 საერთაშორისო დისკუსიები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე და მათი პრაქტიკული დანიშნულება.....	26
1.3 საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი.....	34
თავი 2. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები: საერთაშორისო პრაქტიკა.....	37
2.1 მსოფლიოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის მოცულობა და სტრუქტურა.....	37
2.2 ამერიკის შეერთებული შტატების სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი....	40
2.3 გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.....	54
თავი 3. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მსოფლიო ფინანსურ კრიზისში და პოსტკრიზისული პერიოდის გამოწვევები.....	60
3.1 2007 წლის ფინანსური კრიზისი და ევროზონის ქვეყნების სახელმწიფო და საგარეო ვალის პრობლემა.....	62
3.2 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელობა აშშ-ში ეკონომიკური კრიზისის დაძლევაში 2007 – 2010 წწ.....	71
3.3 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ადგილი და მნიშვნელობა საერთაშორისო ბაზარზე: ბოლო ტენდენციები და დისკუსიები.....	82
თავი 4. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.....	86

4.1 საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების სამართლებრივი საფუძვლები.....	86
4.2 თანამედროვე ეტაპზე მიმოქცევაში არსებული საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სახეობები.....	106
4.2.1 საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების ისტორია და გაკვეთილები (1997 – 2013 წწ).....	108
4.2.2 საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების წარმოშობის თავისებურება..	136
4.2.3 საქართველოს ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატი.....	139
4.2.4 საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები.....	142
თავი 5. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სტრატეგია საქართველოში.....	148
5.1 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები მეორად ბაზარი.....	148
5.2 ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზარი საქართველოში.....	155
5.3 საქართველოს სახელმწიფოს პოლიტიკა სახელმწიფო ვალისა და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ და განვითარების პერსპექტივები.....	169
5.3.1 საქართველოს სახელმწიფოს პოლიტიკა და მიზნები.....	169
5.3.2 სახელმწიფო საშინაო ვალის პარამეტრები 2015 წლის მდგომარეობით და ეკონომიკის გრძელვადიანი რესურსით უზრუნველყოფის მექანიზმი.....	180
დასკვნა.....	186
გამოყენებული წყაროებისა და ლიტერატურის სია.....	193
დანართი.....	200

ანოტაცია

სადისერტაციო ნაშრომის მიზანია, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საერთაშორისო კვლევის, მისი წარმოშობისა და განვითარების ისტორიის ერთად თავმოყრა და ანალიზი, განვლილი პერიოდის გამოცდილების განზოგადება და რეკომენდაციების შემუშავება.

პრობლემებისა და მათი გადაჭრის გზების უკეთ გაგებისა და ანალიზის მიზნით ჩვენს მიერ გაანალიზებულ იქნა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსება და მეორადი ბაზარი და არსებული სიტუაცია.

ნაშრომში გაანალიზებულია საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი და ასახულია თუ რა მნიშვნელოვანი ფუნქციის შესრულება შეუძლია ამ ინსტრუმენტს საბაზრო ეკონომიკის პირობებში.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები შეუცვლელი ინსტრუმენტია ნებისმიერი ქვეყნის ფინანსური ბაზრის განვითარების საქმეში. სახელმწიფოს მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების დროს, სხვა მიზანთა შორის გამოირჩევა ქვეყანაში ფულის მასის რეგულირება, ანტიინფლაციური ღონისძიებების გატარება, ეროვნული ვალუტაზე მოთხოვნის სტიმულირება და მისი გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ხელშეწყობა.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ხელს უწყობს საბანკო სექტორს და კერძო ინვესტორებს დააბანდონ თავიანთი თავისუფალი სახსრები მაქსიმალურად უსაფრთხოდ და ლიკვიდურად.

კვლევის შედეგად დგინდება, რომ საქართველოში მათი შექმნა შეუძლია ნებისმიერ ფიზიკურ თუ იურიდიულ პირს, ოღონდ მხოლოდ საქართველოში მოქმედი კომერციული ბანკების მეშვეობით, რაც მთელ რიგ სირთულეს წარმოშობს. ეს სირთულეები დეტალურადაა განხილული სადისერტაციო ნაშრომში.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი არის მნიშვნელოვანი, მაგრამ მხოლოდ ნაწილი იმ ფართო და მძლავრი სფეროსა, რასაც ქვეყნის კაპიტალის ბაზარი ჰქვია. ქვეყნის განვითარება, ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფა და საერთო ჯამში მოსახლეობის ცხოვრების დონის ამაღლება პირდაპირ კავშირშია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, ანუ კაპიტალის ბაზრის განვითარებასთან.

ქვეყნის ეკონომიკის აღმავლობის ერთ-ერთი რეალური ბერკეტია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის ყველაზე მიღებული და პრაქტიკული ფორმაა ფასიან ქაღალდებში ინვესტირება ორგანიზებული ბაზრის მეშვეობით.

კვლევის შედეგად დადგინდა, რომ საქართველოში მთავარი პრობლემაა ფულადი რესურსის წყაროს მოზიდვის ორ ძირითად საშუალებას შორის არსებული პრობლემები.

წარმატებულ და განვითარებულ ქვეყნებში ფულის მოზიდვის ორი მექანიზმი - საბანკო სესხი და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ურთიერთსასარგებლო სინერჯიას ავლენს, ხოლო საქართველოში ფულადი რესურსის მოზიდვის ერთი მექანიზმი - საბანკო სესხი და მთლიანობაში კომერციული საბანკო სისტემა - მაქსიმალურად ცდილობს არ მისცეს გასაქანი ფულის რესურსის მოზიდვის მეორე მექანიზმს (რომელიც მთავარ კონკურენტად მიაჩნია) - ფასიანი ქაღალდების ბაზარს და საფონდო ინდუსტრიას.

კვლევით დასტურდება, რომ მათ ეს წარმატებით გამოსდის, რადგან არსებულ ეტაპზე საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს დაკარგული აქვს თავისი მთავარი ფუნქცია - იყოს ფასიან ქაღალდებზე ფასწარმოქმნის საბაზრო ფუნდამენტი.

სხვა პრობლემებს შორის დადგენილ და გაანალიზებულ იქნა ის პრობლემები, რომელიც ხელს უშლის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას:

- არატრანსპარენტულობა;
- საკანონმდებლო ხარვეზი, რომელიც ზღუდავს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოყენების სივრცეს;
- საერთაშორისო სტანდარტებისგან განსხვავებით დაწესებული საკმაოდ მაღალი ინვესტირების მინიმალური ზღვარი;
- ინფლაციური რისკისგან დამცველი ინსტრუმენტის არ არსებობა;
- შექმნილი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გადაყიდვის გართულებული მექანიზმი და მეორადი ბაზრის არ არსებობა;
- საერთაშორისო პრაქტიკაში არსებული ნებისმიერი მსურველი ფიზიკური და იურიდიული პირისათვის ისეთი მექანიზმის, როგორცაა სახაზინო სახლის (Treasury direct) არარსებობა, და;

- საზოგადოების ინფორმირებულობის დაბალი დონე თუ რა არის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი და მისი უპირატესობა სხვა ინვესტიციებთან შედარებით.

აღნიშნულიდან გამომდინარე უაღრესად მნიშვნელოვანია იმ მექანიზმების შექმნა და ამოქმედება, რომელიც დაარეგულირებს არსებულ შეუსაბამობას, ინტერესებს და შექმნის წინაპირობებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გაჯანსაღებისთვის. აღნიშნული საკითხებისა და მექანიზმების დადგენასა და კვლევას ეძღვნება მოცემული სადისერტაციო ნაშრომი.

Annotation

Thesis of Dissertation is to study the state (government) securities market, international research and best practices, its origin and development to gather and analyze the history, the experience of the past period and generalized recommendations.

For better understanding and analysis of the problems and their solutions were analyzed the primary and secondary market of government securities, and the current situation.

The paper analyzes the state securities market and reflects the importance of this tool is able to perform the function of a market economy.

State Securities is an indispensable tool for any country's financial market development. The question of "issue of state securities", among the other reasons, should be mentioned - the money supply regulation, anti-inflation measures, the national currency exchange rate stability and demand stimulation.

Government securities stimulates the banking sector and the private investors to invest in and contribute their resources to maximize the safety and liquidity.

This study confirms that the State Securities in Georgia can be purchased by any natural or legal person, but only through commercial banks operating in Georgia, which gives rise to a number of difficulties. These problems are discussed in detail in the dissertation.

The State security is an important, but only part of the broad and powerful sector - the country's capital market. Development, economic growth and overall living standards of the population is directly related to the securities market, capital market development.

The country's economic growth is one of the real leverage for investment, which is the most practical form of securities and investment through the organized market.

This study revealed that the main problem in Georgia is the unhealthy competition between the two way sources) of money flow attraction.

Successful and developed countries, raising money via two way - the bank loan and securities market, which are in a mutual synergy to each other, while in Georgia the bank

loan and the overall commercial banking system - is trying not to contemplate the money resources of the mechanism (which is considered as the main competitor) - securities and the stock market industry.

This research confirmed that they (commercial banks) successfully succeeded, because the securities market has lost its main function - to be the foundation of the securities market pricing.

Among other, it was studied, identified and analyzed the following problems that hinder the securities market:

- non-transparency;
- legislative shortcomings, which limits the State Securities jurisdictions;
- the rather high investment minimum threshold in contrast to international standards;
- the absence of inflation risk protection instruments;
- complicated mechanism to resale the once acquired State securities and absence of secondary market;
- in compare to the international practice, there is no such mechanism, such as the treasury house (Treasury direct), to give access of any individuals and legal entities to invest in;
- absence and society awareness of what is the state of the securities and its advantages over other investments compared.

Based on that, the main point is to create the mechanisms that regulate the contradiction, the interests and the preconditions for the recovery of the state securities papers. The arrangements and mechanisms to identify and research dedicated to the thesis.

შესავალი

თემის აქტუალობა. სადისერტაციო ნაშრომის აქტუალობას განსაზღვრავს მისი თეორიული და პრაქტიკული მნიშვნელობა. თემის აქტუალობა განპირობებულია იმ პროცესის შესწავლითა და შეფასებით, თუ როგორ წარიმართა საქართველოში გარდამავალ პერიოდში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა, მისი განვითარების აუცილებლობა და მნიშვნელობა ინვესტიციების მოსაზიდად. ქვეყნის განვითარება, ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფა და საერთო ჯამში მოსახლეობის ცხოვრების დონის ამაღლება პირდაპირ კავშირშია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის, ანუ ფინანსური ბაზრის განვითარებასთან.

ქვეყნის ეკონომიკის აღმავლობის ერთ-ერთი რეალური ბერკეტია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის ყველაზე მიღებული და პრაქტიკული ფორმაა ფასიანი ქაღალდებში ინვესტირება საფონდო ბაზრის მეშვეობით.

ამ მხრივ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სრულფასოვანი განვითარება ფინანსურ სფეროს აჯანსაღებს საბანკო სფეროსთან ერთად. დღეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება საქართველოში ჩამორჩება საბანკო სექტორის განვითარების დონეს, რაც საბოლოო ჯამში საბანკო სექტორის განვითარებასაც აფერხებს.

წარმატებულ და განვითარებულ ქვეყნებში ფულის მოზიდვის ორი მექანიზმი - საბანკო სესხი და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ურთიერთსასარგებლო სინერგიას ავლენს, ხოლო საქართველოში ფულადი რესურსის მოზიდვის ერთი მექანიზმი - საბანკო სესხი და მთლიანობაში კომერციული საბანკო სისტემა - მაქსიმალურად ცდილობს არ მისცეს გასაქანი ფულის რესურსის მოზიდვის მეორე მექანიზმს (რომელიც მთავარ კონკურენტად მიაჩნია) - ფასიანი ქაღალდების ბაზარს და საფონდო ინდუსტრიას. ეს მათ წარმატებით გამოსდით. შედეგად, თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარს დაკარგული აქვს თავისი მთავარი ფუნქცია - იყოს ფასიანი ქაღალდებზე ფასწარმოქმნის საბაზრო ფუნდამენტი. აღნიშნულის გარდა, საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განუვითარებლობის მრავალი მიზეზი არსებობს, დაწყებული სახელმწიფოს მიერ გატარებული პოლიტიკით და დამთავრებული მოსახლეობის მენტალიტეტით. ერთ-ერთი ხელისშემშლელი მიზეზია ფინანსური ინსტრუმენტების სიმცირე.

ინსტრუმენტებს შორის ერთ ერთი სახეობაა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მნიშვნელოვანი ელემენტია.

თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს ერთ-ერთ ძირითად გრძელვადიან პრიორიტეტს წარმოადგენს საბაზრო ეკონომიკაზე დაფუძნებული ეკონომიკური ზრდის მდგრადი და ზრდადი ტემპების მიღწევა, სადაც მნიშვნელოვანი როლი მიეკუთვნება სახელმწიფო ვალის ანუ სახელმწიფო მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების პროცესის რეგულირებას.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები შეუცვლელი ინსტრუმენტია ნებისმიერი ქვეყნის ფინანსური ბაზრის განვითარების საქმეში. სახელმწიფოს მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების დროს, სხვა მიზანთა შორის გამოირჩევა ქვეყანაში ფულის მასის რეგულირება, ანტიინფლაციური ღონისძიებების გატარება, ეროვნული ვალუტაზე მოთხოვნის სტიმულირება და მისი გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ხელშეწყობა.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ხელს უწყობს საბანკო სექტორს და კერძო ინვესტორებს დააბანდონ თავიანთი თავისუფალი სახსრები მაქსიმალურად უსაფრთხოდ და ლიკვიდურად. მათი შექმნა შეუძლია ნებისმიერ ფიზიკურ თუ იურიდიულ პირს, თუმცა მხოლოდ საქართველოში მოქმედი კომერციული ბანკების მეშვეობით, რაც მთელ რიგ სირთულეს წარმოშობს, რომელთა შესწავლა და გადაჭრა აუცილებელია. აქედან გამომდინარე, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შესწავლა მნიშვნელოვანია როგორც თეორიულად ისე პრაქტიკული თვალსაზრისით.

თემის აქტუალობა კიდევ უფრო იზრდება მსოფლიო ფინანსური კრიზისის ფონზე, რომლის ერთ-ერთ მთავარ ფაქტორად მიჩნეულია ქვეყნების სუვერენული ვალის საკითხი, ანუ სახელმწიფოს მიერ გარანტირებული და გამოშვებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და ვალის პროცენტების მომსახურებაზე გასაწევი ხარჯების სიმძიმე.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პრობლემების შესწავლა საქართველოს სინამდვილეში განპირობებულია აგრეთვე ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საკითხებზე კვლევების ნაკლებობით, სადაც საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებული მთელი რიგი საკითხების კვლევა საერთოდ თეთრ ლაქადაა დარჩენილი-მთლიანობაში არ არის სათანადოდ შეფასებული და გამოკვლეული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების

ბაზრის მნიშვნელობა, რისი სისტემური მონოგრაფიული გამოკვლევა აქამდე არ ჩატარებულა. სწორედ ამ ხარვეზის გამოსწორების ცდაა მოცემული სადისერტაციო ნაშრომში.

აღნიშნულიდან გამომდინარე უაღრესად მნიშვნელოვანია იმ მექანიზმების შექმნა და ამოქმედება, რომელიც დაარეგულირებს არსებულ შეუსაბამობას, ინტერესებს და შემქნის წინაპირობებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის გაჯანსაღებისთვის. აღნიშნული საკითხებისა და მექანიზმების დადგენასა და კვლევას ეძღვნება მოცემული სადისერტაციო ნაშრომი.

კვლევის ძირითადი მიზანი და ამოცანები - სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის ობიექტია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ხოლო კვლევის საგანია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები.

კვლევის მიზანია - საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ბაზრის არსებული მდგომარეობისა და ქვეყნის ეკონომიკაში მისი როლის ანალიზი, განვლილი პერიოდის გამოცდილების განზოგადება, ფასიანი ქაღალდების განვითარების შესაძლებლობების გამოყენებისა და პრობლემების დაძლევის გზების განსაზღვრა და რეკომენდაციების შემუშავება საქართველოს ფინანსური და ეკონომიკური განვითარებისათვის.

მიზნიდან გამომდინარე კვლევაში გადაჭრილია შემდეგი ამოცანები:

- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შესახებ თეორიული შეხედულებების ანალიზი;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის საუკეთესო პრაქტიკის ანალიზი აშშ-სა და გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრების მიხედვით;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზი მსოფლიო ფინანსური კრიზისის პერიოდში;
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების თეორიისა და საერთაშორისო პრაქტიკის შედარებითი ანალიზი საქართველოს სინამდვილესთან;
- საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ისტორიულ-ეკონომიკური ანალიზი;

-სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პირველადი და მეორადი ბაზრის კვლევა;

-სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პერსპექტივები განხილულია საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და სახელმწიფო სავალო პოლიტიკის განვითარების კონტექსტში.

ნაშრომის მეცნიერული სიახლე და ძირითადი შედეგები

სადისერტაციო ნაშრომი ავსებს საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესწავლაში არსებულ „თეთრ ლაქებს“ . სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ფუნქციონალური და ისტორიულ-ეკონომიკური ანალიზი, საკითხებისადმი თეორიული და მეთოდოლოგიური მიდგომები მსოფლიო საუკეთესო პრაქტიკასთან შედარებითი ანალიზის საფუძველზე გამსაზღვრავს კვლევის მეცნიერული სიახლეს, რაც ასახულია შემდეგ ძირითად შედეგებსა და დებულებებში:

ა) პირველად ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში თავმოყრილი და სისტემატიზებულია საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და განთავსების ისტორია, საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტრუქტურისა და მდგომარეობის ანალიზი დამოუკიდებლობის მოპოვებიდან თანამედროვე ეტაპამდე (1991 – 2014 წწ);

ბ) საქართველოში ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული თეორიული მიდგომებისა და მსოფლიოში არსებული გამოცდილების გამოყენების მიზნით ნაშრომში მოცემულია მსოფლიოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ანალიზი და ამ ინსტრუმენტის დადებითი და უარყოფითი ტენდენციების ჩვენებით. აგრეთვე დეტალურადაა გაანალიზებული განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ინფრასტრუქტურის მქონე აშშ-ს და გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრების - ჩამოყალიბებისა და ფუნქციონირების მექანიზმები;

გ) დადგენილია, რომ საერთაშორისო ბაზრისგან განსხვავებით, საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების როგორც პირველად, ასევე მეორად ბაზარზე არ

არსებობს ან დაბალ დონეზეა - ტრანსპარენტულობა, საბაზრო ფასი და ინსტრუმენტში ინვესტირების გამარტივებული პრაქტიკა;

დ) გამოკვლეულია აშშ-ს მაგალითი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით ეკონომიკური კრიზისის დაძლევის საქმეში;

ე) საერთაშორისო ბაზრის კვლევისა და ანალიზის შედეგად მივედით იმ დასკვნამდე, რომ შეუძლებელია სახელმწიფო შიგა და საგარეო ვალებით ამა თუ იმ ქვეყნის ეკონომიკის აყვავება, რისი თვალსაჩინო მაგალითია ბოლო მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისი და განსაკუთრებით მისი მიზეზით წარმოქმნილი ფინანსური პრობლემები;

ვ) გამოკვლეულია საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზის სამართლებრივი გარემო, კანონები, დებულებები, მოცემულია მათი ანალიზი, ხარვეზი და დასახულია მათი დახვეწის გზები. საკანონმდებლო ბაზის კვლევის შედეგად დადგინდა, რომ სახელმწიფო საშინაო ვალიდან შემოსული სახსრები გამოიყენება მხოლოდ ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად და სახელმწიფო ბიუჯეტის მოკლევადიანი საკასო სხვაობის დასაფარავად.

ეს კი ავიწროებს და ამახინჯებს ამ ინსტრუმენტის მიმოქცევის და გამოყენების არეალს, რისი დასტურია ამ ინსტრუმენტის არაჯეროვანი გამოყენება ქართულ საფინანსო სისტემაში.

შემუშავებულ იქნა რეკომენდაცია, რომ კანონის ამ მუხლში შევიდეს ცვლილება და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ასრულებდეს დამატებით შემდეგ ფუნქციებს:

1. მისი მეშვეობით შესაძლებელი იყოს, როგორც მოსახლეობაში არსებული ფულადი დანაზოგების აკუმულირება, ასევე ორგანიზაციების დროებით თავისუფალ ფულად სახსრების მობილიზება ბიუჯეტის ხარჯების დასაფინანსებლად;
2. ამ ინსტრუმენტით ხორციელდებოდეს ფულადი მიმოქცევის რეგულირება;
3. იყოს ინვესტიციების წყარო მსხვილი ინფრასტრუქტურული პროექტების, ასევე ახალი საწარმოების შექმნისა და უკვე არსებულის განვითარებისათვის;
4. ის გამოიყენებოდეს როგორც ინსტრუმენტი საკრედიტო-საანგარიშსწორებო ოპერაციების შესრულებისას.

ზ) დახასიათებულია საქართველოში არსებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი (სახაზინო ვალდებულება, სახაზინო ობლიგაცია, სადეპოზიტო თამასუქი და ევროობლიგაცია), მოცემულია მათი გამოყენების სფერო და დანიშნულება;

თ) გამოკვლეულია საქართველოში საფონდო ბაზარი, როგორც სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბრუნვის მეორადი ბაზარი. დეტალურადაა განხილული საფონდო ბაზრის მდგომარეობა და არსებული პრობლემები. მოცემულია სიტუაციის გამოსწორების გზები (პირველად და მეორად ბაზარზე ფინანსური შუამავლების დაშვების წესის გამარტივება, ემისიების საჯარო წესით ბირჟაზე განხორციელება და მსოფლიოს წამყვან ქვეყნებში არსებული ინვესტორთა მიერ სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების შეძენის პირდაპირი წესი, ე.წ. “Treasury Direct” დანერგვა);

ი) განხილულია ქართული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო ემისია (ევროობლიგაცია), გამოკვლეულია ამ ემისიის დანიშნულება, მისი ქართულ სინამდვილეში არაჯეროვანი გამოყენება და საგარეო ვალის საფრთხე;

კვლევის შედეგად დადგენილ იქნა, რომ:

- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსების კუთხით არსებობს რიგი საკანონმდებლო პრობლემა (განსაკუთრებით ეს ეხება პირველადი დილერების ინსტიტუტს, რომელიც მხოლოდ კომერციული ბანკებითაა წარმოდგენილი და მინიმალურ შენატანს - 50.000 ლარის ოდენობით) და დასახულ იქნა მათი გადაჭრის გზები საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინებით;
- საჭიროა საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ ინვესტორთა ინტერესის ამაღლების კუთხით წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების დანერგვა;
- საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არ მიმოიქცევა მუნიციპალური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, რაც უდაოდ აკნინებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სრულფასოვან განვითარებას. ამასთანავე, ფასიანი ქაღალდების ეს სახეობა არის საწინდარი ადგილობრივი თვითმმართველობის განვითარებასა და მუნიციპალიტეტების მიმართ ნდობის ამაღლების კუთხით;

- მეორად ბაზარზე არსებობს რიგი ხელოვნური ხარვეზი, რაც რეესტრის წარმოებას და მეორადი ბაზრის განვითარებას უშლის ხელს. წარმოდგენილ იქნა მოდელი, რომელიც ითვალისწინებს საერთაშორისო და ადგილობრივ გამოცდილებას ამ პრობლემათა გადაჭრის მიზნით;
- აუცილებელია აღდგენილ იქნას ფასიანი ქაღალდების ბაზრის დამოუკიდებელი რეგულატორი - სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების კომისია, რადგან არსებული სავალალო მდგომარეობა მეტ წილად გამოწვეულია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულატორით - კომერციული ბანკების ინტერესების გამომხატველი საქართველოს ეროვნული ბანკის საქმიანობით;
- კვლევის შედეგად დადგინდა, რომ საზოგადოებაში არის აშკარა დეფიციტი ცოდნის მხრივ თუ რა არის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, სად და როგორ ხდება ამ ინსტრუმენტში ფულის დაბანდება და რა უპირატესობა აქვს ამ ინსტრუმენტს სხვა ინვესტიციასთან შედარებით. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პოპულარიზაციის მიზნით საჭიროა საერთაშორისო გამოცდილების გაზიარება და სახელმძღვანელოს თუ სხვა აპრობირებული მეთოდებითა და ხერხებით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდისა და ინვესტიციებისათვის მისი გამოყენების შესახებ ცოდნის შეტანა მოსახლეობაში.

კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძვლები

სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძველია საბაზრო ეკონომიკის ფუძემდებლური დებულებები, კლასიკური და თანამედროვე ფინანსების თეორიები, ქართველ და უცხოელ მეცნიერ-ეკონომისტთა ნაშრომები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ. სადისერტაციო ნაშრომში განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება მსოფლიო ეკონომიკური აზრის ერთ-ერთ ფუძემდებელს დავიდ რიკარდოს და მის ნაშრომებს ბიუჯეტის დეფიციტის, სახელმწიფო ვალისა და დაფინანსების სისტემების შესახებ. თანამედროვე ეტაპზე, მისი კვლევები, მრავალი ჰიპოთეზა და დასკვნები, რომელთა საერთო მიმდინარეობას რიკარდოს ექვივალენტი ეწოდა (Ricardian Equivalence), არაერთხელ

იქნა განვითარებული და დამტკიცებული შემდეგ ეკონომისტთა ნაშრომებსა და კვლევებში: ჯონ სიტერი (Seater, John J. "Ricardian Equivalence."), რობერტ ბარო (Barro, Robert J. "The Ricardian Approach to Budget Deficits."), ეიზნერ რობერტსი (Eisner, Robert. "Budget Deficits: Rhetoric and Reality), მიხაილ კოქსი (Cox, W. Michael. "The Behavior of Treasury Securities: Monthly, 1942-1984."), ჯეიმს ბუტკიევიჩი (Butkiewicz, James L. "The Market Value of Outstanding Government Debt: Comment.)

კვლევის ნორმატიულ - სამართლებრივ ბაზას წარმოადგენს ოფიციალური დოკუმენტები, საქართველოს საკანონმდებლო და ნორმატიული აქტები, საქართველოს კანონმდებლობა, კანონქვემდებარე აქტები, ბრძანებები.

ამასთანავე, უნდა აღინიშნოს, რომ მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში არ მომხდარა უშუალოდ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონოგრაფიული შესწავლა, როგორც აღინიშნა, ჩვენ ვეყრდნობოდით ქართული სინამდვილის შეფასებისას ქართველი მეცნიერების(ბახტაძე ლ., კასრაძე თ.,კუჭავა თ.,მაღაზონია გ., სვანაძე ვ., ქოქიაური ლ., ლლონტი ი., ხუციშვილი ვ., შონია ი.,ჭანკოტაძე თ., ჯიბუტი ა.,ჯიბუტი მ., ჯიქიძე ლ. და სხვ.) იმ ნაშრომებს, მონოგრაფიებსა და სადისერტაციო კვლევებს რომლებიც ეძღვნება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პრობლემებსა და საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების საკითხებს.

სადისერტაციო ნაშრომში დასახული ამოცანების, ფაქტობრივი მასალის ანალიზის პროცესში, კვლევის ზოგად მეცნიერულ მეთოდებთან(დაკვირვება, შედარება, ანალიზი და სინთეზი) ერთად, გამოყენებულია ემპირიულ მონაცემთა სისტემატიზაცია, მათი ვერბალური განხილვა, მიღებული შედეგების, ზოგად დასკვნებსა და კანონზომიერებებს შორის ურთიერთკავშირის ფორმალურ - ლოგიკური აღწერა, სტატისტიკური კვლევის მეთოდები, კლასიფიკაციის მეთოდი, სტრუქტურული ანალიზის, სისტემური მიდგომის, ანალოგიების, პროგნოზირების, სტატისტიკური მონაცემების მონიტორინგის, შედარებითი ანალიზი, განზოგადებისა და სისტემატიზაციის მეთოდები. ამასთანავე გამოყენებულ იქნას მეცნიერული შემეცნების ზოგადი მეთოდები: დაკვირვება, შედარება, ანალიზი და სინთეზი

ნაშრომის თეორიული ღირებულება

ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში საკმაოდ მწირია ლიტერატურა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ და კიდევ უფრო შეუსწავლელია საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პრობლემები. აქედან გამომდინარე, ნაშრომის მნიშვნელობა იზრდება როგორც თეორიული, პრაქტიკული, ასევე შემეცნებითი კუთხით.

ნაშრომი არის პირველი კვლევა, რომელიც შეავსებს არსებულ თეორიული მასალის დანაკლისს ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში, მასში მოცემული საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სისტემური და კომპლექსური კვლევა. ნაშრომში დეტალურადაა ასახული როგორც ქართული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების წარმოშობისა და განვითარების ყველა ეტაპი, ის იმავდროულად მოიცავს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის წარმოშობისა და განვითარების საერთაშორისო ტენდენციებს, აგრეთვე მსოფლიოში აღიარებული მეცნიერების მოსაზრებებს, ჰიპოთეზებსა და დასკვნებს ამ საკითხის შესახებ.

ნაშრომის პრაქტიკული მნიშვნელობა

კვლევის შედეგების თეორიული და პრაქტიკული რეკომენდაციების გამოყენება შეიძლება საქართველოს როგორც სახელმწიფო პოლიტიკის შემუშავების დროს ზოგადად, ისე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პრაქტიკის სრულყოფისა და ასევე სხვადასხვა დაინტერესებულ პირების, კვლევის ცენტრებისა და ინსტიტუტების მიერ.

კვლევის შედეგები შეიძლება გამოყენებულ იქნას საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს, საქართველოს ეროვნული ბანკისა და საერთოდ, საქართველოს მთავრობის მუშაობაში, მის მიერ ეროვნულ დონეზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პრობლემების გადაწყვეტაში და სრულყოფის საქმეში.

ნაშრომი შეიძლება გამოყენებულ იქნას შესაბამისი ფაკულტეტის ბაკალავრების, მაგისტრებს და დოქტორანტებს სპეციალური სალექციო კურსების სწავლების პროცესში. ნაშრომში მოცემული თეორიული და პრაქტიკული მნიშვნელობის მქონე დასკვნა, წინადადება და რეკომენდაცია გარკვეულ დახმარებას გაუწევს ამ სფეროში ჩართულ მეცნიერებსა და მკვლევარებს. დისერტაციის თეორიული დებულებები

ხელს შეუწყობს საქართველოს უმაღლეს სასწავლებლებში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ სალექციო კურსის (სპეცკურსის) თემატიკის სრულყოფას.

ნაშრომის სტრუქტურა და მოცულობა

სადისერტაციო ნაშრომის მოცულობა შეადგენს 192 (ას ოთხმოცდათორმეტი) გვერდს და შედგება ანოტაციის, შესავლის, ხუთი თავისა, თოთხმეტი ქვეთავის და დასკვნისაგან. სადისერტაციო ნაშრომს თან ერთვის გამოყენებული ლიტერატურის სია და დანართი.

კვლევის დასახულმა მიზანმა, ამოცანებმა, და პრობლემის გადაწყვეტის ლოგიკამ განაპირობა სადისერტაციო ნაშრომის შემდეგი სტრუქტურა:

სარჩევი

ანოტაცია

შესავალი

თავი 1. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი, მისი ფორმირებისა და ფუნქციონირების თეორიულ - მეთოდოლოგიური საფუძვლები

1.4 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი და ფუნქციები

1.5 საერთაშორისო დისკუსიები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე და მათი პრაქტიკული დანიშნულება

1.6 საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი

თავი 2. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები: საერთაშორისო პრაქტიკა

2.3 მსოფლიოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის მოცულობა და სტრუქტურა

2.4 ამერიკის შეერთებული შტატების სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

2.5 გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

თავი 3. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მსოფლიო ფინანსურ კრიზისში და პოსტკრიზისული პერიოდის გამოწვევები

3.4 2007 წლის ფინანსური კრიზისი და ევროზონის ქვეყნების სახელმწიფო და საგარეო ვალის პრობლემა

3.5 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელობა აშშ-ში ეკონომიკური კრიზისის დაძლევაში 2007 – 2010 წწ

3.6 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ადგილი და მნიშვნელობა საერთაშორისო ბაზარზე: ბოლო ტენდენციები და დისკუსიები

თავი 4. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

4.1 საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების სამართლებრივი საფუძვლები

4.2 თანამედროვე ეტაპზე მიმოქცევაში არსებული საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სახეობები

4.2.1 საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზრის ფუნქციონირების ისტორია და გაკვეთილები (1997 – 2014 წწ)

4.2.2 საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების წარმოშობის თავისებურება

4.2.3 საქართველოს ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატი

4.2.4 საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები

თავი 5. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სტრატეგია საქართველოში

5.1 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები მეორად ბაზარზე

5.2 ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზარი საქართველოში

5.3 საქართველოს სახელმწიფოს პოლიტიკა სახელმწიფო ვალისა და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ და განვითარების პერსპექტივები

5.3.1 საქართველოს სახელმწიფოს პოლიტიკა და მიზნები

5.3.2 სახელმწიფო საშინაო ვალის პარამეტრები 2015 წლის მდგომარეობით და ეკონომიკის გრძელვადიანი რესურსით უზრუნველყოფის მექანიზმი

დასკვნები და წინადადებები

გამოყენებული ლიტერატურა

დანართები

დისერტაციის თემასთან დაკავშირებული პუბლიკაციების ნუსხა:

სადოქტორო დისერტაციის ძირითადი დებულებები და დასკვნები ავტორის მიერ წარდგენილ და გამოქვეყნებულ იქნა 10 (ათი) სამეცნიერო ნაშრომში. სადისერტაციო ნაშრომის ძირითადი დებულებები წარდგენილ იქნა საქართველოს საპატრიარქოს წმიდა ანდრია პირველწოდებულის სახელობის ქართულ უნივერსიტეტში ორ ქოლოქვიუმზე (2012 და 2013 წწ), სხვადასხვა საერთაშორისო სამეცნიერო პრაქტიკულ კონფერენციებსა, საერთაშორისო რეცენზირებად და რეფერირებად ჟურნალებში:

- „საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების ისტორია და გაკვეთილები (1997 – 2012წწ)“ - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის საერთაშორისო სამეცნიერო - პრაქტიკული კონფერენცია, ეროვნული ეკონომიკები და გლობალიზაცია ტომი 2, გვ 328 – 334, თბილისი, 27 – 28 ივნისი 2012 წელი;
- „ევროპის ქვეყნებში მიმდინარე ეკონომიკური კრიზისის მიზეზები“ - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის სამეცნიერო შრომების კრებული (აკადემიკოს ა.გუნიას დაბ. 100 წლისთვის, 5, გვ 298 - 305), თბილისი, დეკემბერი, 2012 წელი;
- „ეკონომიკური კრიზისის გავლენა მსოფლიო ეკონომიკაზე“ - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის საერთაშორისო სამეცნიერო - პრაქტიკული კონფერენცია 2013 წლის 28-29 ივნისი, პოსტკომუნისტური ქვეყნების ეკონომიკების აქტუალური პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე (პროფესორ გ.პაპავას დაბ. 90 წლისთვის, 5, გვ 502 - 508);
- „ეკონომიკური კრიზისის გავლენა მსოფლიო ეკონომიკაზე“ - კავკასიის უნივერსიტეტის სამეცნიერო შრომების კრებული, გვ 35 – 45, თბილისი, 2013 წელი;
- საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი: სიტუაციური ანალიზი და პერსპექტივა - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის, საერთაშორისო სამეცნიერო - ანალიტიკური

- ჟურნალი „ეკონომისტი“, 4-ე ნომერი, გვ 81 – 86, თბილისი, აგვისტო - სექტემბერი, 2013 წელი;
- საფონდო ბაზარი საქართველოში: არსებული რეალიები და მომავალი - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის, საერთაშორისო სამეცნიერო - ანალიტიკური ჟურნალი „ეკონომისტი“, 3-ე ნომერი, გვ 83 – 96, თბილისი, მაისი - ივნისი 2014 წელი;
 - აშშ-ს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი: წარსული, აწმყო და მომავალი, როგორც გაკვეთილი საქართველოსთვის - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის საერთაშორისო სამეცნიერო - პრაქტიკული კონფერენცია 2014 წლის 27-28 ივნისი, ეკონომიკისა და ეკონომიკური მეცნიერების განვითარების აქტუალური პრობლემები (ინსტიტუტის დაარსებიდან 70- წლისთავისადმი მოძღვნილი) გვ 502 - 508, თბილისი;
 - „გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის სახელმწიფოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი: გამოცდილება საქართველოსთვის,, თსუ პაატა გუგუშვილის ეკონომიკის ინსტიტუტის სამეცნიერო შრომების კრებული 2014 წელი, (გვ., 385-390) თბილისი, საქართველო;
 - Обзор Мирового Рынка Государственных Ценных Бумаг и их структура., стр 219 – 220 , STATE UNIVERSITY OF MOLDOVA, FACULTY OF ECONOMIC SCIENCES, the 9th International Scientific Conference „Policies and mechanisms of innovation and development of economic, financial and social processes at national and international level”, October 31 – November 01, 2014, Chisinau, Moldova;
 - „საფონდო ბაზარი საქართველოში: არსებული რეალობა და გაურკვეველი მომავალი“ - ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ჟურნალი „თსუ მეცნიერება“, 6 გამოცემა, დეკემბერი 2014 წელი, გვ 38 – 40, თბილისი, საქართველო

თავი 1. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი, მისი ფორმირებისა და ფუნქციონირების თეორიულ - მეთოდოლოგიური საფუძვლები

1.1 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის არსი და ფუნქციები

სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს სახელმწიფოს ეკონომიკური პოლიტიკის ერთ-ერთ მაკროეკონომიკურ პარამეტრს, ობიექტსა და ინსტრუმენტს. სახელმწიფო ვალის არსებობა შესაძლებელია ახდენდეს როგორც დადებით, ასევე უარყოფით გავლენას რეალურ, ფინანსურ და სხვა სექტორებზე. ვალის დადებითი გავლენა ვლინდება ხელისუფლების ფინანსური რესურსებით უზრუნველყოფაში და ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებაში, ხოლო ნეგატიურ შედეგს წარმოადგენს ვალდებულებების მომავალ თაობებზე გადაცემა. ამ მხრივ, სახელმწიფო ვალის მართვა - ეს არის სტრატეგიის შემუშავება და რეალიზაცია, რომელიც მიმართულია დაფინანსების აუცილებელი მოცულობის მოზიდვასა, ვალის სასურველი პარამეტრების მიღწევაზე, როგორცაა რისკი, მომსახურების ღირებულებასა და სხვა მიზნებზე, კერძოდ შიგა ვალის ეფექტიანი ბაზრის შექმნა.

სახელმწიფო ვალი (**Eisner1989: 73**) წარმოადგენს მთავრობის დაუფარავ ვალდებულებას. საზოგადოებისგან სესხის აღების მიზნით სახელმწიფო ახორციელებს სავალო ვალდებულების გამოშვებას. როდესაც სახელმწიფო იღებს სესხს ის ჰპირდება კრედიტორებს ვალის გადახდას და იზიდავს მათ სესხის პირობებით, სადაც აღნიშნულია სესხის ძირითადი თანხა, საპროცენტო განაკვეთი, რაც დაერიცხება ძირითად თანხას და დროის პერიოდი, როდესაც მოხდება პროცენტისა და ძირითადი თანხის გადახდა. ამრიგად, სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ყველა სახელმწიფო სავალო ფასიანი ქაღალდის ჯამურ თანხას, რომელიც ჯერ არ არის გასტუმრებული.

საერთაშორისო ბიზნესის ტერმინოლოგიის ლექსიკონის თანახმად (**Dictionary of Business Terms 1994: 259**) აშშ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ესაა „აშშ-ს მთავრობის მიერ გამოცემული ფასიანი ქაღალდები - სახაზინო ვალდებულება, ობლიგაცია,

თამასუქი და საშემნახველო ობლიგაცია. სახელმწიფო წარმოადგენს უმაღლესი საკრედიტო სანდოობის ინსტიტუტს ყველა სახის სავალო ინსტრუმენტებს შორის, რადგან ისინი არიან დაცული და გარანტირებული აშშ-ს მთავრობის მიმართ არსებული სრული ნდობით და სანდოობით“. ასეთი სახის ფასიან ქაღალდზე დაფიქსირებულ საპროცენტო განაკვეთს „ურისკო საპროცენტო განაკვეთი“ ეწოდება (**Dictionary of Business Terms 1994: 531**).

სახელმწიფო ახორციელებს რამოდენიმე სახის სავალო ფასიანი ქაღალდის გამოშვებას (ემისიას), რომელიც შეიძლება კლასიფიცირებულ იქნას სხვადასხვა კატეგორიით (**Cox 1985: 227**).

ერთ კატეგორიაში შეიძლება გაერთიანდეს ერთი მსგავსი ტიპის გამომშვები სახელმწიფო ორგანო - ცენტრალური მთავრობა, ადგილობრივი თვითმმართველობა თუ ცალკეული სამინისტრო. დასაშვებია ამ კატეგორიების ქვეკატეგორიებად დაყოფა - მაგალითად ადგილობრივი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი შეიძლება იყოს რაიონის, დაბის თუ ქალაქის მიერ გამოშვებული სავალო ფასიანი ქაღალდი.

მეორე მიდგომაა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გრადაცია მათი დაფარვის ვადის მიხედვით. როდესაც ვსაუბრობთ ათ წლიან ან ოცდაათ წლიან სახელმწიფო ობლიგაციაზე, ეს ნიშნავს, რომ განხილვის საგანია დროითი მონაკვეთი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამოშვებიდან დაფარვამდე.

საერთაშორისო პრაქტიკაში არსებობს უფრო მიღებული და გავრცელებული დაყოფა. მაგალითად, აშშ ფედერალური მთავრობის ვალი დაყოფილია სამ ფართოდ გავრცელებულ კატეგორიაში მათი დაფარვის ვადის მიხედვით (**Cox 1985: 227**):

- სახაზინო ვალდებულება ერთ წლამდე ვადის მქონე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდია (შეიძლება იყოს სამთვიანი, ექვსთვიანი, ერთწლიანი და სხვა);
- სახაზინო თამასუქის ვადა მერყეობს ერთი წლიდან ათ წლამდე პერიოდის მონაკვეთში;
- სახაზინო ობლიგაციის საწყისი ვადა არ უნდა იყოს ათ წელზე ნაკლები.

სახელმწიფოსა და ადგილობრივი მთავრობების მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების მიღებული და ფართოდ გავრცელებული სახელწოდებაა ობლიგაცია, რაც არ არის უშუალო კავშირში მათ ვადიანობასთან.

უვადო ობლიგაციის სახელწოდებაა პერპეტუიტი (perpetuity). ასეთ შემთხვევაში ობლიგაციას არ გააჩნია დაფარვის ვადა, ანუ მას ყოველთვის ერიცხება საპროცენტო სარგებელი, თუმცა არ არსებობს მისი ძირითადი თანხა, რომელიც უნდა დაიფაროს. ასეთი სახის უვადო ობლიგაციებს ერთ დროს უშვებდა დიდი ბრიტანეთის მთავრობა და მათი სახელწოდებაა კონსოლი (consols).

კლასიფიკაციის მესამე მიდგომა ახარისხებს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს წყაროს მიხედვით, რომელიც პასუხისმგებელია მათ დაფარვაზე.

- საერთაშორისო პრაქტიკაში გვხვდება "საზოგადო ვალდებულების ობლიგაცია" (General obligation bonds), რომელიც გადაიხდება საზოგადოების დაბეგვრიდან მიღებული შემოსავლით;
- საშემოსავლო ობლიგაციების (revenue bonds) გადახდის წყაროა ის გადასახადი, რომელიც ამოღებულ იქნება სპეციფიკური კატეგორიის მომხმარებლისგან, მაგალითად ხიდის ან გვირაბის მშენებლობის გადასახადი გამვლელ ავტოტრანსპორტზე. ეს მიდგომა გამოიყენება მხოლოდ სახელმწიფო და ადგილობრივი სავალ ფასიანი ქაღალდების გრადაციის დროს.

ფასიანი ქაღალდი, როგორც ბაზრის ობიექტი, ასრულებს რიგ ფუნქციებს საბაზრო ეკონომიკის პირობებში (Ross 2002: 201): მისი მეშვეობით შესაძლებელია როგორც მოსახლეობაში არსებული ფულადი დანაზოგების აკუმულირება, ასევე ორგანიზაციების დროებით თავისუფალ ფულადი სახსრების მობილიზება ბიუჯეტის ხარჯების დასაფინანსებლად; ამ ინსტრუმენტით ხორციელდება ფულადი მიმოქცევის რეგულირება; ის არის ინვესტიციების წყარო, როგორც ახალი საწარმოების შექმნისთვის, აგრეთვე უკვე არსებულის განვითარებისათვის; ის გამოიყენება როგორც ინსტრუმენტი საკრედიტო-საანგარიშსწორებო ოპერაციების შესრულებისას. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი გარდა აღნიშნულისა ასრულებს სხვა ფუნქციებსაც: სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით ხორციელდება ფულადი საშუალებების ეკონომიკის სფეროებსა და დარგებს, ტერიტორიებსა და ქვეყნებს შორის, მოსახლეობის ჯგუფებსა და ფენებს, მოსახლეობასა და სახელმწიფოს შორის გადანაწილება; სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამოშვებით სახელმწიფო იღებს და ქმნის სახელმწიფო ვალს.

ისტორიულად სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია დაკავშირებულია სახელმწიფოების მიერ საომარი მოქმედებების დაფინანსების მიზნებთან. ამიტომ ასეთ ფასიან ქაღალდებს ე.წ „ომის“ ობლიგაციებს უწოდებდნენ. საწყის ეტაპზე ევროპის მრავალი სახელმწიფო უვადო ობლიგაციებსაც კი უშვებდა ე.წ „კონსოლებს“ და „პერპეტუალ ბონდებს“ (**Austin 2008: crs 2 and crs 3**); (**Garbade 2008: 32**).

საფინანსო ლიტერატურაში მიჩნეულია, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ურისკო ტიპის ინსტრუმენტია (**Van Horne...2005: 263**), თუმცა როგორც 2007 – 2010 წწ მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა ცხადყო, ეს მოსაზრება შორს არის ჭეშმარიტებისგან, რადგან არაერთი სახელმწიფო უუნარო აღმოჩნდა მის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების მომსახურებისათვის. ეს მოვლენა დეფოლტით (ანუ გაკოტრება და გადახდისუუნარობა) არის ცნობილი. გარდა აღნიშნულისა ამ ინსტრუმენტს სხვა რისკებიც ახლავს - ამა თუ იმ ქვეყნის ეროვნული ვალუტის გაუფასურება, ლიკვიდობის დაბალი დონე და ინფლაციის რისკი.

1.2 საერთაშორისო დისკუსიები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე და მათი პრაქტიკული დანიშნულება

მსოფლიო საზოგადოებაში სახელმწიფო ვალის სიდიდე განსაკუთრებული ინტერესის საგანია. ერთობლივი სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს ყველა სახის სახელმწიფო ორგანოთა მიერ ინდივიდუალურად გამოშვებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ჯამს. აღნიშნული მაჩვენებელი ხშირად ქვეყნდება მასობრივი ინფორმაციის საშუალებებით, იხილება სხვადასხვა სატელევიზიო თუ პოლიტიკური დებატის დროს, თუმცა უბრალოდ ჯამური ციფრი არ არის მრავლისმეტყველი, თუ ის არ არის დაზუსტებული.

დაზუსტებაში პირველ რიგში იგულისხმება ინფლაცია. ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება ეს არის ის თანხა, რომელიც გადაიხდება ობლიგაციის დაფარვისას. ეს თანხა თავიდანვე ცნობილია ობლიგაციის მყიდველისათვის. თუმცა, ობლიგაციის რეალური ღირებულება წარმოადგენს იმ საქონლისა და მომსახურების ერთეულთა ჯამს, რისი შეძენა ამ ობლიგაციით არის შესაძლებელი კონკრეტულ პერიოდში. ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება არის უცვლელი და ის არ იცვლება ინფლაციის მაჩვენებლის ცვლილების კვალდაკვალ, თუმცა მისი ყოველდღიური რეალური ღირებულება იცვლება.

ამრიგად, საზოგადოების წევრი, რომელიც ფლობს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდს დაინტერესებულია მისი რეალური და არა ნომინალური მსყიდველობითი უნარით.

მეორე მნიშვნელოვანი დაზუსტება შეეხება საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას. მიმოქცევაში მყოფი სავალო ობლიგაციის ფასი იცვლება ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების კვალდაკვალ. ობლიგაციის საბაზრო ფასი მყისიერად რეაგირებს საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებაზე და ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება საკმაოდ განსხვავდება ობლიგაციის საბაზრო ფასისგან (**Butkiewicz 1983: 373**). ამის საილუსტრაციოდ წარმოვიდგინოთ რომ მოქალაქეს შეძენილი აქვს 5,000 ლარის ერთწლიანი სახაზინო ობლიგაცია (ანუ მან ასესხა სახელმწიფოს 5,000 ლარი).

ობლიგაციას ერიცხება 10 პროცენტი წლიური სარგებელი, რაც გამოიხატება პროცენტის სახით ყოველი წლის ბოლოს 500 ლარის სარგებლის მიღებაში. შეძენიდან

რამოდენიმე დღეში საქართველოს ეროვნული ბანკი იღებს ისეთ გადაწყვეტილებას, რომელიც იწვევს შემდგომში გამოსაშვები თქვენი ობლიგაციის მსგავსი ახალი ობლიგაციის სარგებლის დაწევას 9 პროცენტ წლიურ განაკვეთამდე. ანუ თქვენი ობლიგაცია სარგებლობს მეტი პრივილეგიით, რადგან მას კვლავ მოაქვს თქვენთვის 10 პროცენტი წლიური სარგებელი, ნაცვლად ახალი გამოსაშვები 9 პროცენტის სარგებლის ობლიგაციებისგან. ეს კი გვამღებს ლოგიკურ და რაციონალურ შესაძლებლობას გავყიდოთ ჩვენს ხელთ არსებული ობლიგაცია 5,000 ლარზე მეტ ფასში. ამის მიზეზია საპროცენტო სარგებელი, რადგან ახალი ობლიგაცია მხოლოდ 450 ლარის წლიურ სარგებლის მომტანია, ნაცვლად ჩვენს ხელთ არსებული 500 ლარი შემოსავლის მომტანი აქტივისაგან.

ამ მხრივ ადრე გამოშვებული ობლიგაციების გადაფასება ბაზარზე არსებულ რეალიების გათვალისწინებით იწვევს ამ სავალ ინსტრუმენტის ფასის აწევას ან დაწევას, კონკრეტული ფინანსური მდგომარეობიდან გამომდინარე. თუ საპროცენტო განაკვეთი ობლიგაციაზე ეცემა, ეს ნიშნავს, რომ არსებული (წინა გამოშვების) მაღალი საპროცენტო შემოსავლის მომტანი ობლიგაციის ფასი მატულობს, ხოლო თუ პირიქით ხდება, მაშინ ადრე გამოშვებული ობლიგაციების ფასი ეცემა. ამ მხრივ სხვაობა საბაზრო და ნომინალურ ღირებულებას შორის გამოისახება საპროცენტო განაკვეთის სიდიდეში. სამწუხაროდ, სახელმწიფოთა უმრავლესობის მიერ გამოშვებული ფასიან ქაღალდებზე სრული ინფორმაცია არ არის დროულად ხელმისაწვდომი ინვესტორთა ფართო ფენისათვის, რადგან როგორც საერთაშორისო პრაქტიკა აჩვენებს, სახელმწიფოთა უმრავლესობა არ ახდენს ამ ინფორმაციის განსაჯაროებას და ეს ინფორმაცია არ აისახება ადეკვატურად ფინანსურ და ეკონომიკურ ლიტერატურაში (გაზეთები, ჟურნალები) (Butkiewicz 1983: 373).

სახელმწიფო ვალის სიდიდეზე უფრო მნიშვნელოვანია ის გავლენა, რასაც სახელმწიფო ვალი ახდენს ამა თუ იმ ქვეყნის ეკონომიკაზე. ეკონომისტებს შორის არ არის კონსენსუსი ამის თაობაზე. როდესაც სახელმწიფო სესხულობს ფულს, ის გვპირდება რომ გადაიხდის. ამ გადახდის (გადახდების) უზრუნველსაყოფად სახელმწიფო ზრდის გადასახადს (თუ ამის საჭიროება აქვს), რათა გადაიხადოს ეს ვალი სხვა მრავალ მიმდინარე გადასახდელთან ერთად. ამ მხრივ ეკონომიკური შედეგი მეტ წილად განპირობებულია თუ როგორ აღიქვამს გადასახადის

გადამხდელი ამ სამომავლო გადასახადს. ამის აღქმის გაზომვა ერთობ რთულია და ვერც ეკონომისტები და ვერც სხვა პროფესიის მიმდევარი ვერ შექმნის ზუსტ და რეალურ გადასახადის აღქმის ფორმულას.

ამ მოვლენის შესაფასებლად, განვიხილოთ ვირტუალური მაგალითი. ვთქვათ სახელმწიფო ყოველწლიურად შეიძენს 100 მლრდ. ლარის საქონელსა და მომსახურებას. გადახდას კი აწარმოებს გადასახადის აკრეფის გზით, რომელსაც იხდის საქართველოს ტერიტორიაზე არსებული შინამეურნეობები. მიღებული თანხით სახელმწიფო იძენს საქონელსა და მომსახურებას. ტოლობა სახეზეა - შემოსავალი უტოლდება ხარჯებს და სახელმწიფო ბიუჯეტი დაბალანსებულია. ეხლა წარმოვიდგინოთ, რომ სახელმწიფომ გადაწყვიტა შეცვალოს არსებული დანახარჯების დაფინანსების მეთოდი, თუმცა უცვლელი დატოვა ხარჯის ჯამური ოდენობა.

დავუშვათ, რომ პირველ წელს სახელმწიფო ამცირებს გადასახადს 10 მლრდ. ლარის ოდენობით და შემცირებულ საშემოსავლო ნაწილს ავსებს 10 მლრდ. ლარის სახელმწიფო ობლიგაციების ემისიის განთავსებით, რომლის საპროცენტო განაკვეთი 10 პროცენტის ტოლფასია, ხოლო ვადიანობა 1 წელს უტოლდება.

მომდევნო წელს აღნიშნული ობლიგაცია იფარება და სახელმწიფო ვალდებულია გადაიხადოს 10 მლრდ. ლარის ძირი თანხა, რასაც ემატება 1 მლრდ. ლარის საპროცენტო თანხა. პირველი წლის გადასახადი ჩვეულებრივ დონეზე 10 მლრდ. ლარით ნაკლებია, თუმცა მეორე წელს გადასახადი 11 მლრდ. ლარით მეტია. ამ მხრივ მთავარი საკითხია თუ რა გავლენას ახდენს გადასახადის ეს დროებითი გადაადგილება მოსახლეობაზე. პირველ წელს მოსახლეობა უფრო მდიდარია, რადგან მას ნაკლები გადასახადის გადახდა უწევს. თუმცა მეორე წელს მოსახლეობას უწევს 11 მლრდ. ლარით გაზრდილი გადასახადის გასტუმრება, რაც მოსახლეობის მიერ შეძენილი და პროცენტით უკან მიღებული თანხის ტოლფასია. ანუ სახელმწიფო ღებულობს თანხას სესხის სახით, რომლის გასასტუმრებლად ზრდის გადასახადის. ეს მიდგომა სამართლიანია ნებისმიერი ვადიანობის მქონე ობლიგაციის შემთხვევაში, იქნება ის 1 წლიანი, 10 წლიანი თუ უვადო პერპეტუიტი.

ამრიგად, გადაწყვეტი ფაქტორია დრო და მოსახლეობის გათვითცნობიერებულობის დონე ამ საკითხში: თუ რამდენად შეუძლია

განსაზღვროს ის შედეგები, რასაც ობლიგაციური სესხით ეკონომიკის დაფინანსება იწვევს.

თუ საზოგადოების ყოველი წევრი გააცნობიერებს, რომ სამომავლო გადასახადი გააქარწყლებს მისაღებ სესხის ძირითად თანხას და მასზე დარიცხულ პროცენტს, ამ შემთხვევაში ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთი გაუტოლდება გადასახადის განაკვეთის სიდიდეს. ასეთ ვითარებაში სახელმწიფო ვალს არანაირი გავლენა აღარ ექნება. ეს ჰიპოთეზა ცნობილია, როგორც რიკადოს ექვივალენტი (ტოლობა) (Ricardian equivalence) (Seater 1993: 142), რომლის ავტორია ცნობილი ეკონომისტი დავით რიკარდო (David Ricardo). რიკარდომ პირველმა განიხილა ეს საკითხი (Ricardo 1820:).

თუ საზოგადოება არ ითვალისწინებს ყველა მომავალ გადასახადს, რაც გამომდინარებს სახელმწიფო ვალიდან, მაშინ ისინი თავს უფრო მდიდრულად გრძნობენ, როდესაც ვალი გამოიცემა და გაღარიბებულად გრძნობენ თავს მომავალში, როდესაც მოულოდნელად, მათ უნდა გადაიხადონ გაზრდილი გადასახადები, რათა დაფინანსდეს სახელმწიფო ობლიგაციების ძირითადი თანხა და დარიცხული პროცენტი (Seater 1993: 142).

ამ მხრივ უმთავრესია მოსახლეობის მოლოდინი. სამწუხაროდ, როგორც ამას საერთაშორისო დისკუსიაც მოწმობს, არ არსებობს სარწმუნო გზა, რომელიც დაადგენს ხალხის მოლოდინს მომავალ გადასახადებზე. ამრიგად, რიგმა საერთაშორისო მკვლევარმა გამოიყენა სხვა მეთოდი სახელმწიფო ვალის ეკონომიკაზე გავლენის გასარკვევად.

ამ საკითხის კვლევა მიმდინარეობს მეოცე საუკუნის ორმოცდაათიან წლებიდან, თუმცა კონსენსუსი ეკონომისტებს შორის მიღწეული დღემდე არ არის. პრინციპში შესაძლებელია ვალის გავლენის გაზომვა ეკონომიკურ აქტიობაზე, თუმცა ამ დამოკიდებულების პრაქტიკაში ასახვა საკმაოდ რთულია. საერთო შეხედულებით, ეკონომისტები ემხრობიან დავით რიკარდოს ტოლობას. თუ სახელმწიფო ვალი ექვივალენტურია გადასახადის ოდენობასთან, ამ შემთხვევაში ე.წ. „დეფიციტის პრობლემის“ განხილვა საზოგადოების მხრიდან უმრავლეს შემთხვევაში აზრს მოკლებულია.

სრული ექვივალენტურობის ცნების ქვეშ იგულისხმება, რომ სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი მხოლოდ გადასახადის ოდენობას ცვლის იმ დროს და იმ ოდენობით, რომ საზოგადოების თითოეულ წევრს აქვს შესაძლებლობა განვჭრიტოს ეს მოვლენა და მოახდინოს პოზიციების კომპენსირება. თუ ადგილი აქვს ამ მოვლენას, არანაირ მნიშვნელოვან ეკონომიკურ ცვლილებებს და შედეგს ადგილი არ ექნება (Seater 1993: 142). არასრული ექვივალენტურობის პირობებში (Barro 1989: 37) დეფიციტს აქვს ეკონომიკაზე გავლენა, თუმცა ამის შედეგის განჭვრეტა რთულია.

Butkiewicz, James L, Seater, John J. და Barro, Robert J. კვლევათა თანახმად მოსახლეობა არ აღიარებს გადაწყვეტილების მიღებისას ახალი გადასახადის შემოღებას თუ არსებულის ზრდას, მიუხედავად რეალობაში არსებული მიმდინარე დეფიციტისა. ასეთ სიტუაციაში, თუ საწყის ეტაპზე მოხდება გადასახადის თანხის ნაწილობრივ ჩანაცვლება სახელმწიფო სესხით, ეს შექმნის საზოგადოებაში განცდას, რომ მიმდინარე ცხოვრება გაუმჯობესდა და მოსახლეობის შემოსავალმა იმატა. ამ ჰიპოთეზას თან მოსდევს რაციონალური გადაწყვეტილება - საზოგადოების წევრები იწყებენ მეტი თანხის ხარჯვას. თუმცა, საბოლოო შედეგი იქნება ის, რომ სახელმწიფო გადასახადი უნდა იყოს აკრეფილი იმ ოდენობის, რომ სახელმწიფომ სრულად გაისტუმროს არსებული დავალიანება, მასზე დარიცხული საპროცენტო სარგებლით. აქ ადგილი ექნება მოულოდნელობის ეფექტს: რადგან გადასახადის ზრდას საზოგადოება არ ელოდა, თითოეულ წევრს მოუწევს ხარჯების შემცირება იმისდამიუხედავად თუ როდის ხდება გადასახადის გადახდა.

დასკვნა, რომელიც შეიძლება გამოვიტანოთ ზემოთმოყვანილი ფაქტორების გათვალისწინებით არის შემდეგი:

სახელმწიფო ბიუჯეტის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით შევსება მოქმედებს სამეურნეო სუბიექტებზე არა მხოლოდ ემისიის დროს, არამედ მის შემდგომ პერიოდშიც. ეს კი მოლოდინის შედეგია. ამასთანავე, საკმაოდ რთულია ამ მოვლენის ზომისა და ვადის პროგნოზირება.

ამ დასკვნის საფუძველზე შეიძლება შემდეგი რეკომენდაციების შემუშავება: საჭიროა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მიზანმიმართული ემისია როგორც სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის, ასევე პროფიციტის პირობებში, რომ მოხდეს ეკონომიკის მოკლევადიანი და გრძელვადიანი სტაბილური ზრდის უზრუნველყოფა.

თუ ადგილი აქვს რიკარდოსეულ სრულ ექვივალენტურ ტოლობას, ანუ დეფიციტი და გადასახადის ოდენობა ერთმანეთის ტოლია, რაიმე ჰიპოთეზას აზრი არა აქვს, რადგან ეს სიტუაცია გამორიცხავს თავისივე შინაარსით გრძელვადიანი და გავლენის მომხდენი სახელმწიფო ვალის საჭიროებას.

ზემოთ აღნიშნული რიკარდოსეული არასრული ექვივალენტურობის (Seater 1993: 142) მდგომარეობა პირდაპირ და მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს ეკონომიკურ პროცესებზე და ადამიანების ცხოვრების დონეზე. მთავარი შედეგი ამ დისპროპორციის არის სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი. განხილული თეორიული ასპექტი და პრაქტიკული სცენარი გვამღვებს საშუალებას, რომ გამოვიტანოთ შემდეგი დასკვნა:

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და ამ გზით სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის შევსება არის საჭირო მაშინ, როდესაც ეკონომიკაში ადგილი აქვს ეკონომიკურ ვარდნას და ეკონომიკურ კრიზისს. აღნიშნული მოსაზრება ემყარება იმ აზრს, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიით მიღებული რესურსი გადაფარავს ეკონომიკური დაცემის პერიოდში შემცირებულ გადასახადს და, ამასთანავე, შესაძლოა გადასახადს განაკვეთის შემცირება, რაც შეამსუბუქებს მოსახლეობის ფართო ფენის ეკონომიკურ მდგომარეობას.

ამ მიდგომას აქვე მეორე დამატებითი პოზიტიური მხარე - ის შექმნის სიტუაციას, როდესაც საზოგადოების ფართო ფენა თავს უფრო მდიდრულად იგრძნობს და დაიწყებს მეტ ხარჯვას. ეკონომიკაში ხარჯების ზრდის მიზანი კი ეკონომიკური აქტიობის ზრდა, ბიზნესის გამოცოცხლება და ეკონომიკური კრიზისიდან გამოსვლაა. ამ ვითარებას თან სდევს პრობლემები, რასაც შეიძლება „გვერდითი შედეგი“ ვუწოდოთ. ერთ ერთი პრობლემა მდგომარეობს იმაში, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის დროს საზოგადოება და მისი თვითოეული წევრი ვერ აღიქვამს სამომავლო გადასახადის ზრდას, რომელიც მოხმარდება მიმდინარე ემისიის დაფარვას (Barro 1989: 37).

შესაბამისად, გადასახადების შემცირებისა და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიით სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის შევსების დროს საზოგადოება გრძნობს (და რეალობაში ცდება ამ გრძნობაში), რომ გახდა უფრო შეძლებული.

შემოთავაზებულ ჰიპოთეზას, ემატება ახალი ლოგიკური ჯაჭვი: სახელმწიფო ვალი, დეფიციტი, ეკონომიკის კრიზისიდან გამოყვანა - ეს არის მაკროეკონომიკური და პოლიტიკური საკითხები.

შესაბამისად, ამ საკითხებზე ზეგავლენა და საზოგადოების შეცდომაში შეყვანა (დღევანდელი ყოფითი მდგომარეობის გამოსწორება და მომავალში ამის სანაცვლოდ გაზრდილი გადასახადის გადახდა) ხშირად ხდება პოლიტიკური სპეკულაციებისა და პოლიტიკურ მიმდინარეობათა ცვლილებათა საფუძველი. მსოფლიოში ამის თვალსაჩინო მაგალითია აშშ-ს პრეზიდენტის რონალდ რეიგანის მიერ წარმოებული ეკონომიკური პოლიტიკა, რომლის დროს აშშ-ს სახელმწიფო ვალი მკვეთრად გაიზარდა, თუმცა 1980 – 1988 წწ მოსახლეობამ იგრძნო მეტი ფუფუნება და ნაკლები გადასახადი (სახელმწიფო ვალი გრძელვადიანი იყო). ანალოგიურ მოვლენას ადგილი ჰქონდა 2007 – 2012 წწ, როდესაც აშშ-ს სახელმწიფო ვალი ყოველწლიურად საშუალოდ 1 ტრილიონი აშშ დოლარით იზრდებოდა და ჯამში 16,7 ტრილიონ აშშ დოლარს მიაღწია (US TREASURY DATA <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center>).

სახელმწიფო ვალის ზრდამ და გადასახადის შემცირებამ გამოიყვანა აშშ-ს ეკონომიკა კრიზისიდან, მაგრამ უახლოეს მომავალში აშშ-ს მოსახლეობას მოუწევს ამ პროცესის უარყოფით მხარესთან გაცნობა - ეკონომიკური აღმავლობის კვალდაკვალ გაიზრდება გადასახადები რაც იქნება მოულოდნელი შედეგის მქონე მოვლენა (რიკარდოსეული არასრული ექვივალენტურობა), რომელიც შეამცირებს საზოგადოების კეთილდღეობას.

ამრიგად, არასრული ექვივალენტურობა იწვევს დაუფარავი სესხის სტრუქტურის შემადგენლობისა და საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას ერთიდაიმავე მიმართულებით. მაგალითად, რეცესიის დროს ეკონომიკაში ადგილი აქვს საპროცენტო განაკვეთის ზრდას. ეს კი ამცირებს ინვესტიციებს და ეკონომიკურ ზრდას. ამის შედეგი კი წარმოების საერთო დონის შემცირებაა. ასეთ ვითარებაში სახელმწიფო ობლიგაციების და სახელმწიფოს პოლიტიკა უნდა იყოს ამ მიმართულების საწინააღმდეგო ნაბიჯების ერთობლიობა - მოხდეს საპროცენტო განაკვეთის შემცირება, გაიზარდოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და სახელმწიფო ინვესტიციების განხორციელებით ეკონომიკაში შეიცვალოს

ეკონომიკური რეცესიის ტენდენცია ეკონომიკური ზრდის მიმართულებით. ანუ დეფიციტის გამოყენებით ხორციელდება ეკონომიკის სტიმულირება არსებულ კრიზისულ რეალობაში, რათა გაუმჯობესდეს წარმოების მაჩვენებლები და შეწყდეს დაცემა, თუმცა ამის ფასის გადახდა ხორციელდება აღმავლობის პერიოდში გაზრდილი გადასახადის სახით.

1.3 საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი

საქართველოში გამოშვებული სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდები არ გამოირჩევა მრავალფეროვნებით. სააქართველოს დამოუკიდებლობის მოპოვებისას და გარდამავალ პერიოდში მოსახლეობას გააჩნდა რიგი სახის სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდი, რომელიც საქართველოს კანონით „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ აღიარებულ იქნა სახელმწიფო საშინაო ვალში (კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ, მუხლი 48.). ამ მხრივ სახელმწიფო ვალს მიეკუთვნა შემდეგი ფასიანი ქაღალდი და დავალიანება:ა) მოსახლეობის მიერ ყოფილ სახელმწიფო კომერციულ ბანკებში შეტანილი ანაბრების ინდექსაციით წარმოქმნილი დავალიანება;ბ) ყოფილი სსრ კავშირის საგარეო-ეკონომიკური საქმიანობის ბანკის მიერ ბლოკირებული, ამავე ბანკის თბილისის განყოფილების ანგარიშზე რიცხული, საქართველოს ფიზიკური და იურიდიული პირების კუთვნილი სახსრების აუნაზღაურებლობით წარმოქმნილი დავალიანება;გ) რუსეთის ფედერაციის ცენტრალური ბანკის მიერ ამ ბანკის საკორესპონდენტო ანგარიშებზე რიცხული, საქართველოს იურიდიული პირების კუთვნილი სახსრების სახელმწიფო საგარეო ვალის ანგარიშში ჩამოწერის შედეგად წარმოქმნილი დავალიანება;დ) თურქმენეთიდან 1995 წლის ჩათვლით მოწოდებული ბუნებრივი აირის საფასურის გადახდის სანაცვლოდ საქართველოს მთავრობის დავალებით ქვეყნის საწარმოებისა და ორგანიზაციების მიერ გადატვირთული პროდუქციის ანაზღაურებაში არსებული დავალიანება;ე) საქართველოს რესპუბლიკის 1992 წლის შინაგანი მომგებიანი სესხის ობლიგაციების გამოშვებით წარმოქმნილი ვალდებულება;ვ) ყოფილი სსრ კავშირის 1990 წლის სახელმწიფო უპროცენტო მიზნობრივი ობლიგაციების დაფარვის ვალდებულება;ზ) კოოპერატიულ ბინათმშენებლობასთან დაკავშირებით სახელმწიფოს მიერ აღებული ვალდებულება;თ) მუნიციპალურ საწარმო „თბილტრანსში“ ხელშეკრულებით მომუშავე მძღოლების ბინებით დაუკმაყოფილებლობით წარმოქმნილი დავალიანება;ი) მოსახლეობის მიერ სახელმწიფო ლატარიაში მოგებული ნივთების გაუნაღდებლობით წარმოქმნილი დავალიანება;კ) ყოფილი სსრ კავშირის „ინდუსტრიაბანკის“ მიერ ბლოკირებული, ამავე ბანკის ბათუმის განყოფილების ანგარიშზე რიცხული, საქართველოს იურიდიული პირების კუთვნილი სავალუტო სახსრების აუნაზღაურებლობით

წარმოქმნილი დავალიანება. აღნიშნული დავალიანების გასტუმრება რეგულირდება ამავ კანონით (კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ, მუხლი 48. კარი 1, 2, 3 და 4). ყურადსაღებია ამ კანონის მუხლი 48¹, რომელიც საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი არსებული დავალიანებას ეხება. შეიძლება ითქვას, რომ ეს დავალიანება საფუძვლად დაედო ქართულ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის - სახაზინო ობლიგაციის წარმოშობას (კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ, მუხლი 48¹): საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი არსებული საქართველოს მთავრობის დავალიანება (მიღებული კრედიტები და გადაფორმებული სავალო ვალდებულებები), რომელიც წარმოადგენს სახელმწიფო საშინაო ვალს, დაფარულ იქნეს 2030 წლის 16 მარტამდე საქართველოს მთავრობასა და საქართველოს ეროვნულ ბანკს შორის გაფორმებული შეთანხმების საფუძველზე ისე, რომ ყოველწლიურად მოხდეს დავალიანების ერთი ნაწილის გადაფორმება ეროვნული ბანკისათვის განკუთვნილ ერთწლიან ყოველწლიურად განახლებად სახელმწიფო სავალო ვალდებულებად – სახელმწიფო ობლიგაციად, ხოლო მეორე ნაწილისა – სხვადასხვა ვადის სახელმწიფო ობლიგაციებად ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის, რომელთა დაფარვაც განხორციელდეს შესაბამისი წლების სახელმწიფო ბიუჯეტებიდან (საქართველოს 2006 წლის 11 მაისის კანონი №3012 - სსმ I, №13, 13.05.2006 წ., მუხ.88). საქართველოს სახაზინო ობლიგაციის წარმოშობისა და განვითარების ტენდენციები ფართოდ გვაქვს წარმოდგენილი მომდევნო 4.2 - ქვეთავში. თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს ერთ-ერთ ძირითად გრძელვადიან პრიორიტეტს წარმოადგენს საბაზრო ეკონომიკაზე დაფუძნებული ეკონომიკური ზრდის მდგრადი და ზრდადი ტემპების მიღწევა, სადაც მნიშვნელოვან როლი მიეკუთვნება სახელმწიფო ვალის რეგულირებას. საშინაო ვალი მთლიანი სახელმწიფო ვალის ნაწილია. სახელმწიფო თავიანთი ფუნქციების შესრულების პროცესში ხშირად აღმოჩნდება ხოლმე ისეთ სიტუაციაში, როდესაც საკუთარი ფინანსური სახსრები საკმარისი არ არის დასახული მიზნების და ამოცანების განსხორციელებლად. ასეთ პირობებში, სახელმწიფო ხარჯებისა და ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად იქმნება შიდა და უცხოური სესხების მოზიდვის აუცილებლობა, რაც იწვევს სახელმწიფო ვალის წარმოშობას და ზრდას. სახელმწიფო ვალის სწრაფი ზრდა, თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის პირობებში,

მსოფლიოს ბევრ ქვეყანაში მთავარ პრობლემად იქცა, რაზეც მოწმობს ჩვენს მიერ აღწერილი გლობალური სიტუაცია და აშშ-ს, გერმანიისა და ევროკავშირის მდგომარეობა. დღეს სახელმწიფო ვალი პრაქტიკულად ყველა ქვეყანაში მატულობს, რის მიზეზადაც ბიუჯეტის დეფიციტის და საგადასახდლო ბალანსის უარყოფითი სალდოს ზრდა ითვლება. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები შეუცვლელი ინსტრუმენტია ნებისმიერი ქვეყნის ფინანსური ბაზრის განვითარების საქმეში. სახელმწიფოს მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების დროს, სხვა მიზანთა შორის გამოირჩევა ქვეყანაში ფულის მასის რეგულირება, ანტიინფლაციური ღონისძიებების გატარება, ეროვნული ვალუტაზე მოთხოვნის სტიმულირება და მისი გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ხელშეწყობა (საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>). სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ხელს უწყობს საბანკო სექტორს და კერძო ინვესტორებს დააბანდონ თავიანთი თავისუფალი სახსრები მაქსიმალურად უსაფრთხოდ და ლიკვიდურად. აუქციონები ტარდება ბლუმბერგის ელექტრონული სავაჭრო სისტემის გამოყენებით. მათი შედეგა შეუძლია ნებისმიერ ფიზიკურ თუ იურიდიულ პირს - აუქციონში მონაწილეობის მიღება შესაძლებელია საქართველოში მოქმედი კომერციული ბანკების მეშვეობით (საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>).

საქართველოს სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდი არის ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც გამოშვებულია თანხების მოზიდვის მიზნით სახელმწიფოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ან რომელიმე სხვა სახელმწიფო ორგანოს მიერ, მოკლევადიანი, საშუალოვადიანი ან გრძელვადიანი, პროცენტის ან უპროცენტო სახით, გამოსახული ეროვნული ან კონვერტირებადი ვალუტით.

თავი 2. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები: საერთაშორისო პრაქტიკა

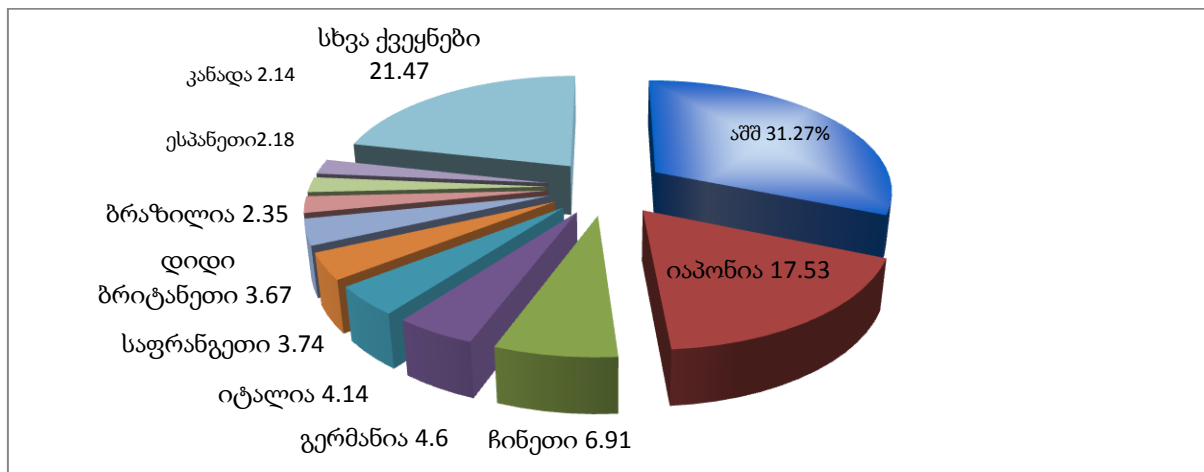
2.1 მსოფლიოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის მოცულობა და სტრუქტურა

მსოფლიოში არსებული ქვეყნების სახელმწიფო ვალის ჯამმა 2013 წლის მდგომარეობით 56,308 ტრილიონ აშშ დოლარი შეადგინა. აღნიშნული ციფრი აშშ ცენტრალური სადაზვერვო სამსახურის ოფიციალურ ცნობას წარმოადგენს. ამ ვალის სტრუქტურა ძირითადი ქვეყნების ჭრილში წარმოდგენილია ცხრილით (**World bank: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/EXTQPUBSECDEBT/0,,menuPK:7404478~pagePK:64168427~piPK:64168435~theSitePK:7404473,00.html>**)

(იხილეთ დანართი 1):

ცხრილის ანალიზის შედეგად, 2013 წლის მდგომარეობით მსოფლიო სახელმწიფოთა ჯამური ვალის სტრუქტურა შემდეგია:

2013 წელი მსოფლიოში არსებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ვალის სტრუქტურა



ამ მაჩვენებლის ანალიზის მიზნით უპრიანია მოვახდინოთ მისი შედარება დროში.

კვლევისა და ანალიზის კუთხით ყველაზე ოპტიმალურ დროით პარამეტრად მივიჩნით 1990 წლის მიწურული, ანუ დროის ის მონაკვეთი, როდესაც დასასრულს მიუახლოვდა „ცივი ომი“ და მსოფლიო ფინანსურმა ბაზარმა გლობალური სახე მიიღო.

ამ მხრივ გამოკვლეულ იქნა ლონდონის საერთაშორისო ფინანსური ფიუჩერსების ბირჟის 1990 წლის ოფიციალური გამოცემა (**LIFFE, Bund, Futures and Options, LIFFE LTD.1990.**), რომლის თანახმად ეს კონიუქტურა მნიშვნელოვნად არის შეცვლილი.

1990 წლის მონაცემებით მსოფლიო სახელმწიფოთა ვალის სტრუქტურა იყო შემდეგი:

45,4 პროცენტი აშშ-ს მთავრობის ვალდებულებები;

20,2 პროცენტი იაპონიის მთავრობის ვალი;

7,1 პროცენტი გერმანიის ვალი;

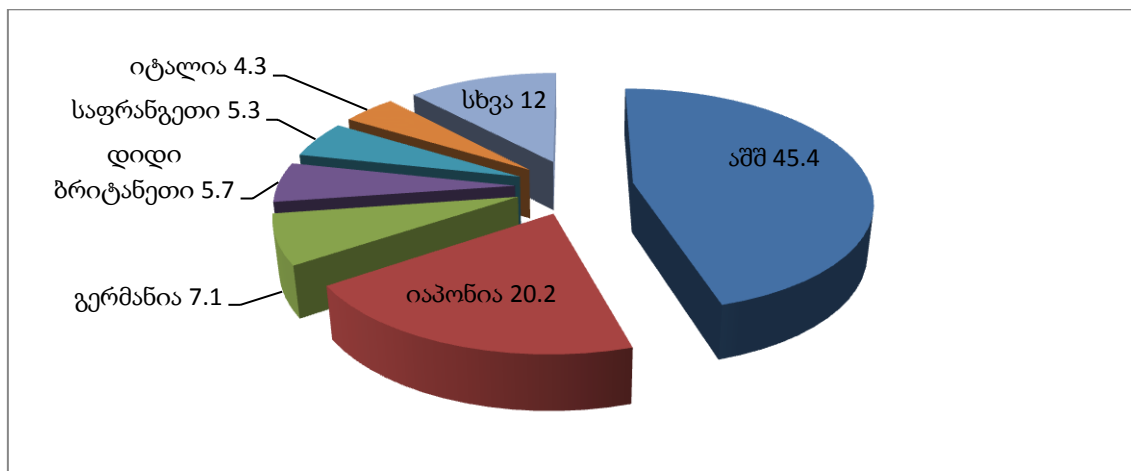
5,7 პროცენტი დიდი ბრიტანეთის ვალი;

5,3 პროცენტი საფრანგეთის ვალი;

4,3 პროცენტი იტალიის ვალია;

12 პროცენტი სხვა ქვეყნების სახელმწიფოთა ვალია

1990 წელი მსოფლიოში არსებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ვალის სტრუქტურა



თუ გავითვალისწინებთ, რომ აშშ-ს ხაზინის ოფიციალური მონაცემებით 1990 წელს აშშ -ს სახელმწიფო ვალი 3,233 ტრილიონ აშშ დოლარს უდრიდა და ის მსოფლიო სახელმწიფოთა სახელმწიფო ვალის 45,4 პროცენტს შეადგენდა (**LIFFE, Bund, Futures and Options, LIFFE LTD.1990.**), შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ 1990 წლის ჯამური მსოფლიო სახელმწიფო ვალის ოდენობა 7,1 ტრილიონ აშშ დოლარს უდრიდა. ანუ გასული 23 წლის განმავლობაში მსოფლიოში სახელმწიფო ვალის ოდენობა გაიზარდა 8 ჯერ! გარდა ამისა, მკვეთრად შეიცვალა ვალის კონიუქტურა და ტრადიციული დასავლურ ევროპული, ამერიკული და იაპონური სახელმწიფო სავალო ფასიანი

ქალაქების ოდენობის ხვედრითი წილი შემცირდა განვითარებადი ქვეყნების სახელმწიფოთა ფასიანი ქალაქების სასარგებლოდ.

სახელმწიფო ფასიანი ქალაქების მიმოქცევისა და განთავსების თვალსაჩინო მაგალითის საერთაშორისო გამოცდილების გაზიარების, შედარებისა და კვლევის მიზნით შერჩეულ იქნა საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის, გამოცდილებისა და ტიპიურობის ნიმუშების მქონე ორი მაგალითი - ამერიკის შეერთებული შტატების სახელმწიფო ფასიანი ქალაქები და გერმანიის ფედერალური რესპუბლიკის სახელმწიფო ფასიანი ქალაქები.

2.2 ამერიკის შეერთებული შტატების სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

ამერიკის შეერთებული შტატების მთავრობა მსოფლიოში ყველაზე დიდი მსესხებელია. განსაკუთრებით ბოლო 20 წელია აშშ-ს ფედერალური მთავრობის ხარჯი გასაოცარი სიდიდით აღემატება შემოსავალს. საკმაოდ შთამბეჭდავია ამ ვალის ზრდის დინამიკა და მასზე დარიცხული პროცენტიც.

აშშ-ს სახელმწიფო ვალის წარმოშობისა და განვითარების ისტორია

თავიდანვე უნდა აღინიშნოს, რომ ამერიკის შეერთებული შტატების სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ბაზარს სხვა ბაზრებთან შედარებით რიგი უპირატესობა აქვს, რადგან ის (ასლანიშვილი 2014: 488):

- მაღალი ლიკვიდობით ხასიათდება;
- თუ გავითვალისწინებთ, რომ მას აშშ-ს სახაზინო გარანტია გააჩნია, ეს წარმოადგენს მსოფლიო მასშტაბით უსაფრთხო ადგილს ნაღდი სახსრების დასაბანდებლად;
- ფართოდ გამოიყენება წარმოებული ინსტრუმენტების კუთხით, რაც აძლევს ინვესტორებს ჰეჯირებისა და საბაზრო რისკის შემცირების საშუალებას;
- ის იბეგრება მხოლოდ ფედერალური გადასახადით საპროცენტო შემოსავალზე და გათავისუფლებულია შტატების მიერ დაწესებული გადასახადებისგან;
- ინვესტორებს სთავაზობს ფასიანი ქაღალდების ფართო ასორტიმენტს.

საკმაოდ განვითარებულია აშშ-ს სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი, სადაც მოქმედებენ როგორც პირველადი (ბაზრის) დილერი, ასევე ასობით ტრეიდერი, რომლებიც გაერთიანებული არიან დიდ დილერთაშორის ორგანიზაციაში - Government Securities Pricing System Inc. (GOVPX). ეს არის ორგანიზაცია, რომელიც აგროვებს და შემდეგ ავრცელებს ინფორმაციას აშშ-ს ხაზინის ყველა ფასიანი ქაღალდის შესახებ, რომლებიც დილერთაშორის ბაზარზე მიმოიქცევა.

აშშ-ს სახელმწიფო ვალისა და ფასიანი ქაღალდების ემისიის ისტორია მისი დაარსებიდან მომდინარეობს, თუმცა მისი ოდენობა საწყის ეტაპზე საკმაოდ მცირე იყო. სახელმწიფოს სავალო დოკუმენტაციის (ანუ ფასიანი ქაღალდის) ემისია როგორც წესი საომარ მოქმედებებს უკავშირდებოდა (**Historical Tables 2011: 132**).

ფაქტობრივად და დოკუმენტურად არის ცნობილი სახელმწიფო ხაზინის ვალის ციფრობრივი მოცულობა დამოუკიდებლობისა და სამოქალაქო ომის დასრულების დროს. მისი მოცულობა 75,463,476.52 დოლარს შეადგენდა და ეს ციფრი გამოქვეყნებულ იქნა აშშ ხაზინის მიერ მის წლიურ ანგარიშში, რომელიც 1791 წლის 1 იანვრის თარიღით იქნა წარდგენილი ღია წესით კონტინენტალური კონგრესის წინაშე.

1788 – 1917 წწ სახელმწიფო ვალის აღება (რაც სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების გამოშვების გზით ხორციელდებოდა) მთავრობას მხოლოდ კონგრესის ნებართვით შეეძლო. ანუ კონგრესი ნებას რთავდა აშშ ხაზინას გამოეშვა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და დაეფარა მიმდინარე დეფიციტი თუ ომის ხარჯი.

პირველი მსოფლიო ომის დროს - 1917 წელს – მთავრობას მიეცა უფლება კონგრესის ნებართვის გარეშე გამოეშვა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ზედა ზღვრის დაწესებულ დონემდე. მისი ზედა ზღვრის ზრდა კი კვლავ საჭიროებს კონგრესის ნებართვას.

1941 წელს, ანუ მეორე მსოფლიო ომის დროს, აშშ მიიღო კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ. ამ კანონით მოხდა ყველა სახელმწიფო ვალის უნიფიკაცია ერთ კატეგორიის ქვეშ და ზედა ზღვარი დაწესდა 65 მილიარდი აშშ დოლარის ოდენობით. ომის ხარჯებმა სახელმწიფო ვალი მკვეთრად გაზარდა:

1942 წელს ზედა ზღვარი 125 მილიარდი იყო;

1943 წელს – 210 მილიარდი;

1944 წელს – 260 მილიარდი;

1945 წელს – 300 მილიარდი აშშ დოლარი.

ომის დასრულებამ ვალის ზედა ზღვარი 275 მილიარდამდე დასწია, სანამ დაიწყო კონფლიქტი კორეაში მეოცე საუკუნის 50 იან წლებში.

ფაქტობრივად აშშ-ს მთავრობამ პირველი და მეორე მსოფლიო ომის ხარჯის მნიშვნელოვანი ნაწილი დააფინანსა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით.

საკმაოდ საინტერესოდ წარიმართა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის საკითხი მომდევნო 20 წლის განმავლობაში. 1945 დან – 1970 წლამდე ჯამური ვალი გაიზარდა მხოლოდ 100 მილიარდით და ის 400 მლრდ აშშ დოლარს მიაღწია (**Historical Tables 2011: 5**).

გასული საუკუნის 70 იანები წლების ენერგოკრიზის გამო სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის მკვეთრი ზრდა დაფიქსირდა. ვალის ოდენობამ 1980 წლისათვის 1 ტრილიონ აშშ დოლარს მიაღწია (**ასლანიშვილი 2014: 488**).

ფინანსურ რესურსებზე ბრძოლის ამ მწვავე პერიოდში აშშ ხაზინა იძულებული იყო ესესხა ფული წლიური 10 დან 15.75% მდე. ამ პერიოდს დაემთხვა აშშ-ს პრეზიდენტის რონალდ რეიგანის ეკონომიკური სტიმულირებისა და ვალის მკვეთრი ზრდის პოლიტიკა, რის შედეგად 1989 წლისთვის სახელმწიფო ვალმა 3 ტრილიონ დოლარს გადააბიჯა.

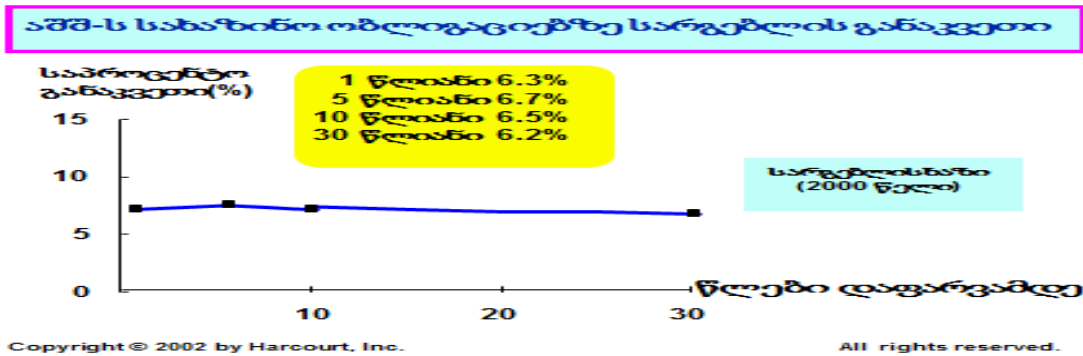
1982 – 1991 წწ ვალის ოდენობა საშუალოდ 200 – 250 მლრდ აშშ დოლარით იზრდებოდა და 1991 წლის აშშ საფინანსო წლის ბოლოს (30 სექტემბერი) ის უკვე 3,662 ტრილიონ აშშ დოლარს აღწევდა.

აშშ-ს კომერციული ობლიგაციებისა და სამთავრობო სახაზინო ვალდებულებების (**Ross 2002: 389**) (იხილეთ დანართი 2, დანართი 3) ცხრილი ცხადყოფს, რომ როდესაც კომერციული ობლიგაციების ბაზარი მაღალი ცვალებადობით ხასიათდება, ამავე დროს სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი სტაბილურ და მზარდი მომგებიანობის ტრენდს ავლენს. ამ ფაქტორმა მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა აშშ-ს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისადმი ინვესტორთა მზარდი ინტერესის კუთხით და ხელი შეუწყო ამ ბაზრის მკვეთრ განვითარებას. ამან კი აშშ-ს შიგა ვალი საოცარ მაჩვენებელზე აიყვანა.

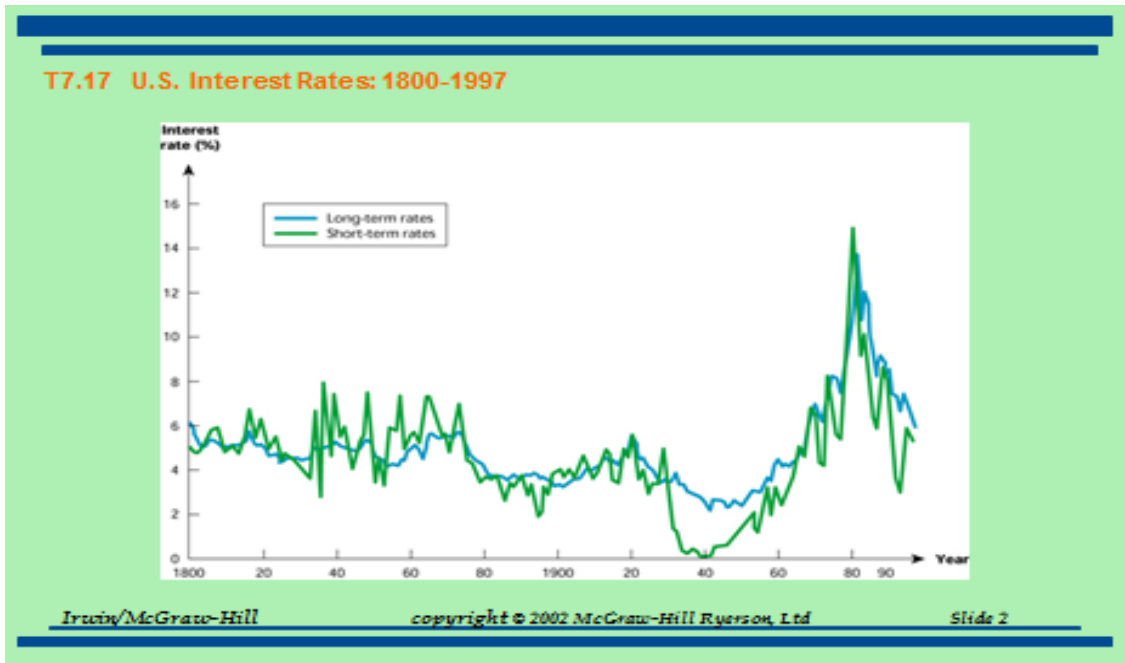
2007 წლის მსოფლიო ეკონომიკურ კრიზისამდე ინვესტორთა ინტერესი აშშ-ს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მიმართ იმდენად მაღალი და სტაბილური იყო, რომ სხვაობა სარგებლიანობას შორის 1, 5, 10 და 30 წლიან სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს შორის უმნიშვნელო იყო, რაზეც მოწმობს ქვემოთ წარმოდგენილი

ცხრილი. აქ ასახულია 2000 წლის საშუალო წლიური მაჩვენებლები სხვადასხვა ემისიების ანალიზის შედეგად:

5 - 1



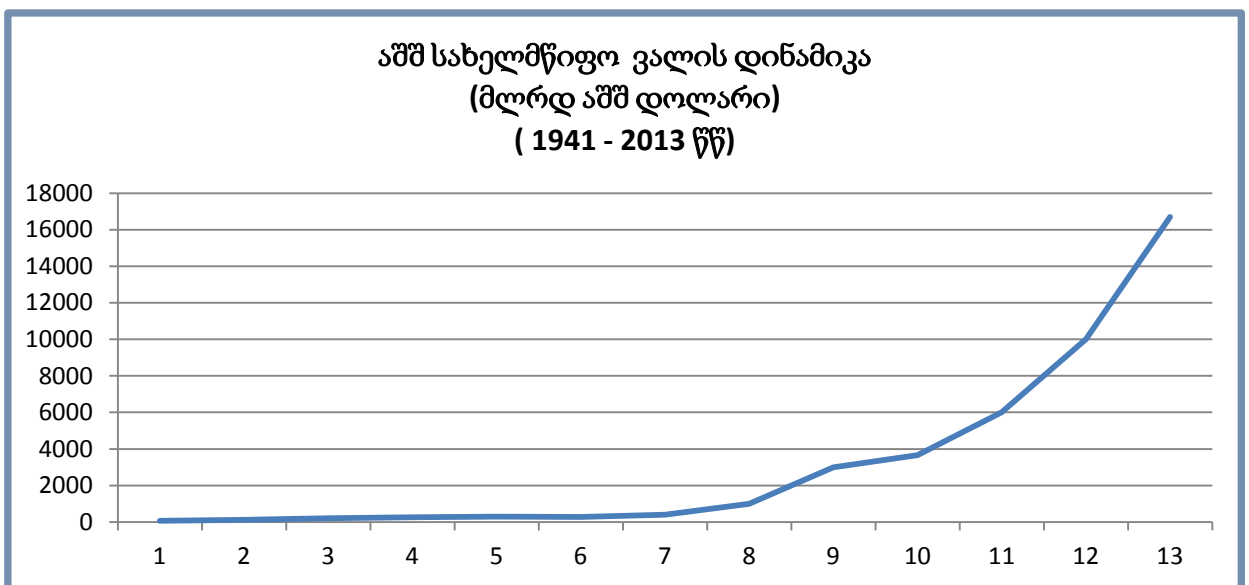
აშშ-ში ჩატარებულმა ანალიზმა, რომელიც 1800 – 1997 წწ მოკლე და გრძელვადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების აუქციონების ფაქტიურ შედეგს ასახავს, ცხადყო, რომ ისტორიულად რაიმე მნიშვნელოვანი საპროცენტო სხვაობა ამ სახეობის სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს შორის არ ფიქსირდება, რისი დასტურიცაა ქვემოთ მოყვანილი სტატისტიკური ცხრილი:



ცხრილში მწვანე ფერის ხაზი წარმოადგენს მოკლევადიანი (ერთ წლამდე ვადის მქონე) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ისტორიულად დაფიქსირებულ საპროცენტო განაკვეთს, ხოლო ლურჯი ფერის - გრძელვადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთის მაჩვენებელია. როგორც ცხრილი გვიჩვენებს, მოკლე და გრძელვადიან სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთს შორის სხვაობა უმნიშვნელოა, რაც

ინვესტორების მხრიდან აშშ-ს სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების მიმართ მაღალი სანდოობის მაჩვენებელია. ამასთანავე სახეზეა, თუ როგორ ზემოქმედებს საპროცენტო განაკვეთზე მნიშვნელოვანი მაკროეკონომიკური მოვლენები - მაღალი საპროცენტო განაკვეთები ფიქსირდება მეოცე საუკუნის 70 იან და 80 იან წლებში, როდესაც აშშ-ში ნავთობის ფასების ზრდის გამო ადგილი ჰქონდა მაღალ ინფლაციას და პირიქით, დაბალი განაკვეთი ფიქსირდება მეოცე საუკუნის 20 იან, 30 იან და 40 იან წლებში, ანუ დიდი დეპრესიისა და მეორე მსოფლიო ომის პერიოდში.

სახელმწიფო ვალის უკონტროლო ზრდის შესაფერხებლად აშშ კონგრესმა 1985 წელს მიიღო ჰრემ – რადმანის კანონი, რომლის მიხედვით ხორციელდება აშშ ბიუჯეტის ავტომატური შემცირება, თუ ვალის ოდენობა აჭარბებს დამტკიცებულ ფარგლებს. თუმცა ეს ნორმა 2007 წელს დაწყებული მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის პერიოდამდე ფაქტიურად არ სრულდებოდა. 2002 წელს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიამ და სახელმწიფო ვალმა 6 ტრილიონ აშშ დოლარს გადააჭარბა. ყოველ მომდევნო წელს აშშ იმატებდა ასობით მილიარდ ახალ ვალს და 2007 წლის ბოლოს ვალის ოდენობამ 10 ტრილიონი აშშ დოლარი შეადგინა. 2007 – 2013 წწ გლობალური კრიზისისა და რაოდენობრივი შერბილების (ფაქტიურად ათობით მილიარდი აშშ დოლარის ყოველთვიურად ბეჭდვის პერიოდში) სახელმწიფო ვალის ოდენობამ 17.2 ტრილიონ აშშ დოლარს მიაღწია (US TREASURY: <http://www.treasury.gov/ticdata/Publish/debta2014q3.html>, 2014).

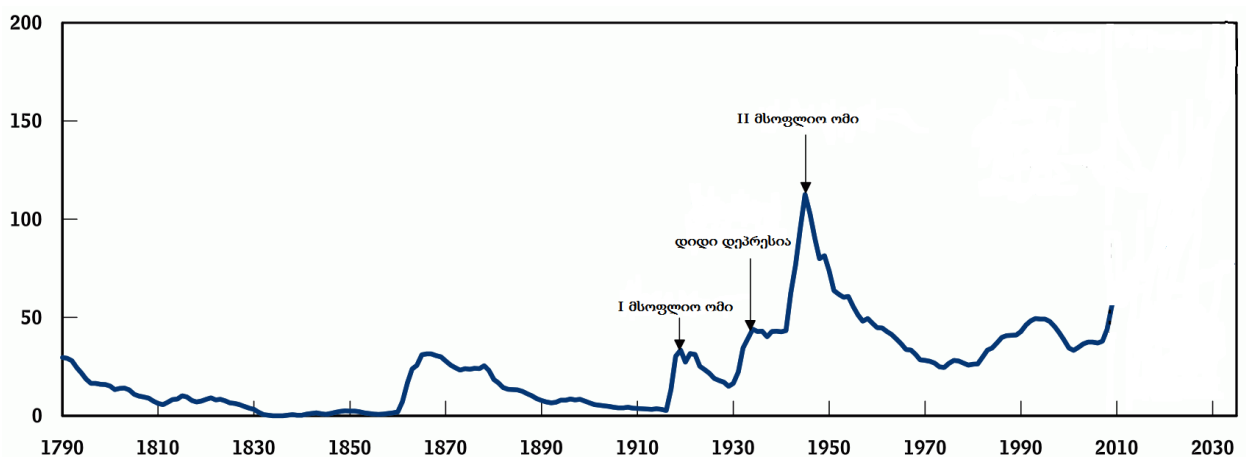


წყარო: ცხრილი შედგენილია აშშ-ს ოფიციალური მონაცემების ანალიზის შედეგად

თუ გავითვალისწინებთ რომ 2014 წლის აპრილის მდგომარეობით აშშ ამჟამინდელი მოსახლეობა 317.8 მლნ ადამიანს ითვლის (Estimated by extrapolation. According to [The U.S. Census Bureau's Population Clock](#)), გამოდის, რომ თითოეულ ამერიკელს 52,549 აშშ დოლარის ვალი აქვს გადასახდელი.

აშშ-ს სახელმწიფო ვალის სტრუქტურა და მისი ანალიზი გვამღებს საშუალებას, რომ რიგი დასკვნა გამოვიტანოთ:

თუ მხედველობაშ არ მივიღებთ 2007 წელს დაწყებულ გლობალურ ფინანსურ კრიზისს, აშშ-ს სახელმწიფო ვალის ტენდენციის ანალიზით და ჩატარებული კვლევით მივედით დასკვნამდე, რომ ამერიკის ისტორიაში საგარეო ვალის მკვეთრი ზრდა განპირობებულ იქნა სამი გლობალური მოვლენით: პირველი მსოფლიო ომი, დიდი დეპრესია და მეორე მსოფლიო ომი. გრაფიკის საშუალებით ნათლად დავინახავთ თუ რა ცვლილებები განიცადა ამერიკის საგარეო ვალმა ამ პერიოდში.



აშშ-ს ხაზინის მონაცემების თანახმად პირველი მსოფლიო ომის დასაწყისში 1914 წელს ამერიკის შეერთებული შტატების საგარეო ვალი 2,912,499,269.16 აშშ დოლარს შეადგენდა, ხოლო ომის დასრულებისას 1918 წელს ამ თანხამ 14,592,161,414.00 აშშ დოლარს მიაღწია. ანუ ოთხწლიანი ომის განმავლობაში ამერიკამ 11,679,662, 144.836 აშშ დოლარი ისესხა.

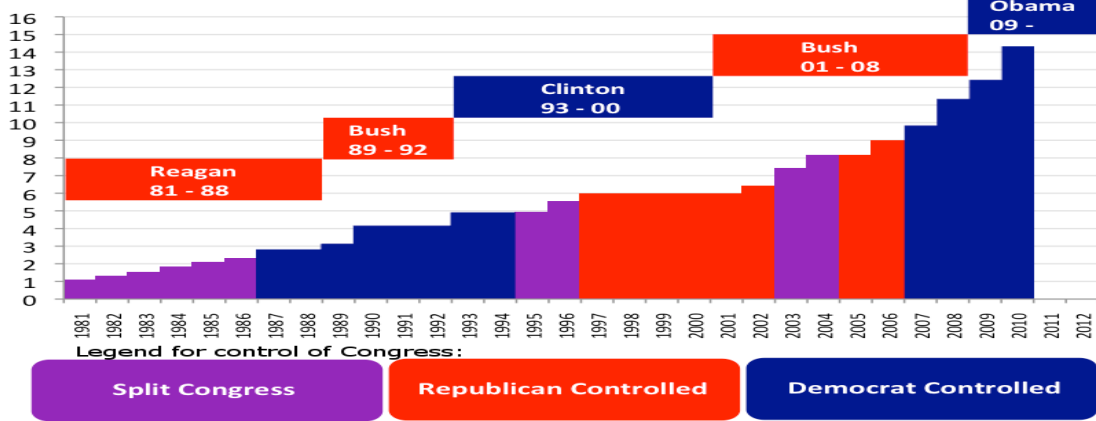
საგარეო ვალი ნელ-ნელა მცირდებოდა 1930 წლამდე. მაგრამ 1930 წლიდან 1940 წლამდე ადგილი ჰქონდა „დიდ დეპრესიას“, რომელმაც საგარეო ვალის მკვეთრი გაზრდა გამოიწვია. 1930 წელს ვალი 16,185,309,831.43 აშშ დოლარს შეადგენდა, ხოლო 1940 წელს კი 42,967,531,037.68 აშშ დოლარს გაუტოლდა. ანუ ვალი 10 წლიან პერიოდში დაახლოებით 2,6 ჯერ გაიზარდა.

ამის შემდგომ ვალი ყოველწლიურად იზრდებოდა და ამერიკისთვის რეკორდული რიცხვები სწორედ მეორე მსოფლიო ომის დასრულების შემდეგ 1 წლის თავზე დაფიქსირდა 1946 წელს. თუ 1939 წელს საგარეო ვალი 40,439,532,411.11 აშშ დოლარს უტოლდებოდა, 1946 წელს ეს თანხა დაახლოებით 6,5 ჯერ გაიზარდა და 269,422,099,173.26 აშშ დლარს გაუტოლდა.

ქვემოთ წარმოდგენილია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გრაფიკული სურათი 1981 წლიდან 2014 წლამდე. თვალსაჩინოების მიზნით აშშ-ს მკლევარებმა ვალის ზრდის მონაცემებს დაუმატეს მმართველი პოლიტიკური პარტია და აშშ-ს იმ პერიოდის პრეზიდენტი:

(აშშ-ს სახელმწიფო ვალი 1981 წლიდან მოყოლებული ტრილიონ აშშ დოლარში)

US Public Debt Ceiling Since 1981 - \$ Trillions



ცხრილი ასახავს აშშ-ს ვალის დინამიკას 1981 წლიდან მოყოლებული. ფერებში მოცემულია ის პოლიტიკური ძალა, რომელიც დროის კონკრეტულ მონაკვეთში მართავდა აშშ-ს (ანუ პრეზიდენტსა და კონგრესს).

საგარეო ვალის ცვლილების დინამიკა სხვადასხვა პრეზიდენტის დროს

პრეზიდენტი	პარტია	მმართველობა (წლებში)	ვალის ცვლილება %-ში	წლიური მატება	დამოკიდებულება ვალის მშპ-სთან
ჯიმი კარტერი	დემოკრატები	4	49,1 %	10,5 %	33,3 %
რონალდ რეიგანი	რესპუბლიკ.	8	188,2 %	14,1 %	52,6 %
ჯორჯ ბუში (უფროსი)	რესპუბლიკ.	4	46,2 %	9,9 %	65,9 %
ბილ კლინტონი	დემოკრატები	8	13,7 %	1,6 %	57,7 %
ჯორჯ ბუში (უმცროსი)	რესპუბლიკ.	8	77,4 %	7,4 %	70,2 %
ბარაკ ობამა	დემოკრატები	8	-	-	-

წითელ ფერში მოცემულია რესპუბლიკური პარტიის პრეზიდენტი და კონგრესი, თუ რესპუბლიკელებელი იყვნენ უმრავლესობაში. ლურჯი ფერით აღნიშნულია დემოკრატიული პარტიის პრეზიდენტი და კონგრესი. შინდისფერი

პერიოდი შეეხება მხოლოდ კონგრესს, როდესაც ხმები გაყოფილი იყო ორივე პარტიას შორის. როგორც ანალიზი და მოცემული ცხრილი ცხადყოფს, აშშ-ს ვალის ზრდას ადგილი ჰქონდა იმისდამიუხედავად, თუ რომელი პოლიტიკური ძალა მართავდა აშშ კონგრესს და ვინ იყო აშშ-ს პრეზიდენტი.

ბუნებრივია ისმის კითხვა- თუ ვინ ფლობს ამ გასაოცარი ოდენობის აშშ სახელმწიფო ვალს. ამ მიზნით ჩვენ დავახარისხეთ ვალის სტრუქტურა და დავაჯგუფეთ მისი მფლობელები მსოფლიოში არსებული ქვეყნების მიხედვით. ამ ანალიზმა ცხადყო, რომ ფართოდ გავრცელებული შეხედულება, თითქოს აშშ მკვეთრად დამოკიდებულია რომელიმე კონკრეტულ ქვეყანაზე სახელმწიფო ვალის კუთხით, სიმართლეს არ შეესაბამება.

ვალის სტრუქტურაზე მუშაობის პროცესში დადგენილ იქნა, რომ აშშ-ს ვალის ყველაზე მსხვილი მფლობელია თვით აშშ მთავრობა - 2007 წლიდან მოყოლებული რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკამ (**US Federal Reserve System: <http://www.federalreserve.gov/faqs/what-are-the-federal-reserves-large-scale-asset-purchases.htm>**) (ყოველთვიურად ეკონომიკაში ათობით მილიარდი აშშ დოლარის ინექციამ) გამოიწვია ის, რომ აშშ ხაზინის ხელში აღმოჩნდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების 1.7 ტრილიონი დოლარის ოდენობა. აშშ-ს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სხვა მფლობელების სტრუქტურა მოცემულია დანართი 4-ში (**Treasury Holders: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>**).

ცხრილის ანალიზის შედეგად ვლინდება, რომ რიგი სახელმწიფოს დაბანდება აშშ-ს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდში ბევრად აღემატება მათი ქვეყნის მშპ-ს (ლუქსემბურგი) ან მისი ოდენობის ძალიან მნიშვნელოვან ხვედრით წილს უტოლდება (იაპონია, ბელგია, ტაივანი, შვეიცარია, ჰონგ-კონგი, ირლანდია, სინგაპური, ნორვეგია). ამასთანავე, მსოფლიოს ფაქტიურად ყველა სხვა მსხვილი და ეკონომიკურად ძლიერი ქვეყანა თავისი რესურსის დიდ ოდენობას ახმარს აშშ-ს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში ინვესტირებას. ფაქტიურად ყველა წამყვანი ქვეყნები ახორციელებენ ინვესტირებას აშშ-ს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში. ანუ სურათი რეალურად სხვაგვარადაა - მსოფლიოს ყველა წამყვანი ქვეყანა დამოკიდებულია აშშ-ს მიერ გატარებულ ფინანსურ პოლიტიკაზე და არა პირიქით.

აშშ-ს მთავრობის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სახეები

ამერიკის შეერთებული შტატების მთავრობა ახორციელებს რიგი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ემისიას (R. J. Teweles..... 1997: 55, 65), (Dictionary of Business Terms 1994: 628):

სახაზინო ვალდებულებები (US Treasury Bills) – ერთ წლამდე დაფარვის მქონე მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდი. როგორც წესი ხორციელდება 3 თვიანი, 6 თვიანი და 1 წლიანი სახაზინო ვალდებულებათა ემისია (გამოშვება). ეს ფასიანი ქაღალდი მისი გრძელვადიანი ანალოგისგან განსხვავდება იმით, რომ მასზე არ ხორციელდება კუპონის დარიცხვა. ეს არის დისკონტიანი ფასიანი ქაღალდი, ანუ ის ნომინალურ ღირებულებაზე ნაკლებ ფასში იყიდება. ეს ინსტრუმენტი განსაკუთრებით პოპულარული იყო გასული საუკუნის 70 - იანები წლების ენერგოკრიზისში, როდესაც ინვესტორი ინფლაციისა და არასტაბილურობის გამო მოკლევადიან ინსტრუმენტებში ახდენდა დაბანდებას. ამ ინსტრუმენტის გამოშვების დამკვიდრებული პერიოდულობა შემდეგია – ყოველ კვირას ხდება 91 დღიანი და 180 დღიანი სახაზინო ვალდებულებების ემისია, ხოლო თვეში ერთხელ ერთწლიანის ემისია. განთავსება ხორციელდება აუქციონის წესით. საინტერესოა, რომ მინიმალური ოდენობა ერთი განაცხადის 100 აშშ დოლარს შეადგენს და ის შემცირდა 1000 დოლარიდან, რათა კრიზისის პერიოდში გაზრდილ იქნას მოსახლეობისა და ინვესტორების ინტერესი ამ ინსტრუმენტისადმი.

აშშ-ს სახაზინო ვალდებულების სადისკონტო განაკვეთის ფორმულა შემდეგია:

$$\text{discount yield (\%)} = \frac{\text{face value} - \text{purchase price}}{\text{face value}} \times \frac{360}{\text{days till maturity}} \times 100\%$$

ანუ

სადისკონტო განაკვეთი (სარგებლიანობა) = (ნომინალური ღირებულება - შესყიდვის ფასი) / ნომინალური ღირებულება * 360 / (დღეები დაფარვამდე) * 100 %

საშუალოვადიანი სახაზინო ობლიგაციები ანუ Treasury Notes – ეს საშუალო ვადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდია, რომლის ვადიანობა მერყეობს 1 დან 5 წლამდე. მისი ერთი ცალის ნომინალური ღირებულებაა 1000 აშშ დოლარი, საკუპონო გადახდა წარმოებს წელიწადში ორჯერ, ყოველ ექვს თვეში ერთხელ. 1986 წლიდან მოყოლებული მისი ფორმა დემატერიალიზირებულია, ანუ ელექტრონული

ჩანაწერის სახით არსებობს. წვრილი ინვესტორებისთვის როგორც წესი მინიმალური განაცხადი 5000 დოლარს უდრის. 10 წლიანი ობლიგაციის განაკვეთი და მასზე მოთხოვნა მიწოდება მიჩნეულია აშშ ეკონომიკისა და მაკროეკონომიკური მოლოდინის ერთ ერთ მნიშვნელოვან განმსაზღვრელ ფაქტორად.

გრძელვადიანი სახაზინო ობლიგაციები ანუ Treasury Bonds, Long Bonds აშშ-ს ხაზინის ყველაზე გრძელვადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდია. მისი ვადა 5 წელს აღემატება, ხოლო კუპონის განაკვეთის გადახდა იწარმოებს ყოველ ექვს თვეში ერთხელ. საკმაოდ დიდია ამ ინსტრუმენტზე მეორადი ვაჭრობა, ხოლო დაფიქსირებული სარგებლიანობა გამოიყენება ეკონომიკაში გრძელვადიანი დაბანდების ინდიკატორად.

ამ სამ ინსტრუმენტს ემატება ინფლაციაზე ინდექსირებული სახაზინო სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ანუ **Treasury Inflation Protected Securities, TIPS**. მათი გამოშვება ხორციელდება 5, 10 და 30 წლიანი კუპონიანი ფასიანი ქაღალდების სახით.

მუნიციპალური ობლიგაციები–აღნიშნული ობლიგაციების ემისიას შტატების მთავრობა და ადგილობრივი მუნიციპალიტეტი ახორციელებს. ამ სახის ობლიგაცია, კორპორაციული ობლიგაციის მსგავსად, გადაუხდელობის რისკს ექვემდებარება. ამასთან, უმეტესად მუნიციპალური ობლიგაციებზე მიღებული პროცენტი, როგორც ფედერალური გადასახადი, ასევე ობლიგაციების ემიტენტი შტატის გადასახადებისაგან თავისუფლდება, იმ შემთხვევაში თუ კი ობლიგაციის მფლობელი მისი მოქალაქეა.

პირველადი დილერების ინსტიტუტი

აშშ-ს კანონმდებლობით სახელმწიფო ხაზინას აქვს შემოღებული პირველადი დილერების ინსტიტუტი, ანუ იმ აქვეყნებს იმ კომპანიების სიას, ვისაც აქვთ უფლება პირველად ბაზარზე, ხაზინიდან შეიძინონ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები მათი შემდგომი გადაყიდვის თუ ფლობის მიზნით (**Federal Reserve Bank, Primary Dealers: February 2014: http://www.ny.frb.org/markets/pridealers_current.html**).

ბარონსის (Barron's) საერთაშორისო ბიზნესის ტერმინოლოგიის ლექსიკონის თანახმად (**Dictionary of Business Terms 1994:145**) „დილერი (ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე) არის ვაჭარი, რომელიც რეგულარულად არის ჩართული ფასიანი ქაღალდების

ყიდვისა და გაყიდვის პროცესში. ამ პირისთვის აქციები, ობლიგაციები და სხვა სახის ფინანსური ინსტრუმენტები წარმოადგენს მარაგებს და არ განიხილება როგორც მოგებისა თუ ზარალის საზომი. ამასთანავე, ეს არის პირი, რომელიც ყიდის და ყიდულობს აქტივს საკუთარი ანგარიშიდან (საკუთარი სახსრებით) სხვადასხვა ინდუსტრიის მოთხოვნათა შესაბამისად”.

ეს სისტემა 1960 წლიდან მოქმედებს და საწყის ეტაპზე პირველადი დილერების (ანუ მსხვილი საფინანსო – საბროკერო კომპანიების) რაოდენობა 18 უდრიდა, 1988 წელს ეს რაოდენობა 46 იზრდება, ხოლო 2007 – 2011 წწ კვლავ შემცირდა 22 კომპანიამდე.

ნიუ იორკის ფედერალური ბანკის ოფიციალური ინფორმაციის თანახმად 1960 წლიდან 2014 წლამდე პირველადი დილერების სია შემდეგნაირად იცვლებოდა (**FRB of NY, Primary Dealers http://www.ny.frb.org/markets/pridealers_current.html**)

(იხილეთ დანართი 5):

ამ ეტაპზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვის უფლება პირველად ბაზარზე შემდეგ კომპანიებს შეუძლიათ:

1. BANK OF NOVA SCOTIA, NEW YORK AGENCY (ბენქ ოფ ნოვა სკოტია, ნიუ იორქ ეჯენსი, აშშ);
2. BMO CAPITAL MARKETS CORP. (ბიემო ქეპიტალ მარკეტს კორპ, კანადა);
3. BARCLAYS CAPITAL INC. (ბარკლაის ქეპიტალ, დიდი ბრიტანეთი);
4. BNP PARIBAS SECURITIES CORP. (ბი ენ პი პარიბას სექურიტის კორპ, საფრანგეთი);
5. CANTOR FITZGERALD & CO.(კანტორ ფიტცჯერალდ ენდ კო, აშშ);
6. CITIGROUP GLOBAL MARKETS INC.(სიტაიგრუპ გლობალ მარკეტს ინკ, აშშ);
7. CREDIT SUISSE SECURITIES (USA) LLC (კრედიტ სვიშ სექურიტიზ, შვეიცარია);
8. DAIWA CAPITAL MARKETS AMERICA INC. (დაივა ქეპიტალ მარკეტს ამერიკა, იაპონია);
9. DEUTSCHE BANK SECURITIES INC. (დოიჩე ბანკ სექურიტიზ, გერმანია);

10. GOLDMAN, SACHS & CO. (გოლდმან საქს, აშშ);
11. HSBC SECURITIES INC. (ეიჩ ეს ბი სი სექურიტიზ, დიდი ბრიტანეთი);
12. J.P. MORGAN SECURITIES LLC (ჯი პი მორგან სექურიტიზ, აშშ);
13. JEFFERIES LLC (ჯეფერის ელ ელ სი, აშშ);
14. MERRILL LYNCH, PIERCE, FENNER & SMITH INCORPORATED (მერილ ლინჩ, პირს, ფენერ ენდ სმიტ ინკორპორეტედ, აშშ)
15. MIZUHO SECURITIES USA INC. (მიზუჰო სექურიტიზ იუ ეს ეი ინკ, იაპონია);
16. MORGAN STANLEY & CO. LLC (მორგან სტენლი ენდ კო, აშშ);
17. NOMURA SECURITIES INTERNATIONAL, INC (ნომურა სექურიტიზ ინტერნაშინალ, იაპონია);
18. RBC CAPITAL MARKETS, LLC (ერ ბი სი ქეპიტალ ინკ, კანადა);
19. RBS SECURITIES INC. (ერ ბი სი სექურიტიზ, შოტლანდია, დიდი ბრიტანეთი);
20. SG AMERICAS SECURITIES, LLC (ეს ჯი ამერიკაზ სექურიტიზ, საფრანგეთი);
21. TD SECURITIES (USA) LLC (თი დი სექურიტიზ, კანადა);
22. UBS SECURITIES LLC. (იუ ბი ეს სექურიტიზ, შვეიცარია);

არსებული პირველადი დილერების დახარისხებამ კომპანიათა ადგილმდებარეობის მიხედვით მათ შორის შემდეგი სურათი წარმოაჩინა:

- უშუალოდ ამერიკის შეერთებულ შტატებში დაარსებული და მოქმედი კომპანიების რიცხვი 8 (რვას) შეადგენს;
- კანადური საინვესტიციო ბანკები წარმოდგენილია 3 (სამი) კომპანიით;
- დიდი ბრიტანეთიდან 3 (სამი) კომპანიაა წარმოდგენილი;
- ასევე 3 (სამი) კომპანიით არის წარმოდგენილი იაპონიის საინვესტიციო ბანკები;
- შვეიცარიის კონფედერაცია წარმოდგენილია 2 (ორი) კომპანიით;
- ფრანგული წარმოშობისაა 2 (ორი) კომპანია და
- გერმანულია 1 (ერთი) საინვესტიციო ბანკი.

პირველადი დილერი წარმოადგენს ბანკს, ან საბროკერო – სადილინგო კომპანიას, რომელიც ფლობს ნებართვას აშშ ფედერალური სარეზერვო ბანკიდან მიიღოს მონაწილეობა აუქციონებში და არის ვალდებული გააკეთოს შეძენის განაცხადი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის დროს. ურთიერთობებს მხარეთა შორის აწესრიგებს 1988 წლის პირველადი დილერის შესახებ კანონი (**FRB of NY, Primary Dealers http://www.ny.frb.org/markets/pridealers_current.html**).

ზემოთჩამოთვლილ კომპანიებზე წილად მოდის აშშ - სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე ფინანსური გარიგებების აბსოლუტური უმრავლესობა, ხოლო მათი სხვადასხვა სახელმწიფოს კუთვნილება ხელს უწყობს აშშ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პოპულარიზაციას მსოფლიო მასშტაბით.

2.3 გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის სახელმწიფოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

გერმანიის სახელმწიფოს ფასიანი ქაღალდების ოდენობით მართალია ჩამორჩება აშშ-ს სახელმწიფოს მიერ ემიტირებულ ფასიან ქაღალდებს, თუმცა სანდოობით, ლიკვიდობითა და მოთხოვნის კუთხით ეს ფასიანი ქაღალდი არ ჩამორჩება აშშ-ს ხაზინის ინსტრუმენტს.

გერმანიის სახელმწიფოს ფასიანი ქაღალდების მოცულობის შესაფასებლად გერმანიის ფინანსთა სამინისტროს ფინანსური სააგენტოს 2014 წლის ოფიციალური ინფორმაციის გამოყენების საფუძველზე, შემდეგი სურათი წარმოაჩინა (**Federal Republic of Germany, Finance Agency, December 2013: [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material Deutsche Finanzagentur/PDF/Aktuelle Informationen/bund fact sheet.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Aktuelle_Informationen/bund_fact_sheet.pdf)**):

2014 წლის განმავლობაში გერმანიის მთავრობამ 205 მილიარდი ევროს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ემისია განახორციელა, თუმცა აშშ-ს გან განსხვავებით 2014 წელს ის ამცირებს თავის ემისიას 42 მილიარდი ევროს ოდენობით (აქედან 12 მლრდ გრძელვადიანი კაპიტალური დაბანდების ინსტრუმენტი და 30 მილიარდი ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტი).

2015 საემისიო ცხრილში დაგეგმილია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების დამატებითი შემცირება და მათი ემისიის 185,5 მილიარდი ევროს ოდენობამდე დაყვანა (**Federal Republic of Germany, Finance Agency, December 2014: [http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material Deutsche Finanzagentur/PDF/Aktuelle Informationen/bund fact sheet.pdf](http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Aktuelle_Informationen/bund_fact_sheet.pdf)**)

ამის მთავარი მიზეზი არის ეკონომიკურ პოლიტიკას შორის სხვაობა - თუ აშშ-ს მთავრობა ახორციელებს ეკონომიკის კრიზისიდან გამოყვანისას სტიმულირებისა და რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკას, რაც დიდი ოდენობით სახელმწიფო ვალის ზრდასა და ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდაში გამოიხატება, გერმანიის

მთავრობა მკვეთრად ამცირებს დეფიციტს და ექსპორტის სტიმულირების გზით ახორციელებს ეკონომიკის გაჯანსაღებას.

გერმანიის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები ამერიკულის მსგავსად იყოფა ვადიანობის მხრივ (ასლანიშვილი 2014:):

1. ერთ წლამდე ვადის მქონე ფულადი ბაზრის ორი ინსტრუმენტია მიმოქცევაში - 6 თვიანი და 12 თვიანი „ბუბილსები“ (**Bubills**), რაც თარგმანში გერმანიის ბუნდესბანკის სახაზინო ვალდებულებას ნიშნავს;
2. 2 წლიანი „შატცები“ (**Schaetze**); 5 წლიანი „ბობლები“ (**Bobls**) (ანუ ობლიგაციები);
3. 10 და 30 წლიანი „ბუნდები“ (**Bunds**). აქედან 10 წლიანი ობლიგაცია, მისი ამერიკული ანალოგის მსგავსად, მიიჩნევა გერმანიის ეკონომიკისა და მაკროეკონომიკური მოლოდინის ინდიკატორად.

არის შემთხვევები, როდესაც გერმანიის მთავრობა სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს კონკრეტული მიზნით უშვებს. მაგალითად 1990 წელს გერმანიის მთავრობამ გამოუშვა გრძელვადიანი „ბუნდები“, რომლის მიზანი იყო გერმანიის გაერთიანების დაფინანსება და აღმოსავლეთ გერმანიის ფინანსური სტიმულირება. ამ ბონდებს *Fond Deutsche Einheit* (German Unity Fund) ანუ გერმანიის გაერთიანების ფონდი ეწოდა.

თანამედროვე ეტაპზე გერმანიის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზარი შემდეგი მახასიათებლებით გამოირჩევა:

- 2014 წლის განმავლობაში ექვსთვიანისა და თორმეტთვიანის ბუბილსების გამოშვების მოცულობა შემოფარგლული იყო თვეში 2 მილიარდი ევროს მოცულობით;
- 2013 წელთან შედარებით 2 წლიანი შატცების ოდენობა 2014 წლის განმავლობაში შემცირებული იყო 8 მილიარდი ევროს ოდენობით და 52 მილიარდი ევრო შეადგინა;

- 2014 წელს 5 წლიანი ბობლების ემისიაც შემცირდა, თუმცა მცირე ოდენობით - ის 3 მილიარდი ევროთი ნაკლებია 2013 წელთან შედარებით და ჯამურად 48 მილიარდი ევროს გაუტოლდა;
- ინფლაციაზე კორექტირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ოდენობა გაიზარდა - თუ 2013 წელს მათი ოდენობა 10 მილიარდი იყო, 2014 წელს ეს რიცხვი 14 მილიარდს გაუტოლდა;
- 10 წლიანი ბუნდების ოდენობა 2014 წელს უცვლელი დარჩა და ის 2013 წლის ემისიას უდრიდა - 54 მილიარდი ევრო;
- 30 წლიანი ბუნდების ოდენობა ჯამურად მცირეა და 7 მილიარდ ევრო იყო, რაც 1 მილიარდით ნაკლებია 2013 წლის ჯამური ემისიისა;
- მთლიანობაში, 2014 წლის ჯამური 205 მილიარდი ევროს ემისიის 21,5 პროცენტი ანუ 44 მილიარდი ევრო მოდის ფულად ბაზარზე (ანუ მათი ხანგრძლივობა 1 წელს არ აღემატება), ხოლო 78,5 პროცენტი კი ანუ 161 მილიარდი ევრო კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტია (ხანგრძლივობა 1 წელზე მეტი ვადისაა);
- აღსანიშნავია, რომ 2014 წელს კაპიტალის ბაზარზე გამოსაშვები 161 მილიარდიდან ახალი გამოშვების ოდენობა მხოლოდ 53 მილიარდი ევრო იყო, ხოლო 108 მილიარდი ევრო წინა წლებში გამოშვებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გადაფარვაა და ახალი ემისიით ძველის ჩანაცვლებას წარმოადგენს;
- მსგავსი ვითარებაა ფულად ბაზარზე - 2014 წელს გამოსაშვები 44 მილიარდი ევროს გერმანული სახელმწიფო ქაღალდიდან 24 მილიარდი ახალ გამოშვებაზე მოდის, ხოლო 20 მილიარდი ადრე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდის გადაფარვას წარმოადგენს.

გერმანიის ფედერალური მთავრობის მიერ 2014 წლის განმავლობაში გამოსაშვები სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების კალენდარი - ემისია შემდეგი სახის იყო: **(Federal Republic of Germany, Finance Agency, December 2013: http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Aktuelle_Informationen/bund_fact_sheet.pdf)**

სახეობა	% წილი 2014 წლის ემისიაში	ცვლილება 2013 წელთან შედარებით (მლრდ ევრო)	2014 წლის მოცულ ობა	2014 წლის 1 კვარტ ალი	2014 წლის 2 კვარტ ალი	2014 წლის 3 კვარტ ალი	2014 წლის 4 კვარტ ალი
6 თვიანი ბუბილები	10,7%	-19	22	6	6	6	4
12 თვიანი ბუბილები	10,7%	-11	22	6	6	6	4
ჯამურად ფულადი ბაზარი	21,5%	-30	44	12	12	12	8
2 წლიანი შატცები	25,4%	-8	52	13	13	13	13
5 წლიანი ბობლები	23,4%	-3	48	13	12	12	11
10 წლიანი ბუნდები	26,3%	0	54	14	14	13	13
30 წლიანი ბუნდები	3,4%	-1	7	3	2	0	2
ჯამურად კაპიტალის ბაზარი	78,5%	-12	161	43	41	38	39

საკმაოდ ინტენსიურია გერმანიის სახელმწიფოს ფასიანი ქაღალდების მეორადი ვაჭრობა:

- ლიკვიდურობის კუთხით გერმანულ სახელმწიფო ფასიან ქაღალდს ანალოგი არ გააჩნია ევროზონის ქვეყნებს შორის. სხვაობა ყიდვა/გაყიდვის ფასებს შორის 0,048 ნიშნულზეა;

- 2013 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით არსებული ოფიციალური ინფორმაციის თანახმად გერმანიის სახელმწიფო ქაღალდების ოდენობა ღია მიმოქცევაში 1,155 მილიარდ ევროს უტოლდებოდა (http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Aktuelle_Informationen/bund_fact_sheet.pdf), ხოლო 2014 წლის მიწურულს ეს ციფრი 1,158 მილიარდ ევროს გაუტოლდა;
- ყურადსაღებია გერმანიის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ვაჭრობა. 2013 და 2014 წლის შედეგების მიხედვით ყოველდღიურად მეორადი ბაზრის ბრუნვა 20 - 21 მილიარდ ევროს აჭარბებს, რაც პირდაპირი მაჩვენებელია თუ რაოდენ მაღალია ინტერესი მსოფლიო ინვესტორთა მხრიდან ამ ინსტრუმენტის მიმართ;
- 2012 წლის მონაცემებით გერმანიის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით წლიურმა ვაჭრობამ 5,372 მილიარდი ევრო შეადგინა, ხოლო საშუალო თვიური ბრუნვა 448 მილიარდი ევროს ტოლფასი იყო. 2013 წლის შედეგებით წლიურმა ვაჭრობამ 5,832 მილიარდი ევრო შეადგინა, ხოლო საშუალო თვიური ბრუნვა კვლავ 448 მილიარდი ევროს ტოლფასი იყო.

ანალიზის კუთხით საკმაოდ საინტერესოა მეორადი ბაზრის მონაცემების ანალიზი, მათ შორის სქემატურ - გრაფიკული ანალიზი, რაც წარმოდგენილია ცხრილით: გერმანიის ფედერალური მთავრობის მიერ ემიტირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე ყიდვა/ გაყიდვის მონაცემები

მლრდ ევრო	ჯამური წლიური ოდენობა				საშუალო თვიური ოდენობა			
	2012	2011	2010	2009	2012	2011	2010	2009
*სავაჭრო ბრუნვა	5,372	6,028	5,679	4,609	448	502	473	392
სხვა მონაწილეები	160	157	247	223	13,3	13,1	20,6	18,6

*სავაჭრო ბრუნვა წარმოადგენს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე აუქციონის ჯგუფის წევრი ბანკების მიერ დადებულ გარიგებათა ჯამურ ოდენობას. მაჩვენებელში გაერთიანებულია ბობილსების, შატცეს, ბუბლების, 10 და 30 წლიანი ბუნდების, აშშ დოლარში ნომინირებული ბუნდებისა და ინფლაციაზე კორექტირებული (ინდექსირებული) ფასიანი ქაღალდი.

ყურადსაღებია, რომ გერმანიის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და მეორად ბაზარზე გადაყიდვა ხორციელდება მხოლოდ აუქციონის წევრი საკრედიტო ინსტიტუტების მიერ. საამისოდ დაარსებულია ობლიგაციათა აუქციონის ჯგუფი (BIAG). აღნიშნული აუქციონის ჯგუფის წევრი შეიძლება იყოს მხოლოდ ევროკავშირის საკრედიტო ინსტიტუტები. ჯგუფის წევრობა რეგულირდება გერმანიის კანონების მიხედვით.

ჯგუფის წევრობის შესანარჩუნებლად საკრედიტო ინსტიტუტმა უნდა გამოიწეროს მთლიანად გამოშვებული ობლიგაციების 0.05% (პროცენტი) ვადების გათვალისწინებით. წევრები, რომლებიც ვერ ასრულებენ შეთანხმების მინიმუმს, ირიცხებიან ჯგუფიდან. ყოველ წელს მთავრობა გამოსცემს ჯგუფის წევრთა სიას მათი შესყიდვების წილით გამოცემულ ობლიგაციებზე. 2014 წლის მდგომარეობით ჯგუფში გაწევრიანებულია 37 საკრედიტო ინსტიტუტი.

გასათვალისწინებელია, რომ ცნება აუქციონის წევრი გერმანული კანონმდებლობით არ მოიცავს მხოლოდ კომერციულ ბანკს და ამ სახელწოდების მქონე საინვესტიციო ბანკები (საბროკერო კომპანიები), იპოთეკური და სხვა დარგის მომსახურე ბანკებითაა (სოფლის მეურნეობა, ბინათმშენებლობა და სხვა) წარმოდგენილი.

საგულისხმოა, რომ მეორადი ვაჭრობა სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე ხორციელდება საფონდო ბირჟების მეშვეობით.

გერმანიის ფედერალური მთავრობის სავალო პორტფელის მოკლე და გრძელვადიანი მართვა შემდეგ პრინციპებს ეფუძნება (ასლანიშვილი 2014:):

- მთავარი ამოცანა: მიღწეულ იქნას პორტფელის ისეთი სტრუქტურა, რომელიც გრძელვადიან დაბანდებას და გადავადებულ ხარჯებს გულისხმობს. ამასთანავე, ეს სტრუქტურა გამომშვების (გერმანიის მთავრობის) სტაბილურობას და რისკების ამორჩევადობას (ანუ მართვადობას) გულისხმობს;
- სასურველი პორტფელის მიღწევის გზაზე რისკების მართვა და ხარჯების გაწევა საშუალოვადიან პერსპექტივაში;
- სხვადასხვა ინსტრუმენტის გამოყენება, რათა მოხერხდეს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დივერსიფიკაციის გაუმჯობესება და საპროცენტო ხარჯის შემცირება.

თავი 3. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მსოფლიო ფინანსურ კრიზისში და პოსტკრიზისული პერიოდის გამოწვევები

ფინანსურ ლიტერატურასა და ოფიციალურ გამოცემებში მიჩნეულია, რომ გლობალური კრიზისის ათვლის თარიღია 2007 წელი (Paul Calem....2011: <http://www.federalreserve.gov/events/conferences/2011/rsr/papers/CalemCovasWu.pdf>). ეს თარიღი აღიარებულია კრიზისის დაწყების პერიოდად აშშ ფედერალური სარეზერვო ბანკის მკვლევართა მიერ. ამასთანავე, ამავე თარიღს ასკვნის აშშ ეროვნული კომისია, რომელიც შეიქმნა ამ კრიზისის გამომწვევი მიზეზების დადგენის მიზნით (The Financial Crisis report, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>). გლობალური ფინანსური კრიზისის მწვავე ფორმები გამოჩნდა აშშ-ს იპოთეკური დაკრედიტების ბაზარზე - residential mortgage-backed securities (RMBS) market. გლობალური კრიზისი სხვადასხვა რეგიონსა თუ ქვეყანაში განსხვავებულად მიმდინარეობდა. შედეგი საკმაოდ მძიმე აღმოჩნდა, რადგან კრიზისისთან გამკლავება თავისი მასშტაბით არნახული ფინანსური დახმარება და სამთავრობო ჩარევა მოითხოვა, რაც ბოლო 80 წლის მანძილზე (1928 – 1933 წწ დიდი დეპრესიის მერე) არ მომხდარა. ხოლო თავისი ღირებულებით და ჩართულობით ეს კრიზისი ყველაზე ძვირადღირებული და ღრმაა, რაც კი კაცობრიობის ისტორიაში მომხდარა. ამ მოვლენასთან სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს მნიშვნელოვანი მიზმა აქვს. გლობალური კრიზისის მიზეზები და ფაქტორები პრინციპში დიდად არ განსხვავდება წინა კრიზისებისაგან, რომ არა ამ კრიზისის მასშტაბი და პრობლემები. კრიზისის გამომწვევი ფაქტორები კი შემდეგია (ასლანიშვილი 2012: 298):

1. გლობალური თამაში უსაზღვრო ლიბერალიზმში, რამაც მსოფლიოს მრავალ ქვეყანაში მოქმედ საფინანსო სისტემის წამყვან ბანკებს (კომერციულ და მათთან გათანაბრებულ საინვესტიციო ბანკები) მიანიჭა შესაძლებლობა არასაბანკო სექტორებში შესულიყვნენ (ანუ არასაბანკო საქმით დაკავდნენ –სავაჭრო ქსელი, სამშენებლო ბიზნესი, სადაზღვევო საქმიანობა, საბროკერო საქმიანობა და სხვა) და ფაქტობრივად გაენადგურებინათ იქ მოღვაწე შესაბამისი პროფილის კომპანიები, რამაც ამ დარგების სრული ჩავარდნა გამოიწვია;

2. ბანკების მხრიდან წარმოებულმა ფართო საკრედიტო პოლიტიკამ ფაქტობრივად ვალებში ჩაფლო აშშ-ს ეკონომიკურად აქტიური მოსახლეობის უდიდესი ნაწილი, რაც მეორეს მხრივ კრიზისის კვალობაზე მათ გადახდისუნარობას ზრდის და ამძიმებს საერთო მძიმე ეკონომიკურ სიტუაციას;
3. შესაბამისი ქვეყნების საბანკო და საფინანსო ზედამხედველობის სამსახურების უუნარობა და უმოქმედება აღეკვეთა ბანკების არასაბანკო სექტორში მოღვაწეობა;
4. საბანკო და საფინანსო დარგის მსხვილი მესაკუთრეების მოგებაზე ორიენტირებული მიზნების მისაღწევად მრავალი არაჯანსაღი სტრუქტურის და ფიზიკური პირზე სესხის გაცემა და დაფინანსება;
5. მსხვილი საერთაშორისო აუდიტორული კომპანიების მიერ წარმოშობილი პრობლემების “არდანახვამ” შესაბამისი “გასამრჯელოს” ფასად. ამის შედეგად აუდიტორული დასკვნების და რეიტინგების “ყიდვა – გაყიდვამ” ფართო ხასიათი მიიღო და შექმნა არაჯანსაღი ეკონომიკური ვითარება. დაზარალდა მრავალი ინვესტორი და დიდი ოდენობის საინვესტიციო თანხა დაიკარგა;
6. წინა საკრიზისო პერიოდში წარმოებულმა ლიბერალურმა ფულად-საკრედიტო პოლიტიკამ მკვეთრად გააძვირა უძრავი ქონების ბაზარი და სამშენებლო – საფინანსო პირამიდების მომრავლება გამოიწვია. რამაც უკვე დამდგარ კრიზისის პირობებში ამ აქტივებში დაბანდებული ფულის (მეტ წილად მეანაბრეების) ღირებულება კატასტროფული ვარდნა განაპირობა. ეს კი (ბანკების გარესაბალანსო ანგარიშებზე რიცხული აქტივების) ყველაზე მძიმე საფინანსო – ეკონომიკური პრობლემაა, რაც თავს უახლოეს პერიოდში იჩენს. მიზეზები შეიძლება გაცილებით მეტი ჩამოითვალოს, თუმცა ვთვლით, რომ გლობალური ეკონომიკური კრიზისის წარმოშობის საერთო სურათს ჩამოთვლილი 6 (ექვსი) მიზეზი მეტ ნაკლებად პასუხობს.

კვლევის მიზნებიდან გამომდინარე განვიხილოთ ამ კრიზისის მიზეზი და სიმწვავე მსოფლიოს ყველაზე განვითარებულ ორ რეგიონში - ევროზონის ანუ ევროს ქვეყნებში და ამერიკის შეერთებულ შტატებში. ანალიზი ჩატარდა კრიზისის ყველაზე მწვავე ფაზის პერიოდში და რთულ პოსტკრიზისულ პერიოდში - 2007 – 2012 წწ განმავლობაში.

3.1 2007 წლის ფინანსური კრიზისი და ევროზონის ქვეყნების

სახელმწიფო და საგარეო ვალის პრობლემა

წარმოდგენილი ანალიზი ეწინააღმდეგება ფართოდ გავრცელებულ სტერეოტიპს, რომ საბერძნეთის სიტუაციამ გამოიწვია ევროზონის ფინანსური პრობლემები და არც ვიხილავთ საბერძნეთის სიტუაციას, როგორც სპეციალურ განცალკევებულ შემთხვევას, რადგან მხოლოდ ცალკეული ქვეყანა არ არის ამ კრიზისის წყარო. კრიზისის საწყისები უნდა ვეძიოთ ევროპის მონეტარული კავშირის ფუძემდებლური პრინციპების უგულვებელყოფაში, რომელიც ამ გაერთიანების სათავეში იქნა გაცხადებული - ე.წ მასტრიხტის შეთანხმება (**Treaty of Maastricht**: http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_en.htm).

სანამ უშუალოდ მასტრიხტის შეთანხმებას შევხებით, გვსურს ყურადღება გავამახვილოთ ევროპის ქვეყნების ანტიკრიზისული ინიციატივების მიმართ და იმ სიტუაციას, რომელიც წინ უძღოდა ამ ნაბიჯს. აქედან აღნიშვნის ღირსია 25 (ოცდახუთი) ევროპის სახელმწიფოს მიერ 2012 წლის 2 მარტს ხელმოწერილი ფისკალური შეთანხმება. ამ შეთანხმების არსი შემდეგია (**Treaty on stability.....**<http://www.eurozone.europa.eu/euro-area/topics/treaty-on-stability,-coordination-and-governance-%28tscg%29/>):

ფისკალური დისციპლინის გამკაცრება ევრო ზონის ქვეყნებში. ევროზონის ქვეყნების მთავრობებს ამით შეეზღუდათ უფლება ახალი სესხის აღების კუთხით. სახელმწიფო ვალის გაზრდა შესაძლებელი გახდა მხოლოდ 0,5% (პროცენტით) ამა თუ იმ ქვეყნის მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებით. ამასთანავე, ეს 0,5% ვალის ზრდა არ უნდა აჭარბებდეს ჯამური მიმდინარე დეფიციტის 3 %. ამ გზით ნავარაუდევია იყო, რომ აღარ მოხდებოდა დიდი ოდენობით ვალის დაგროვება და აცილებულ იქნებოდა შემდგომში რაიმე სახის ახალი ფინანსური კრიზისი.

თუმცა აქ ერთი კითხვა იბადება - ამის შესახებ გადაწყვეტილება ხომ უკვე იყო ხელმოწერილი გასული საუკუნის 90 იან წლებში და შეთანხმებული?

მართლაც, 1997 წელს ევროს „დაბადება“ ამ პრინციპს ეფუძნებოდა - ეს იყო მასტრიხტის ცნობილი შეთანხმება და მისი სახელწოდება იყო „სტაბილურობისა და ზრდის პაკტი“

(http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_en.

[htm](#)). ეს პაქტი მაშინდელი გერმანიის ფინანსთა მინისტრის ბ-ნ თეო ვაგელის მიერ იქნა შემოღებული. ანუ 15 (თხუთმეტი) წლის შემდეგ საჭირო გახდა ამ წესის გამეორება, რათა აღკვეთილ იქნას რიგი ქვეყნების მიერ წესის დარღვევის ტენდენცია. ისტორიულად თუ გადავხედავთ სიტუაციას ის შემდეგია (http://www.investgroup.ge/padmin/ge/research_main_page/files/2010_-_2012_ww_evrozonis_krizisis_arsi.pdf),(ასლანიშვილი 2012: 298):

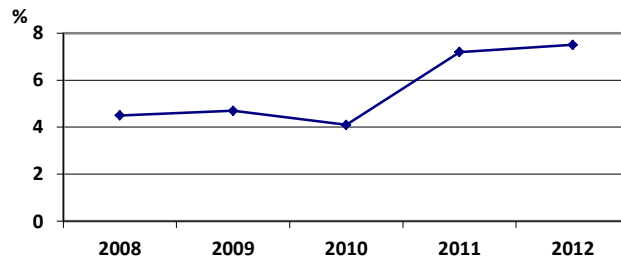
1. წესი პირველად იტალიამ დაარღვია და არასოდეს ასრულებდა დადებულ შეთანხმებას ანუ 3 % საბიუჯეტო დეფიციტის ზღვარს;
2. ყველაზე ნიშანდობლივია კი ის ფაქტია, რომ დამღრვევთა შორის გერმანიაც არის. მან ასევე არაერთხელ სხვადასხვა მიზეზით დაარღვია ეს პირობა ;
3. იმ ფონზე, როდესაც ევროზონის სამიდან ორმა უდიდესმა ქვეყანამ არ დაიცვა მასტრიხტის მოთხოვნები, მათ მაგალითს ევროზონის მესამე გიგანტი - საფრანგეთი შეუერთდა და მანაც დაარღვია ეს პირობები;
4. ანალიზის დროს აღმოჩნდა, რომ ერთადერთი დიდი ევროზონის ქვეყანა, რომელიც ყოველთვის და ბოლომე იცავდა ამ შეთანხმებას (2008 წლამდე) და არასოდეს დაურღვია პირობა ესპანეთი ყოფილა. ის 2008 წლის ფინანსურ კრიზისამდე იცავდა შეთანხმებას. მეტიც, ესპანეთს ყველაზე პატარა სახელმწიფო ვალი აქვს ამ ოთხეულში (ანუ სახელმწიფო ვალის ოდენობა ეკონომიკის სიდიდესთან მიმართებით);
5. საბერძნეთი ამ ჭრილში სხვა კატეგორიაა - ის არასოდეს იცავდა 3% ზღვარს და არც კი ჰქონდა ეს მაკროეკონომიკურ მიზნებს შორის, მაგრამ მოხერხებულად მანიპულირებდა სტატისტიკური მონაცემებით და აყალბებდა რა ციფრებს კარგად გამოიყურებოდა. ამის ხარჯზე ევროზონაშიც შევიდა და სამაგალითო ქვეყანა იყო, სანამ ციფრებით მანიპულირება არ გამჟღავნდა.სიყალბე მხოლოდ 2008 წელს გამოაშკარავდა ამერიკული რიგი საინვესტიციო ბანკის ფინანსური წარმოებული ინსტრუმენტების შემოწმებისას (სვოპ კორენტრაქტები).

ყოველივე ამის მიუხედავად, საერთაშორისო საფინანსო ბაზრის მონაწილეებსა და ინვესტორებს განსხვავებული აზრი და მიდგომები ახასიათებთ. თუ ამ ციფრებს გავყვებით - გერმანია, საფრანგეთი და იტალია კრიზისის მწვავე ფაზაში ყველაზე მძიმე მდგომარეობაში იქნებოდნენ, ხოლო ესპანეთი ისარგებლებდა ინვესტორთა

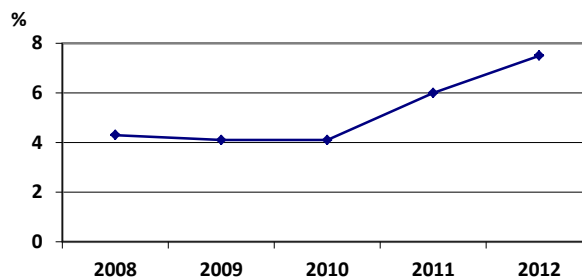
მხრიდან ყველაზე მაღალი ნდობით (საპროცენტო განაკვეთის დაბალი განაკვეთის გამო), მაგრამ რეალობა სხვაგვარი აღმოჩნდა.

ამ მხრივ ჩვენი ანალიზი შეეხო ამ სიტუაციის გარკვევას. არსებული ვითარება წამყვანი ოთხეულის ქვეყნებში საპროცენტო განაკვეთის მხრივ შემდეგი იყო (Bloomberg: Source: 10 year benchmark Government Bond yield, www.bis.org):

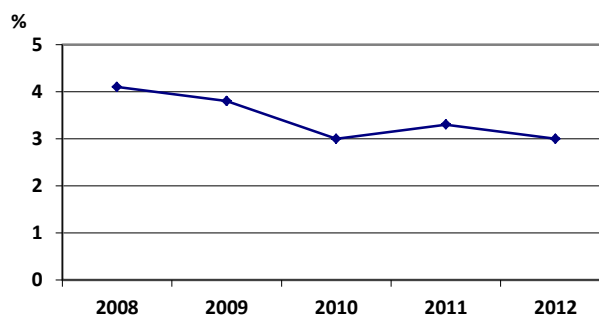
იტალიის სუვერენული (სახელმწიფო) ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთის დინამიკა:



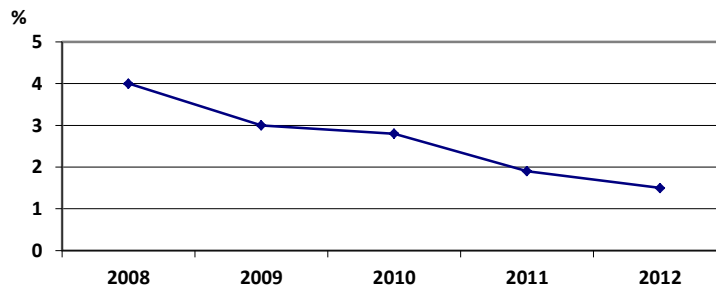
ესპანეთის სუვერენული (სახელმწიფო) ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთის დინამიკა :



საფრანგეთის სუვერენული (სახელმწიფო) ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთის დინამიკა შემდეგია :



გერმანიის სუვერენული (სახელმწიფო) ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთის დინამიკა :



თუ ამ სურათს გადავავლებთ თვალს აშკარაა, რომ მასტრიხტის პრინციპის დამცველი ესპანეთმა განიცადა არაბუნებრივი მიდგომა ინვესტორთა მხრიდან, თუმცა შემდგომმა კვლევამ და ანალიზმა ცხადყო, რომ ინვესტორები არ შემცდარან. ისინი უფრო სიღრმისეულად სწავლობენ სიტუაციას და აფასებენ მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკური სუბიექტების მდგომარეობას. ამ მხრივ კი ვითარება კარდინალურად განსხვავებული აღმოჩნდა.

ევროზონის ქვეყნების არასაფინანსო სექტორის სახელმწიფო და კერძო სექტორის ვალის თანაფარდობა მშპ-სთან (ევროში) (Source: Bank for International Settlements, www.bis.org)

2000 წლის მდგომარეობით

ქვეყანა	სახელმწიფო ვალი	კერძო სექტორის დავალიანება	სულ ჯამში
გერმანია	61%	165%	226%
საფრანგეთი	73%	170%	243%
იტალია	126%	126%	252%
ესპანეთი	71%	187%	258%

2000 წლიდან 2010 წლამდე ეს მაჩვენებელი შემდეგი გახდა (Bank for International Settlements, www.bis.org):

ქვეყანა	სახელმწიფო ვალი	კერძო სექტორის დავალიანება	სულ ჯამში
გერმანია	77%	164%	241%

საფრანგეთი	77%	224%	321%
იტალია	129%	181%	310%
ესპანეთი	72%	283%	355%

1. როგორც ანალიზი აჩვენებს ესპანეთის პრობლემა მისი კერძო სექტორი იყო, ბანკები, სამშენებლო ინდუსტრია და ეკონომიკის სხვა დარგები. ესპანეთის კერძო სექტორმა, ევროს შემოღების შემდეგ პერიოდში და უკონტროლო ლიბერალიზაციის კვალობაზე ისესხა საერთაშორისო ბაზარზე მილიარდობით ევრო და დოლარი და დააბანდა ამა თუ იმ დარგში. ესპანეთსა და იტალიაში 2008 წლამდე ადგილი ჰქონდა გასაოცარ დიდ საგარეო დავალიანების ზრდას, რაშიც ლომის წილი ამ ქვეყნების კერძო სექტორს ეკუთვნის. ამ სესხებთან ქვეყნების მთავრობას საერთო არაფერი ჰქონდა. ეს საგარეო სესხი აღებულ იქნა ძირითადად კერძო სექტორის მიერ ევროზონაში შესვლისას, რადგან ევროს შემოღებით კერძო ბიზნესს მიეცა გასაქანი და შესაძლებლობა რესურსი იაფად და დიდი ოდენობით მოეზიდა საერთაშორისო ბაზრებიდან. ამ შესაძლებლობით პირველ რიგში ისარგებლეს კომერციულმა ბანკებმა - ისესხეს მილიარდობით რესურსი და ამ ნაბიჯით გასაოცარ სიდიდეზე აიყვანეს ამა თუ იმ ქვეყნის ჯამური საგარეო ვალი საერთაშორისო ბაზრის მიმართ (ასლანიშვილი 2012: 298).

საბოლოო ჯამში, კრიზისის პირობებში, გაიზარდა რა ამ სესხების არდაფარვის მაჩვენებელი, ეს ქვეყნები ღრმა ფინანსურ კრიზისში აღმოჩნდნენ და გაუჭირდათ ადრე აღებული სესხების დაფარვა, ასევე მკვეთრად გაიზარდა საპროცენტო ხარჯი ამ სესხების მომსახურებასა და ახლით მათი გადაფარვის დროს;

2. ამ ფაქტს გაგრძელება ჰქონდა. ისესხეს რა მილიარდობით რესურსი, ესპანეთმა, იტალიამ და ნაწილობრივ საფრანგეთმა მნიშვნელოვნად გაზარდეს თავისი იმპორტი და ამით გააღრმავეს სავაჭრო დეფიციტი. ეს სხვაობა იფარებოდა საგარეო ვალებით, როგორც სახელმწიფო, ასევე კერძო კომპანიების მიერ. ამ სიტუაციაში ყველაზე მომგებიან ვითარებაში გერმანია აღმოჩნდა, როგორც ექსპორტზე ორიენტირებული ქვეყანა და 1999 წლიდან

მოყოლებული გერმანიამ დიდი ოდენობით გაზარდა თავისი ექსპორტი ყველა მიმართულებით, მათ შორის სამხრეთ ევროპის ქვეყნებში. გერმანულ ექსპორტს, რომლის არეალი ევროპით არ შემოიფარგლებოდა (მანქანა - დანადგარებს, პროდუქტი თუ სხვა) ყიდულობდა ესპანეთი, იტალია, საბერძნეთი და ნაწილობრივ საფრანგეთი სესხით ანუ საერთაშორისო ბაზარზე ნასესხები რესურსით. ამის ფონზე გერმანიას შეექმნა დიდი ოდენობით ფულის სიჭარბე, რომლის გასესხებას ის წარმატებით ახორციელებდა ამ და სხვა ქვეყნებში.

თუმცა კრიზისის პერიოდში პრობლემა მხოლოდ ამით არ შემოიფარგლა. სიტუაცია ამ მიზეზთა გამო უფრო დამძიმდა.

3. ეკონომიკური აღმავლობის პერიოდში (1999 – 2007 წწ) საფრანგეთში, იტალიასა და ესპანეთში არა მარტა ჯამური საგარეო ვალი გაიზარდა, არამედ გაზრდილ იქნა ხელფასებიც. ყურადსაღებია, რომ გერმანელების საშუალო სახელფასო მაჩვენებელი ამ პერიოდში არ შეცვლილა. შედეგად, კრიზისამდელმა ეიფორიამ და იაფმა ფულმა შექმნა კეთილდღეობის ილუზია ევროპის მთელ რიგ ეკონომიკურად შედარებით სუსტ ქვეყნებში და ესპანეთის, საბერძნეთის, იტალიისა და საფრანგეთის საშუალო სახელფასო მაჩვენებელი მიუახლოვდა და რიგ შემთხვევაში გაუტოლდა გერმანულს.

90 - იან წლებში გერმანულმა პროფკავშირებმა მიაღწიეს შეთანხმებას ხელფასების უცვლელობის თაობაზე 1999 – 2007 წწ.

კრიზისის პირობებში იტალიისა და ესპანეთის მუშა - ხელი კი განსაკუთრებულ მძიმე დღეში აღმოჩნდა. მკვეთრად იმატა უმუშევრობამ და სოციალურმა უთანასწორობამ. ეს გამოწვეული იყო იმ ფაქტით, რომ კრიზისმა ნათლად აჩვენა ამ ქვეყნების ეკონომიკების კონკურენტუნარიობა, რაც მძიმედ აისახა მათი მოსახლეობის ანაზღაურებასა და სოციალური დაცვის მექანიზმებზე. ფაქტიურად კრიზისის პირობებში იტალია, ესპანეთი, საბერძნეთი და რიგი სხვა ქვეყანა ვერ სესხულობდა იაფ რესურსს, რომელიც საკმაოდ გაძვირდა. მეორეს მხრივ კი მათი წარმოება კონკურენტუნარო აღმოჩნდა გერმანულთან შედარებით.

ევროპაში არსებული კრიზისის სიმძლავრის საჩვენებლად მოვიყვანთ 2012 წლის მდგომარეობით ასახულ ესპანეთის მაგალითს (Bank for International Settlements, www.bis.org, 10 year benchmark Government Bond yield, www.Bloomberg.com):

1. ესპანეთი ევროზონის სიდიდით მეოთხე ეკონომიკაა;
2. 2012 წელს შრომისუნარიანი მოსახლეობის 25% (ანუ ყოველი მეოთხე) უმუშევარი აღმოჩნდა (ევროპის მასშტაბით ეს ციფრი 10 – 11 პროცენტი იყო). შედარებისთვის - 2006 წელს უმუშევრობა ესპანეთში 8,5% შეადგენდა და ევროპის საშუალო მაჩვენებელს უტოლდებოდა;
3. უძრავი ქონების ფასმა 25% იკლო 2008 წლიდან მოყოლებული;
4. საბანკო სისტემა მძიმე მდგომარეობაში აღმოჩნდა და გადაიტვირთა ვალებით. 2012 წლის ბოლოს ჩატარებული შეფასებით, რაც დამოუკიდებელმა ევროპულმა კომისიამ შეადგინა ესპანეთის ბანკების მიერ გაცემული სესხიდან 155,84 მილიარდი ევროს ოდენობა იყო უიმედო სესხი და ვერ დაიფარებოდა. ეს კი საერთო სასესხო პორტფელის 9% ტოლფასი იყო. ამ პეიოდში (2012 წლის მდგომარეობით) ესპანური ბანკების რაოდენობა 45 დან 11 მდე შემცირდა. ესპანეთის მთავრობამ 60 მილიარდი ევრო მიმართა საბანკო სექტორის გადასარჩენად. 100 მილიარდი ევრო ევროზონის ცენტრალური ბანკიდან იქნა გამოყოფილი. მხოლოდ ესპანეთის სიდიდით მეოთხე ბანკმა - ბანკიამ 2012 წელს ითხოვა მთავრობის დახმარება 19 მლრდ ევროს ოდენობით;

კრიზისის ყველაზე მწვავე ფაზის დროს მსგავსი ვითარება სუფევდა ევროზონის სხვა ქვეყნებშიც. თანამედროვე ეტაპზე მთავარი საკითხია თუ რა უნდა მოიმოქმედონ ამ ქვეყნებმა პოსტკრიზისულ პერიოდში, რომ თავი დააღწიონ ესოდენ არასასურველ მდგომარეობას. სანამ უშუალოდ პრობლემას და ამ დილემის განხილვას შევუდგებით, აუცილებელია აღინიშნოს, რომ:

1. სახელმწიფო ანუ სამთავრობო ვალს, რომელიც 2008 წლამდე შეიქმნა (საბერძნეთი სხვა კატეგორიის შემთხვევაა), საკმაოდ მცირე ზომა უჭირავს იმ პრობლემაში, რაც ევროპას დღეს ახასიათებს. ანუ, თუ ყველა ქვეყანა დაიცავს 3% დეფიციტის მოთხოვნას ეს არსებითად ვერ გამოასწორებს სიტუაციას და მომავალი კრიზისები პერმანენტულ ხასიათს მიიღებს;

2. ესპანეთი და იტალია ამჟამად ყველაზე სახიფათო რეცესიაში იმყოფებიან, რადგან არც ერთს არ სურს (და არც შეუძლიათ) ხარჯვითი ნაწილის გაზრდა. ელემენტარულად ამის რესურსიც არ გააჩნიათ. კომპანიები და მსესხებლები (ბანკები პირველ რიგში) დაკავებული არიან დაგროვილი ვალების მომსახურებითა და გადახდით. მათ არ რჩებათ არსებითი თავისუფალი რესურსი რაიმე სახის ახალი ხარჯის გაწევის მიზნით. ექსპორტი კონკურენტუნაროა და ამას ემატება ის ფაქტი, რომ მთავრობები შეთანხმდნენ და ატარებენ ხარჯების შემცირების პოლიტიკას, რადგან ვერ ხერხდება საკმარისი სასესხო რესურსის მოზიდვა საერთაშორისო ბაზრიდან (არსებულ სიტუაციაში სახელმწიფოები ახალი სახელმწიფო ვალის ემისიით ახორციელებენ ადრე ნასესხები რესურსის გასტუმრებას გაცილებით არახელსაყრელ საპროცენტო განაკვეთის პირობებში).

ამ მხრივ ევროზონის მთელი რიგი ქვეყანა შემდეგი დილემის წინაშე დგას: ხარჯების შემცირება თუ არშემცირება. განვიხილოთ თითოეული შემთხვევა.

ხარჯების შემცირების ვარიანტი

კრიზისში მყოფი ევროზონის ქვეყანა შეამცირებს რა ხარჯებს უეჭველია, რომ ამით რეცესიას უფრო გააღრმავებს. ეს კი გაზრდის უმუშევრობას. ასევე შეიკვეცება ხელფასები უფრო კონკურენტულ დონემდე (ანუ ისეთ სახელფასო მაჩვენებელზე დავა, რომ ამა თუ იმ ქვეყნის წარმოებული საქონელი კონკურენტუნარიანი გახდეს) (ასლანიშვილი 2012: 298).

თუმცა ეს ურთულესი ნაბიჯი იქნება. ერთის მხრივ, ხელფასის შემცირება ნიშნავს, რომ მოსახლეობა, რომელიც წლების განმავლობაში მიეჩვია ვალში ცხოვრებას ამ ვალს ვერ გადაიხდის. რეფლექსურად მოსახლეობა შეკვეცავს თავის ხარჯებს (ეს ისედაც ხდება) ან საერთოდ შეწყვეტს ვალის დაფარვას. ამასთანავე, დაბალი ხელფასი არ ნიშნავს ექსპორტის იმავდროულ ზრდას, რადგან ევროპის ყველა საექსპორტო ბაზარი ასევე რეცესიაში იმყოფება. რა თქმა უნდა, მოსახლეობა ამ ნაბიჯს უარყოფითად მიიღებს და სავარაუდოა, რომ გახშირდება პროტესტი, გამოსვლები და ამით ფინანსური ბაზარი კიდევ უფრო „ნერვიული“ და მგრძნობიარე გახდება. ეს კი ექვის ქვეშ აყენებს ასეთი ქვეყნების ევროზონაში დარჩენის შესაძლებლობას.

ხარჯების არშემცირება

კრიზისში მყოფი ევროზონის ქვეყანა არ შეამცირებს რა ხარჯს და ამით ფინანსური კოლაფსი და კრაზი გარდაუვალი იქნება. 2008 წლამდე დაგროვილი ვალეები ამჟამად გადაიზარდა ეკონომიკურ დაცემასა და დიდ უმუშევრობაში, რაც მძიმე ტვირთია კრიზისში მყოფი ამა თუ იმ ქვეყნის ეკონომიკისთვის. ამას ემატება ის ფაქტი, რომ ამ ქვეყნების ეკონომიკა იქნება ძალიან არაეფექტური და კონკურენტუნარო, თუ ეს ქვეყნები ევროზონასა და ევროს სავალუტო კავშირში დარჩებიან. ეს კი მიიყვანს ამ ქვეყნებს ნდობის დაკარგვის ფაქტორამდე (ამის ნიშნები სახეზეა - სარეიტინგო ქულების დაწევა, სესხის პროცენტის ზრდა, კაპიტალის გადინება). საბოლოო ჯამში საფინანსო ბაზარმა შეიძლება ჩათვალოს, რომ ამა თუ იმ ქვეყნის ეკონომიკა უბრალოდ ძალიან სუსტია, რომ არსებული ვალეებიც კი აიტანოს (საბერძნეთის დე ფაქტო ე.წ. მართვადი დეფოლტი ამის მაგალითია).

სავარაუდოა, რომ თუ ეს მსხვილ ევროპის ეკონომიკას დაემართა, სხვა ევროპულ სახელმწიფოებს არ ექნებათ ადეკვატური ოდენობის ფულადი რესურსი მის გადასარჩენად (ანუ მისი ფასიანი ქაღალდების შესაძენად), ხოლო ევროპის ცენტრალური ბანკი მათი სახელით იძულებული იქნება განაცხადოს, რომ მას ამის უფლება არ აქვს. თუ ამ სიტუაციას ექნება ადგილი, არამართო ესა თუ ის ქვეყანა დადგება ფინანსური კოლაფსის წინაშე, არამედ თვით ევროპის ფინანსური კავშირი და ევროზონის არსებობა კითხვის ნიშნის ქვეშ დადგება, რადგან თუ თვით ევროზონის ქვეყნები ვერ გადაარჩენენ ამ ქვეყანას, სხვა ვინ დაეხმარება ასეთ ეკონომიკას?

ამ ანალიზის შედეგად შეიძლება დავასვენათ, რომ შუძლებელია სახელმწიფო შიგა და საგარეო ვალეებით ამა თუ იმ ქვეყნის ეკონომიკის აყვავება, რისი თვალსაჩინო მაგალითია ბოლო მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისი და განსაკუთრებით მისი მიზეზით წარმოქმნილი ფინანსური პრობლემები.

3.2 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელობა აშშ-ში

ეკონომიკური კრიზისის დაძლევაში 2007 – 2010 წწ

ამერიკის შეერთებული შტატებში კრიზისის მწვავე ფაზამ და 2007 – 2010 წწ სახელმწიფოს მიერ ეკონომიკის გაჯანსაღებისკენ მიმართულ ღონისძიებებმა ცხადყო, რომ ევროპის ქვეყნების პოლიტიკისგან განსხვავებით აშშ-მ გამოიყენა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მასშტაბური ემისია და ამ გზით შეიმსუბუქა კრიზისის ყველაზე მწვავე პერიოდი (**The Financial Crisis Inquiry report 2011:**<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>), (ასლანიშვილი, ომაძე 2013: 502).

გლობალურმა კრიზისმა 2007 – 2009 წწ პერიოდში მსოფლიოს წამყვან ეკონომიკაზე – ამერიკის შეერთებულ შტატებზე შემდეგი გავლენა მოახდინა(**The Financial Crisis Inquiry report 2011:** <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>):

- აშშ ერთობლივი ეროვნული პროდუქტი (ეგპ, GNP) 3.8% შემცირდა (2007 დან 2009 წწ) – ეს ყველაზე დიდი და ღრმა შემცირებაა აშშ ეკონომიკის მეორე მსოფლიო ომის შემდგომ ისტორიაში;
- თანხობრივად აშშ ეგპ 514 მლრდ აშშ დოლარით შემცირდა;
- კერძო ინვესტიციების მოცულობა 570 მლრდ აშშ დოლარით შემცირდა;
- ოფიციალურმა უმუშევრობამ 10% შეადგინა, როდესაც სხვა პირობებში ის 4 – 5% ტოლი იყო. არაოფიციალური მონაცემებით კი უმუშევრობა კრიზისის მწვავე ფაზაში (2008 – 2010 წწ) 15 – 17% აღწევდა;
- სრული სიმძლავრით ამოქმედდა აშშ მთავარი რეზერვი – ამერიკული ვალუტის მასიური ემისია. ამის მიუხედავად, კრიზისის მწვავე პერიოდში (2007 – 2009 წწ) ინფლაცია იყო დაბალი, რადგან მოსახლეობის სამომხმარებლო ინდექსი მკვეთრად დაეცა, ხოლო ფინანსური რესურსი მიმართულ იქნა არა ფართო ფენაზე, არამედ საბანკო სისტემაში, პრობლემატურ კომპანიებსა და დარგებში და არ გასულა მასიურად მოსახლეობაში;
- ბიზნეს სექტორში გამეფებული აპათიისა და დაცემის კვალობაზე მკვეთრად იმატა დეპოზიტების მოცულობამ. მაგალითად, 2009 წელს დეპოზიტების

მაჩვენებელმა მოსახლეობის ჯამურ შემოსავლების 5.9% მიაღწია, რაც ბოლო 17 წლის მაქსიმუმია. შესადარებლად – 2008 წელს ეს მაჩვენებელი 2.7% იყო;

ეკონომიკური კრიზისის გავლენა აშშ ეკონომიკაზე ამით არ შემოიფარგლება. კრიზისის დასაძლევად და ბიზნეს სექტორის გადასარჩენად აშშ მთავრობა ოპერატიულად ჩაერია ეკონომიკურ ცხოვრებაში (სიტუაცია განსხვავება 1928 – 33 წწ კრიზისისგან. დიდი დეპრესიის დროს რუზველტის ადმინისტრაციამ მხოლოდ 1933 წლიდან ჩაერთო ეკონომიკურ პროცესებში და უარი თქვა ე.წ. “ლიბერალურ” კურსზე. კრიზისის დასაძლევად ჯონ მეინარდ კეინსის ეკონომიკური გეგმა იქნა გამოყენებული, რამაც ეკონომიკურ ცხოვრებაში სახელმწიფოს როლი გაზარდა).

ამ კრიზისის დასაძლევად აშშ მთავრობამ 2008 – 2010 წწ - 9,2 ტრილიონი აშშ დოლარი (ძირითადად სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით) გამოყო ეკონომიკური სიტუაციის გამოსასწორებლად. ამ თანხიდან 3 ტრილიონი აშშ დოლარი 2010 წლისთვის დახარჯულ იქნა, ანუ 30 პროცენტი. აშშ-ს მთავრობა აგრძელებს სტიმულირების პოლიტიკას(ასლანიშვილი...2013: 35).

ამ თანხის 80% განკუთვნილი იყო 8 (რვა) მასშტაბურ პროექტზე და მასიურ ფულად ემისიას გულისხმობდა. ამ პროგრამების ძირითადი არსი ისაა, რომ თანხის უკან დაბრუნება და ამოღება შეუძლებელი იქნება. ამასთანავე, ამ პროგრამებიდან გამომდინარე რისკი არის არა თანხის დაუბრუნებლობა, არამედ დაფინანსების ზღვრული ოდენობის შეკვეცა ან შემცირება (დარჩენილი 6 ტრილიონი აშშ დოლარის არმიღება/ვერ ათვისება).

ყველაზე საჭირობო პროგრამაა ბანკების საკითხი. მათი კაპიტალიზაციის ასამაღლებლად (ანუ უვარგისი აქტივების და დაუბრუნებელი სესხების სანაცვლოდ) მათ მიეცათ სამთავრობო რესურსი, რაც აშშ მთავრობის მხრიდან ბანკების პრივილიგირებული აქციების შექმნის გზით განხორციელდა. ამ ფულის დაბრუნების სქემა კი ბანკების მიერ პრივილიგირებული აქციების უკან გამოსყიდვაა. თუ პროგრამა შეჩერდა ან შეიკვეცა (ეს მოხდება ინფლაციის საფრთხის თუ სხვა მიზეზთა გამო) საბანკო სექტორი საკმაოდ მძიმე დღეში აღმოჩნდება. ერთი შეხედვით ბანკებს ჭარბი ლიკვიდურობა აქვთ – რადგან სიტუაცია მარტივია – მათ მიიღეს ფული და ამ ფულს არ გასცემენ სესხების სახით. მაგრამ, მათი აქტივების უმეტესობა დროთა განმავლობაში კიდევ უფრო ფუჭდება – ეცემა გირაოში

ჩადებული ქონების რეალური ღირებულება და იზრდება მასშტაბური ჩამოწერის რისკი. ეს კი ბანკებს უფულოდ და ბანკროტობის პირას აყენებს. უფრო თვალსაჩინოთ რომ წარმოვიდგინოთ თუ რა ნაბიჯები გადადგა აშშ-ს მთავრობამ ეკონომიკური კრიზისთან საბრძოლველად გთავაზობთ შემდეგ ცხრილს (იხილეთ დანართი 6):

ამას ემატება ფედერალური სარეზერვო სისტემის ანტიკრიზისული გეგმები (იხილეთ დანართი 7).

განხორციელდა ფედერალური სტიმულირების პროგრამები (იხილეთ დანართი 8).

ამას დაემატა შემდეგი ღონისძიებები:

FDIC – ის (დეპოზიტების დაზღვევის ფედერალური კომპანია) მიერ პრობლემური ბანკების შეძენა (მლრდ აშშ დოლარი)

2008 წელი - 17.8
2009 წელი - 27.8
სულ - 45.4

სხვა პროგრამებზე, რასაც საფინანსო ბაზრის მხარდაჭერის სხვა ღონისძიებები დაერქვა დაფინანსება შემდეგი იყო (იხილეთ დანართი 9) .

მძიმე მდგომარეობაში აღმოჩენილი აშშ-ს იპოთეკური ბაზრის გადასარჩენად განხორციელდა საცხოვრებელი სექტორის მხარდაჭერის ღონისძიებები (იხილეთ დანართი 10) .

ჯამურად კრიზისის ყველაზე მწვავე 2007 – 2010 წწ გადადგმული ღონისძიებების ანტიკრიზისული პროგრამების დასაფინანსებლად გაწეულ იქნა 9242.2 (ცხრა ტრილიონ ორას ორმოცდაორი მილიარდი) აშშ დოლარი, აქედან მხოლოდ 2008 – 2009 წწ გახარჯულ იქნა 2963.4 (ორი ტრილიონ ცხრაას სამოცდასამი მილიარდი) აშშ დოლარი (TARP PROGRAM: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>).

ამის შედეგად 2008 წლის მესამე მეოთხედიდან მოყოლებული ყველა მსხვილ კომერციულ ბანკს (როგორც აშშ-ში, ასევე სხვა ქვეყნებში) ჭარბი ლიკვიდურობა გააჩნდა კრიზისის პერიოდში – ანუ მიუხედავად მასშტაბური ზარალისა და დიდი დანაკარგებისა ჰქონდათ რესურსი გაესტუმრებინათ დეპოზიტარები თუ ასეთი მოთხოვნა ჩნდებოდა. თუმცა, ჩვენი ანალიზით ეს არის შედეგი უზარმაზარი

ფულადი ემისიისა, რაც გატარდა ცხოვრებაში აშშ ფედერალური სარეზერვო სისტემის და ევროპის ცენტრალური ბანკის მიერ.

მიუხედავად ამ ემისიისა და ფულის ბეჭდვისა ადგილი არ ჰქონდა ინფლაციას და მის ყველაზე უარეს სცენარს – ჰიპერინფლაციას, რადგან ამ თანხის უდიდესი ნაწილი არ გასულა მიმოქცევაში და აკუმულირებულ იქნა ბანკების ანგარიშებსა და ბანკების მიერ ნაყიდ სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში. არსებული გლობალური დაფინანსების სურათი შემდეგ სიტუაციას ესადაგება – სესხის აქტიური გაცემა შეწყვეტილია, რადგან კარგი ისტორიის მქონე პირი თუ საწარმო (თუ მომზადებული დახვდა კრიზისს) სესხს არ საჭიროებს, ხოლო პრობლემატურ კლიენტებზე ბანკები თანხებს აღარ გასცემენ, რადგან წინასაკრიზიო პერიოდში ლიბერალური მიდგომით გაცემული სესხების მქონე აღნიშნული სეგმენტი საკმაოდ დიდ სავალო კოეფიციენტს აჩვენებს და მიმდინარე ვალის გასტუმრებაც კი ხშირად სათუთაა.

კრიზისის დროს დისკუსიის საკითხი გახდა ჭარბი ლიკვიდობის გამოყენება/არგამოყენების საკითხი რეალური ეკონომიკის დაკრედიტების გასაზრდელად. საუბარია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსებით მიღებული თანხის ეკონომიკის დაკრედიტებაზე.

ამერიკელი ექსპერტების აზრით ქვეყნის საწარმოო სიმძლვარის დატვირთვის არსებული მაჩვენებელი 0.7 შეადგენს, როდესაც საინვესტიციო აქტივობის პროგრამათა დასაწყებად ის მინიმუმ 0.8 უნდა იყოს. მარტივად რომ ვთქვათ აშშ მწარმოებელმა დარგებმა 10% უნდა გაზარდონ არსებული წარმადობა (და მასზე უნდა იყოს შესაბამისი მოთხოვნა), რომ ეკონომიკაში განახლდეს კერძო ინვესტიციების ჩადების პროცესი. არსებულ ვითარებაში კი ერთადერთ მსხვილ ინვესტორად აშშ-ს მთავრობა მიიჩნევა. ანუ აშშ მთავრობის არსებული სტიმულირების პროგრამამ უნდა მისცეს “ბიძგი” და შეავსოს ეს 10%, რაც ნაკლებსავარაუდოა. აქ ადგილი აქვს ერთი უკიდურესობიდან (აღვირახსნილ ლიბერალიზმიდან) მეორეში გადავარდნას (სტალინური გეგმიური ეკონომიკის, რუზველტის ახალი კურსის და ადოლფ ჰიტლერის 30 იანი წლების გზების და ინფრასტრუქტურის პროგრამების ნაზავს). არსებულ სიტუაციაში მთავარი პრობლემა (და ეს ყველა ქვეყანას ეხება) შემდეგია(**The Financial Crisis Inquiry report 2011: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>**):

მწარმოებლური დარგების კომპანიები და მათი მესაკუთრეები არ ახორციელებენ დამატებით კაპიტალდაბანდებებს და არც (ან ვერც) ვალდებულებებს იზრდიან (სესხის თუ სხვა გზით), რადგან რეალურ ეკონომიკაში ზრდის მაჩვენებელი უბრალოდ არ არსებობს. შესაბამისად დაბალია საინვესტიციო აქტივობა. აქტივობის დაცემა კი განპირობებულია ბანკების საკრედიტო საქმიანობის ფაქტიური შეჩერებით. (აშშ საზოგადოება ფაქტიურად ვალში ცხოვრებას არის შეჩვეული, ასევე ევროპის და სხვა ქვეყნების).

აშშ ეკონომიკას დამატებით სხვა პრობლემებიც ახასიათებს:

1. ჭარბი ლიკვიდობა არათანაბრად არის განაწილებული და მისი უდიდესი ნაწილი (ფულის) თავმოყრილია მხოლოდ რამოდენიმე უმსხვილეს კომერციულ ბანკში (ლომის წილი სახელმწიფო დახმარების ასევე ამ ბანკებზე მოდის). ამასთანავე, აშშ ეკონომიკის ხერხემალი იყო და არის საშუალო და მცირე ბიზნესი, რომელსაც არა აქვს შეხება უმსხვილეს ბანკებთან. ეს სექტორი ურთიერთობს საშუალო და მცირე რეგიონალურ ბანკებთან, რომლებიც არც თუ კარგ მდგომარეობაში არიან. ამის შედეგად აშშ –ში (მიუხედავად 2008 და 2009 წწ მასშტაბური ფულადი მასის ინექციისა ბანკებში) პრობლემური ბანკების რიცხვი განუხრელად იზრდება. მხოლოდ კრიზისის მწვავე ფაზაში - 2009 წლის 9 (ცხრა) თვეში პრობლემური ბანკების რიცხვი გაორმაგდა. ეს კი მოწმობს, რომ მცირე და საშუალო ბანკების ბალანსების დალაგების პროცესი ხანგრძლივი პროცესი იქნება და აღნიშნული სტრუქტურების ფეხზე დაყენებას საკმაოდ დრო დაჭირდება. ანუ აშშ ეკონომიკის ხერხემალს – მცირე და საშუალო ბიზნესს (სადაც აშშ მცხოვრებთა 80% დასაქმებული) საკმაოდ მძიმე პერიოდი ელის და უახლოეს პერიოდში დაკრედიტების განახლების შესაძლებლობა ამ ბანკების მხრიდან სათუთა;

2. თუ შევადარებთ ბანკების საკრედიტო პორტფელის შემოსავლიანობას გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე არსებული ინვესტიციების ალტერნატიულ წყაროებთან - ის გაცილებით დაბალია. შესაბამისად, ინვესტორებს არ აწყობთ ბანკების საკრედიტო პორტფელის ზრდა, რადგან არსებულ ვითარებაში სხვა წყაროებს უფრო მეტი მოგება და დაბალი რისკი მოაქვთ. თან ალტერნატიული ინვესტიციები გამოირჩევა მეტი ლიკვიდობით, რაც კრიზისში უფრო ღირებულია. რა თქმა უნდა, დროთა განმავლობაში ეს სიტუაცია შეიცვლება და ალტერნატიული ინვესტიციების

მომგებიანობა დაეცემა, რაც ხელს შეუწყობს ბანკების საკრედიტო პორტფელის ზრდას. ამ მხრივ უცნობია თუ როდის დადგება ეს მომენტი;

3. ყველაზე მნიშვნელოვანი პრობლემა კი თვით ბანკების ყურადღებაა საკუთარი ბალანსის მიმართ. კრიზისმა ბანკების მენეჯმენტი საკმაოდ დააშინა (აქციონერებზე რომ არაფერი ვთქვათ) და ამჟამად მათი მთავარი საზრუნავია საკუთარი ბიზნესის სიჯანსაღე – ანუ მიმდინარეობს სესხების ამოღება და პარალელურად კაპიტალის მაქსიმალური ზრდა, რაც გაფუჭებული სესხის შემთხვევაში დააბალანსებს ჩამოწერის მაჩვენებელს. ამის ნიშანია, რომ აშშ ბანკების საშუალო რეზერვი 2008 და 2009 წწ განმავლობაში თითქმის არ შეცვლილა და აშშ – თვის რეკორდულად მაღალია – რეზერვირების 2% შესაძლო დანაკარგებზე. ასევე რეკორდული იყო ბანკების კაპიტალის ზრდის ტემპი, თუმცა ძირითადად ეს არ მომხდარა ფულადი სახით, არამედ მათ ბალანსზე არსებული ინვესტიციების გადაფასების გზით. ეს მეთოდი საკმაოდ არამყარი საფუძველია, თუ ფინანსურ ბაზრებზე არსებულ ცვალებადობას და ფასების დაცემას გავითვალისწინებთ. ასე რომ ეს მეთოდი არც თუ საიმედოა და უფრო საკამათოა, რასაც მთავარ (ჯერ ფარულ) პრობლემასთან მივყავართ – ბანკებს უბრალოდ სხვა გამოსავალი არ ჰქონდათ. ანუ სიტუაციის გაუარესების შემთხვევაში მდგომარეობა უბრალოდ უმართავი გახდებოდა. არსებული ტენდენციის გათვალისწინებით 2012 წლის მდგომარეობით აშშ საბანკო სისტემის ლევერიჯი (მოზიდული სახსრების უფრო მაღალ პროცენტში გასესხება და ამით საბოლოო ჯამში საკუთარი კაპიტალის (და აქციონერთა მოგების ზრდა) დაეცა ათ წლიან მინიმუმამდე. დროის ამ მონაკვეთში პოსტკრიზისული სიტუაციის შესაცვლელად საჭირო გახდა დაკრედიტების გაზრდა, მაგრამ ამ პროცესს დაემთხვა უიმედო სესხების ჩამოწერის პროცესი, რაც მძიმე ტვირთი იყო ბანკების საკუთარ კაპიტალზე. თუ დავუმატებთ ამას კრიზისულ პერიოდში კაპიტალის შევსების არამყარ ვითარებას შეგვიძლია ვივარაუდოთ რომ აშშ ბანკები თანამედროვე ეტაპზეც კი გააგრძელებენ კონსერვატიულ საკრედიტო პოლიტიკას და არ მოახდენენ ეკონომიკის ფართო დაფინანსებას. ამასთანავე, უნდა აღინიშნოს – მხოლოდ 2008 – 2009 წწ ჩამოწერილ იქნა 350 მლრდ აშშ დოლარის უიმედო სესხი და ბანკების კაპიტალიზაციის საკითხი კვლავ პრობლემატურია.

კრიზისის არსებული მიმდინარეობისა და დამდგარი შედეგის გათვალისწინებით შესაძლოა გამოვიტანოთ დასკვნები და ვივარაუდოთ თუ რა ელის მსოფლიო ეკონომიკას და აშშ ეკონომიკას, როგორც მის მამოძრავებელ ერთეულს;

- შეიძლება დავასკნათ, რომ აშშ ეკონომიკას საკმაოდ ნელი და დროში გაწელილი აღდგენა ელის. მიუხედავად იმისა, რომ 2014 წლის მიწურულს აშშ-ს ფედერალურმა სარეზერვო ბანკმა შეწყვიტა ე.წ. „რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკა“, როგორც ჩანს შენარჩუნდება სამთავრობო მასტიმულირებელი ღონისძიებების უმრავლესობა. ინვესტორების ამოძრავებას საპროცენტო განაკვეთის ზრდა თუ შეუწყობს ხელს და სტიმულირების შეწყვეტა;
- უნდა ვივარაუდოთ რომ აშშ ეკონომიკის აღდგენის პროცესში შესაძლოა შეიქმნას ინვესტიციების დეფიციტი. აშშ –ში მომხდარი ბოლო ხუთი რეცესიის (კრიზისის) ისტორია ცხადყოფს, რომ თუ დაცემის ქვედა დონიდან ზრდა ზედიზედ ოთხი კვარტალი გაგრძელდა, მოხმარება საშუალოდ საწყისი პერიოდის 105% შეადგენს (ანუ 5% იზრდება). ამასთანავე, ინვესტიციების მაჩვენებელი 98% აღწევს (ანუ ჩამორჩება მოხმარების დონის აღდგენას). თუ ამ მაჩვენებლებს არსებულ ვითარებას მივუსადაგებთ ეს ნიშნავს რომ მხოლოდ წინასაკრიზისო მაჩვენებელის მისაღწევად აშშ მოხმარება საშუალოდ სამი კვარტლის განმავლობაში მაინც 6% უნდა იზრდებოდეს, ხოლო ინვესტიციები 30%, რაც ძალიან ოპტიმისტური და ნაკლებსავარაუდო სცენარია;
- აშშ-ში მომხდარი წინა კრიზისების მონაცემების ანალიზი ცხადყოფს, რომ ეკონომიკის აღდგენა შემდეგი სცენარით ვითარდება: **ინვესტიციების ზრდა – უმუშევრობის შემცირება – სამომხმარებლო ხარჯების ზრდა**. თუმცა, არსებული სიტუაცია განსხვავდება წინა ლოკალური კრიზისებისაგან. ამჟამად ადგილი აქვს გლობალურ კრიზისს და სხვადასხვა სახელმწიფოს მასშტაბურ და აქტიურ ჩარევას ეკონომიკაში;
- კრიზისის სიმძლავრეზე ისიც მიანიშნებს, რომ მიუხედავად უდიდესი ფულადი ინექციისა და მასტიმულირებელი ნაბიჯების ერთობლიობისა პრობლემები ჯერ ჯეროვით ვერ გადაიჭრა. განსაკუთრებულ პრობლემას

უმუშევრობის ზრდა და ინფრასტრუქტურული პროექტების პრაქტიკაში ვერ განხორციელება წარმოადგენს. ამის მაჩვენებელია “ბარაკ ობამას” გეგმით ცნობილი მასტიმულირებელი პაკეტი 787 მლრდ აშშ დოლარის ოდენობით. შესაბამისად მოლოდინი, რომ ეს გეგმა პარალელურად გამოიწვევდა ინვესტიციების და დასაქმების ზრდას არ გამართლდა. გეგმის მიზანი იყო ამ თანაფარდობის დაჩქარება;

- სამწუხაროდ არ არის დაცული ყველა პირობა, რაც აუცილებელია საკრედიტო ბაზრის აღსადგენად. ერთი მხრივ ლიკვიდობის პრობლემა მოხსნილია, მაგრამ ამ ლიკვიდობის განაწილება მოხდა არათანმიმდევრულად და არასამართლიანად (თუ საერთოდ შეიძლება საბაზრო ეკონომიკაში დაბეჭდილი ფულის განაწილებაზე საუბარი..) აშკარა პრობლემა და უთანხმოებაა აშშ საკრედიტო ინსტიტუტებსა და ეკონომიკის რეალურ სექტორებს შორის. სახელმწიფომ ფულადი რესურსის აბსოლუტური უმრავლესობა მიმართა უმსხვილესი ბანკების მიმართ და ამ გზით გადაუწყვიტა პრობლემები (საუბარია წინა საკრიზისო ცნებასთან – სისტემურ ბანკებზე). ამასთანავე აშშ მცირე და საშუალო ბანკების უმძიმეს მდგომარეობაში აღმოჩნდნენ – მათ არც რესურსი შეხვდათ და არც საკუთარი ძალებით შესძლეს კრიზისთან გამკლავება, რადგან კაპიტალიზაციის პრობლემა დაუდგათ. ერთი შეხედვით საშუალებას წარმოადგენს გლობალური საფინანსო ბაზარი, საიდანაც შესაძლოა ამ კატეგორიის ბანკებმა მოიზიდონ რესურსი. მაგრამ, არსებულ ვითარებაში ინვესტორებს გლობალურ ბაზრებზე აქვთ შესაძლებლობა ფული უფრო მომგებიან ფინანსურ ინსტრუმენტებში დააბანდონ. ანუ კრიზისის დასრულებამ ვერ გამოაჯანსაღა აშშ საშუალო და მცირე ბანკები (რეგიონალური ბანკები) და მათ არ ძალუძთ რეალური ეკონომიკის დაფინანსება. ეს არის უმძიმესი პრობლემა საკრედიტო ბაზრის აღსადგენად პოსტკრიზისულ პერიოდში. ამ პრობლემას გადაჭრის გზაა მხოლოდ ალტერნატიული ინვესტიციების შემოსავლიანობის დაცემა იმ დონემდე, რომ ინვესტორები შემობრუნდნენ აშშ მცირე და საშუალო ბანკების მიმართ. ეს სცენარი ამუშავდება თუ აშშ რეგიონალური ბანკების საკრედიტო პორტფელი არ გაუარესდება ამ პერიოდის დადგომისას, რაც

ნაკლებსავარაუდოა (საუბარია შეფარდებაზე რისკი/შემოსავლიანობა). დამატებითი პრობლემა, რაც საკრედიტო პორთფელის ზრდას ხელს უშლის აშშ საბანკო სისტემაში არსებული კაპიტალის უსერიოზულესი დეფიციტი;

- 2008 – 2014 წწ ფედერალური ბანკის მიერ დაბალი საპროცენტო განაკვეთის შენარჩუნება და ჭარბმა ლიკვიდობამ აშშ დოლარის კურსის დასწია. აშშ დოლარის დაცემას განაპირობებდა გლობალური ეკონომიკური კრიზისი, რამაც აშშ – ს დავალიანება გეომეტრიული პროგრესით გაზარდა, აგრეთვე ბიუჯეტის უზარმაზარი დეფიციტი და გლობალურ ფინანსურ ბაზარზე არასადოლარო ინვესტიციების მიმზიდველობის ზრდა. ყოველივე ეს გამოვლინდა ე.წ. “ქერი ტრეიდ” ოპერაციების ზრდაში – ანუ დოლარის ბაზაზე მოცულობითი ოპერაციების წარმოებაში, რამაც გამოიწვია აშშ დოლარის დაცემა (როდესაც ეს ოპერაციები ფართოვდებოდა). 2014 წლის მიწირულს დაიწყო უკუ პროცესი - ქერი ტრეიდ ოპერაციების მოცულობა შემცირდა, შეწყდა ფედერალური ბანკის მიერ ეკონომიკის მასტიმულირებელი პროგრამა (რაოდენობრივი შერბილება), რამაც გაამყარა აშშ დოლარის კურსი სხვა ვალუტების მიმართ - ევრო, იუანი და რიგი სხვა ვალუტა(**BLOOMBERG: <http://www.bloomberg.com/quote/EURUSD:CUR>**);
- აშშ ეკონომიკის სტრუქტურაში მნიშვნელოვანი პოზიცია შიგა ვალს –აშშ-ს სახაზინო ვალდებულებებს და ობლიგაციებს უჭირავს. მათი მოცულობა ტრილიონობით აშშ დოლარია. მიმდინარე ტენდენციის პირობებში მათი მომგებიანობა 1 – 2% ფარგლებშია მოქცეული ფედერალური ბანკის მიერ (დაბალი საპროცენტო განაკვეთის ფონზე). აშშ სახაზინო ვალდებულებებზე საპროცენტო განაკვეთის მრუდის მოძრაობა განპირობებულია ინფლაციური მოლოდინით (სახაზინო ობლიგაციები მეტ წილად მრავალწლიანია). თუ ადგილი ექნება ეკონომიკის გაუმჯობესების გრძელვადიან პოსტკრიზისულ ტრენდს და ინფლაციურ მოლოდინს – აშშ სახაზინოების ფასი შესაძლოა შემცირდეს. ამ მხრივ ინვესტორების მხრიდან სახაზინოების ბაზრის მიმართ ინტერესის მთავარი რისკ ფაქტორია ფედერალური ბანკის საპროცენტო განაკვეთის ზრდა. ყველაზე საინტერესოა, რომ კრიზისისა და სახაზინოების ემისიის მასშტაბური ზრდა არ იწვევს მათზე მოთხოვნის შენელებას.

საკრიზისო 2009 წელს ემისია ორჯერ გაიზარდა, მაგრამ ამ გაზრდილ ემისიაზე მოთხოვნამ 2008 წლის შედეგს გადააჭარბა! და მოთხოვნა/მიწოდების კოეფიციენტი (Bid to cover ratio) გაიზარდა 2008 წლის 2.69 დან 2009 წლის 2.73 მდე. საკმაოდ აქტიურად მიმდინარეობს არარეზიდენტების მიერ სახაზინო ვალდებულებების შექმნა. 2014 წლამდე არსებული ტენდენციის პირობებში, როდესაც ხორციელდებოდა ბაზრის ლიკვიდობით გაჯერება (ვთქვათ პირდაპირ - ფულის ბეჭდვა) რესურსის გამყიდველი ქვეყნების ხელში აღმოჩნდა დიდი ოდენობით ფულადი მასა. ტრადიციულად ეს ფულადი მასა ბრუნდება აშშ-ში და ხორციელდება სახაზინოების შექმნა (ჩინეთი, იაპონია და სხვა ინვესტორი ქვეყნები).

ამ მხრივ აშშ სახაზინო ვალდებულებებს გლობალური მასშტაბით კონკურენტი ჯერ არ გააჩნია. კრიზისის ყველაზე მწვავე ფაზის დროს შეიქმნა პარადოქსალური სიტუაცია(The Financial Crisis Inquiry report 2011: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>):

2009 წელს 2008 წელთან შედარებით ორჯერ დაეცა უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები აშშ-ს ეკონომიკაში – 216 მლრდ აშშ დოლარი 2009 წელს ნაცვლად 496 მლრდ აშშ დოლარისა 2008 წელს, მაგრამ! უცხოური ინვესტიციების შემცირებას აშშ-ში არ გამოუწვევია უცხოელების მხრიდან აშშ-ს სახაზინო ვალდებულებების შექმნის შემცირება. პირიქით! აშშ-ს სახაზინო ვალდებულებების ძირითადმა მყიდველებმა – ჩინეთმა და იაპონიამ 10% დან 20% გაზარდეს თავიანთი დაბანდება ამ ფინანსურ ინსტრუმენტში. დიდმა ბრიტანეთმა კი 90% ით გაზარდა აშშ-ს სახაზინო ვალდებულებებში დაბანდება.

ამ მხრივ შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ აშშ-ს სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის რისკი არის არა აშშ დოლარისა და სახაზინო ვალდებულებების მასიური ემისია, არამედ მსოფლიო სარეზერვო ვალუტის დამცველი აქტივის წოდების შენარჩუნება.

ზემოთმოყვანილი ანალიზის შედეგად შეიძლება დავასკვნათ, რომ დასაშვებია აშშ ეკონომიკური ვითარების სამი სცენარით განვითარება.

სცენარი პირველი – საბაზო ვარიანტი

აშშ-ს ერთობლივი ეროვნული პროდუქტის ზრდის და შენარჩუნების წყაროდ ინვესტიციათა გაზრდა გვესახება, რადგან არსებული ტენდენციით მცირდება

მოთხოვნა მუშა ხელზე და დაბალია შიდა მოხმარების მაჩვენებელი. თავის მხრივ ინვესტიციათა წყაროა კომპანიების მიერ მოგების მიღება (რაზეც ამჟამად საუბარიც კი ზედმეტია) და საკრედიტო რესურსისადმი წვდომა, რაც ამერიკული კომპანიების აბსოლუტური უმრავლესობისათვის ამჟამად დაბლოკილია. ამასთანავე, საკრედიტო ბაზრის აქტიური ფაზის დაწყებისას ინვესტიციები იქცევა წყაროდ, რომელიც დაძრავს ეკონომიკას წინ.

სცენარი მეორე – ევო და ინფლაციის სინქრონული ზრდა

ამ სცენარს პირობითად რაოდენობრივი შერბილებითი პოლიტიკის მიზანი შეგვიძლია ვუწოდოთ. ამ სცენარის შემთხვევაში ფედერალური ბანკი უცილობლად გაზრდის განაკვეთებს, რადგან ეკონომიკის აღსადგენი ძალა უკვე სახეზე იქნება, ხოლო ინფლაცია რისკებს შექმნის. ჯერ ჯერობით ამის საფუძველი არ დამდგარა. ანუ ნედლეულზე ნელი ტემპით ზრდადი ფასი, რასაც თან არ მოსდევს სამომხმარებლო ხარჯების ზრდა. ეს ვითარება ხელს არ უწყობს ინფლაციას (ჯერ ჯერობით) და შესაბამისად ნაკლებადსავარაუდოა ფედერალურმა ბანკმა გაზარდოს საპროცენტო განაკვეთი.

სცენარი მესამე – აპოკალიპტური სცენარი

ამ სცენარს პირობითად ანტიკრიზისული ნაბიჯების სრული ჩავარდნის სცენარი ვუწოდოთ. ეს ვითარება თუ დადგა, აშშ-ს ეკონომიკა ღრმა სტაგნაციაში გადაეშვება, რაც დამძიმებული იქნება დაბალი სამომხმარებლო დონით და ინვესტიციებით. საკრედიტო ბაზარი იქნება მეტ წილად მიუწვდომელი საშუალო და მცირე კომპანიებისათვის, ანუ რეალური ეკონომიკისათვის. ადგილი ექნება ინფლაციას, რაც სავაჭრო – სასურსათო აქტივების დაგროვებისა და მათში ინვესტირებით იქნება განპირობებული და არა ამერიკელთა კეთილდღეობის ამაღლებით. ყოველივე ეს კი კიდევ უფრო შეამცირებს სამომხმარებლო მოთხოვნის მრუდს ბაზარზე. ამ ვითარებაში სამთავრობო წრეებს აღარ დარჩებათ რაიმე ბერკეტი, რათა აღკვეთონ ეკონომიკაში ახალი კრიზისის წარმოშობა.

3.3 სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ადგილი და მნიშვნელობა საერთაშორისო ბაზარზე: ბოლო ტენდენციები და დისკუსიები

2007 წლიდან მოყოლებული ევროკავშირის წევრ სახელმწიფოთა შორის მიმდინარობს საუბარი და მსჯელობა, რომ ევრო ზონა სისტემურმა კრიზისმა მოიცვა, რომელიც სულ უფრო და უფრო მძაფრდება. ამ სიტუაციის გამოსავალი ეკონომისტების ნაწილმა ერთიანი ევროპის სავალო ობლიგაციების - ევრობონდების ემისიაში გამოიხატა. კრიზისის პერიოდში ევროკომისიის ოფიციალურ პირებსა და ცნობილ ფინანსისტებს შორის ადგილი ჰქონდა დისკუსიას თუ რა დადებითი და უარყოფითი მხარეები აქვს ამ იდეას (**Arguments for and against Eurobonds:** http://www.debatingeurope.eu/focus/arguments-for-against-eurobonds/#.VJEpMtKUf_Y).

ევროკავშირის სტაბილურ განვითარებას ხელი შეუშალა და საგრძნობლად უკან დახია საბერძნეთის კრიზისმა. ევროპის ბაზრები ერთმანეთზე არიან დამოკიდებული ძლიერი საექსპორტო ბაზრის შესანარჩუნებლად. ეს კი იმას ნიშნავს, რომ გრძელვადიანი ეკონომიკური კრიზისი ევროზონის რამდენიმე ქვეყანაში მტკივნეულად აისახება მთლიანად ევროზონაზე და შესაძლოა მის ეკონომიკურ ზრდას ხელი შეუშალოს (**The Economist 2011: 9**).

ევროზონის პრობლემების გადაჭრის კარდინალური მეთოდი წევრებს ცნობილმა ფინანსისტებმა (How to save EU: <http://www.theguardian.com/business/2013/apr/09/eurozone-crisis-germany-eurobonds>) და ევროპის ცენტრალურმა ბანკმა შესთავაზა და მისი წინადადების არსი მდგომარეობს მთელი ევროს ზონისათვის საერთო სახელმწიფო ობლიგაციების გამოშვებას ითვალისწინებს. თუმცა, მიუხედავად რთული ეკონომიკური მდგომარეობისა ევროკავშირის ოფიციალური პირები არ ეთანხმებიან ამ იდეას, რაც ფაქტიურად ნიშნავს ძლიერი ეკონომიკების ხარჯზე სუსტი ეკონომიკების გადარჩენას და ამით სიტუაციის შემსუბუქებას. ამასთანავე, ამგვარი ობლიგაციების შექმნა ცალკეულ ქვეყნებზე ზეწოლას შეასუსტებს და ისინი თავიანთი დავალიანებების შემცირებაზე იმდენად აღარ იზრუნებენ. არადა, ამგვარი სიახლე სუსტი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებს ვალების რეფინანსირების, დროის მოგების და ბიუჯეტის მეტ-ნაკლებად

წესრიგში მოყვანის საშუალებას მისცემდა (**Eurobonds are the only answer to Europe's crisis: <http://www.spinelligroup.eu/article/eurobonds-are-only-answer-europes-crisis>**).

იდეა, რომელიც ევროპის ცენტრალური ბანკის წინადადების თანახმად არის შემდეგი (**European Banking Union like the issue of a Eurobond?: <http://europeansting.com/2013/07/09/european-banking-union-like-the-issue-of-a-eurobond/>**): ერთიანი ობლიგაციებისთვის შეიქმნება ფართო ინტეგრირებული ბაზარი, რომელიც მოცულობით და ლიკვიდურობით ამერიკის შეერთებული შტატების სახაზინო ობლიგაციების ბაზარს არ ჩამოუვარდება.

ამ გეგმის თანახმად, ერთიანი ვალდებულებების გამოშვება გამოიწვევს „ეკონომიკური და მონეტარული კავშირის მნიშვნელოვან გაღრმავებას“ სამთავრობო დაფინანსების ახალი საშუალებების გამოშვების ხარჯზე. მისივე აზრით, ეს ობლიგაციები მაღალი სანდოობისა და ლიკვიდურობის გამო ინვესტორებს შორის მოთხოვნადი გახდება.

ამ ინიციატივის წინააღმდეგ გამოდის ერთ-ერთი წამყვანი ევროკავშირის წევრი სახელმწიფო გერმანია (**A new global financial system: <http://www.thetrumpet.com/article/8286.4.0.0/economy/a-new-global-financial-system?preview>**).

გერმანიის ოფიციალური პოზიცია შემდეგია: ერთიანი ობლიგაციების შემოღებას გერმანიისა და მთელი ევროკავშირისთვის ნეგატიური შედეგები ექნება, რადგან დავალიანების მქონე ქვეყნების წინაშე აღარ იდგება მწვავე აუცილებლობა, სასწრაფოდ შეამცირონ საბიუჯეტო დეფიციტი (**Merkel Party: No to Eurobonds, No to Turkey: <http://euobserver.com/news/120605>**).

გერმანია ევრობონდების შემოღებით ვერ მოიგებს. არ უნდა დაგვავიწყდეს, რომ მოგებას ვერც მთელი ევროკავშირი ნახავს, რადგან ცალკეული ქვეყნების სახელმწიფო ვალები საერთო ვალებად იქცევა. დავალიანების მქონე ქვეყნებს მიზნად აღარ ექნებათ, რაც შეიძლება სწრაფად გაამყარონ ბიუჯეტები – სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ეს შეარყევს მთელი ბლოკის სტაბილურობას (**Eurobonds and other tools for debt solidarity: <http://www.europarl.europa.eu/news/en/news-room/content/20120618IPR47077/html/Eurobonds-and-other-tools-for-debt-solidarity>**).

ევროკომისიის ყოფილმა ხელმძღვანელმა ჟოზე მანუელ ბაროზუმ ევროზონის რეფორმირების ეტაპობრივი გეგმა წარმოადგინა, რომელიც უახლოეს მომავალში ბლოკში ერთიანი ფინანსთა სამინისტროს შექმნას ითვალისწინებს. დროთა განმავლობაში აღნიშნულმა სამინისტრომ შესაძლოა საკუთარი გადასახადების დაწესება და ობლიგაციების გამოშვება დაიწყოს. თუმცა, ამ ეტაპზე ასეთი დაახლოებისთვის წევრი სახელმწიფოების უმრავლესობა ჯერ მზად არ არის.

ევროკომისიის ეს გეგმა ითვალისწინებს ევროზონაში სპეციალური ფონდის შექმნას ევროკავშირის ბიუჯეტის სახსრებიდან, რომელიც დახმარებას გაუწევს ქვეყნებს, მათ შორის ფინანსურსაც, განახორციელებს ეკონომიკურ რეფორმებს სახელმწიფოებში, რომლებიც ამას დამოუკიდებლად ვერ აკეთებენ (**European Financial Stability Facility: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>**).

ფონდის სახელწოდება იქნება „დაახლოებისა და კონკურენტუნარიანობის ინსტრუმენტი“ და ის სტაბილიზაციის ფონდის EFSF/ESM-ის მიერ უკვე აპრობირებულ ფორმულას დაეფუძნება. კერძოდ, დახმარების მისაღებად ქვეყნებისთვის აუცილებელი იქნება შეთანხმების დადება ევროკომისიასთან (**European Financial Stability Facility:http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf**).

განსხვავება კი იმაშია, რომ მსგავსი კონტრაქტები ყველა ქვეყანასთან დაიდება, რომლებიც ბიუჯეტის დეფიციტისა და სახელმწიფო ვალის მოცულობის ევროპულ პარამეტრებს არღვევენ (პირველ შემთხვევაში ეს მშპ-ს 3 პროცენტია, მეორეში კი 60 პროცენტი).

შედეგად ევროკომისია მიიჩნევს, რომ 2018 წლისთვის, ამ ინსტრუმენტის საფუძველზე შექმნას „ფინანსთა სამინისტრო ევროკომისიის ფარგლებში,“ რომელსაც ექნება ვეტოს დადების უფლება მის წინაშე ანგარიშვალდებულების მქონე ქვეყნების საბიუჯეტო ინიციატივებზე, ასევე მათ ეროვნულ ბიუჯეტებში ცვლილებების მოთხოვნის შესაძლებლობა.

ბოლო ეტაპზე, 2018 წლისთვის, დაგეგმილია ევროზონის სრულმასშტაბიანი ბიუჯეტის შექმნა, რომელიც სავალუტო კავშირის პრობლემური ქვეყნების ნაციონალურ ბიუჯეტებს დაუჭერდა მხარს.

ევროკომისიას იმედი აქვს, რომ მისი წინადადებები დააკმაყოფილებს როგორც მკაცრი საბიუჯეტო დისციპლინის მომხრეებს, ისე მათ, ვისაც მიმდინარე პრობლემების ერთიანი ძალისხმევით მოგვარება სურს.

თავი 4. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

4.1 საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების სამართლებრივი საფუძვლები

საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის საკითხთან დაკავშირებით საქართველოს კანონმდებლობის შესწავლით დადგინდა, რომ არ არსებობს ცალკე კანონი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შეხახებ, ხოლო „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიხედვით (**მუხლი 1. გამოყენების სფერო (საკანონმდებლო მაცნე, 14.03.2008 N5910)**) „ამ კანონით არ განისაზღვრება საქართველოს სახელმწიფოს სახელით სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და საჯარო შეთავაზების, აგრეთვე ამ ფასიანი ქაღალდებით საფონდო ბირჟის გარეთ საბანკო ვაჭრობის წესები“. შესაბამისად, არსებული საკანონმდებლო ნორმებით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა - გაყიდვის პროცესი არ ხორციელდება საჯარო წესით და მათი შექმნა ღია ბაზარზე არის შეუძლებელი.

საქართველოს კონსტიტუცია (საქართველოს 2010 წლის 15 ოქტომბრის კონსტიტუციური კანონი, №3710-სსმI, №62, 05.11.2010წ. (**მუხლი 3**)) განმარტავს, რომ „1. მხოლოდ საქართველოს უმაღლეს სახელმწიფო ორგანოთა განსაკუთრებულ გამგებლობას მიეკუთვნება:

ზ) სახელმწიფო ფინანსები და სახელმწიფო სესხი; ფულის მოჭრა; საბანკო, საკრედიტო, სადაზღვევო და საგადასახადო კანონმდებლობა;“

(საქართველოს კონსტიტუციის მეექვსე თავი მუხლი 92, 93 94, 95, 96, 97“, მუხ.5, მუხ.379)

აღნიშნულ საკითხებს საქართველოს აღმსრულებელ სტრუქტურასა და შესაბამისი პროფილის სტრუქტურის გამგებლობაში აქცევს - ფინანსთა სამინისტრო და საქართველოს ეროვნული ბანკი.

შეიძლება დავასკვნათ, რომ საკანონმდებლო კუთხით ამ ინსტრუმენტის მიმოქცევა რეგულირდება კანონით „სახელმწიფო ვალის შესახებ“. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ამ კანონს წინ უსწრებდა კანონი „საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო საბჭოს 1992 წლის 8 სექტემბრის დეკრეტი "საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო ვალის შესახებ" (საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო საბჭოს ნორმატიული აქტების კრებული, 1995 წ., ტომი II, მუხ.158), რომელიც ძალადაკარგულად იქნა ცნობილი კანონით „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ (მუხლი 50, თბილისი, 1998 წლის 5 მარტი. N 1285 - IIს, თბილისი, საქართველო)

კანონის განმარტებაში მითითებულია, რომ „ეს კანონი აწესრიგებს საქართველოს მიერ სახელმწიფო ვალის აღებასთან, საშინაო და საგარეო კრედიტებზე სახელმწიფო გარანტიების გაცემის უფლებამოსილების მინიჭებასთან დაკავშირებულ ურთიერთობებს, ადგენს სახელმწიფო ვალის დაფარვის ძირითად პრინციპებს“.

კანონის განმარტებაში პირდაპირ არის განსაზღვრული, რომ:

ა) საქართველოს სახელმწიფო ვალი – საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და მისი გარანტიით სხვა ორგანოების/დაწესებულებების მიერ დადებული ხელშეკრულებებით აღებული, ეროვნული ვალუტით გამოსახული, აგრეთვე საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ ეროვნულ ან უცხოურ კონვერტირებად ვალუტაში დენომინირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსებიდან მიღებული და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ საქართველოსთვის დამტკიცებული საფინანსო რესურსიდან მიღებული სახელმწიფო საშინაო და საგარეო ვალების ჯამური თანხა;

ბ) საქართველოს სახელმწიფო საშინაო ვალი – ეროვნული ვალუტით გამოსახული საქართველოს სახელმწიფო ვალის შემადგენელი ნაწილი; იმ ძირითადი თანხების ერთობლიობა, რომლებიც წარმოიქმნა საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ დადებული ხელშეკრულებებით განსაზღვრული შეუსრულებელი პირდაპირი ვალდებულებებით, აგრეთვე საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსებიდან მიღებული თანხებით;

კანონი სრულად განმარტავს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ტერმინოლოგიას და სიტყვათა მნიშვნელობას:

ი) ვალის ძირითადი თანხა – ვალის შესახებ ხელშეკრულების ან/და ამ კანონით გათვალისწინებული სახელმწიფო ვალის აღებასთან დაკავშირებული სხვა პროცედურების შესაბამისად ვალად აღებული თანხა;

კ) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი – ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც გამოშვებულია თანხების მოზიდვის მიზნით საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ, მოკლევადიანი, საშუალოვადიანი ან გრძელვადიანი, პროცენტის ან უპროცენტო სახით, გამოსახული ეროვნული ან კონვერტირებადი ვალუტით;

ლ) პროცენტის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ძირითადი თანხა - დაფარვის თარიღისათვის გადახდას დაქვემდებარებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულება;

მ) დისკონტი - სხვაობა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ნომინალურ ღირებულებასა და მისი შესყიდვის ფასს შორის, რომელიც ნომინალურ ღირებულებაზე ნაკლებია;

ნ) დისკონტური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი - ნომინალურ ღირებულებაზე ნაკლები ფასით გასაყიდი ფასიანი ქაღალდი;

ო) დისკონტური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ძირითადი თანხა - თანხა, რომელსაც კრედიტორი გაასესხებს დისკონტური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამოშვების დღეს და მისი შესყიდვის ფასის ეკვივალენტურია;

პ) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი არამატერიალიზებული ფორმით -სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ანგარიშზე ჩანაწერის სახით, რომლის გამოშვება და შენახვა ხორციელდება ბუღალტრული ან ელექტრონული ჩანაწერებით;

ჟ) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი მატერიალიზებული ფორმით - მატერიალიზებული ფორმით გამოშვებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი (ქაღალდის, პლასტიკური ბარათის ან სხვა სახით), რომელზედაც გამოსახულია ამ ფასიანი ქაღალდის განმსაზღვრელი რეკვიზიტები;

ამავე მუხლში კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ მიუთითებს ქართული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გრადაციას მათი ვადიანობის მიხედვით:

ფ) მოკლევადიანი პერიოდი - ერთ წლამდე პერიოდი;

ქ) საშუალოვადიანი პერიოდი - ერთიდან ათ წლამდე პერიოდი;

ღ) გრძელვადიანი პერიოდი - ათ წელზე მეტი პერიოდი;

კანონის თავი II, მუხლი 12. მიხედვით სახელმწიფო საშინაო ვალიდან შემოსული ფულადი სახსრები გამოიყენება:

ა) ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად;

ბ) სახელმწიფო ბიუჯეტის მოკლევადიანი საკასო სხვაობის დასაფარავად.

ეს საკითხი საჭიროებს დამატებით განმარტებას, რადგან სახეზეა საკანონმდებლო ხარვეზი - საქართველოს კანონმდებლობა სახელმწიფო ფასიან ქაღალდის ემისიის გზით მიღებული თანხის გამოყენება მხოლოდ ამ ორი საკითხით შემოფარგლავს, რაც აშკარად ავიწროებს და ამახინჯებს ამ ინსტრუმენტის მიმოქცევის და გამოყენების არეალს, რისი დასტურია ამ ინსტრუმენტის არაჯეროვანი გამოყენება ქართულ საფინანსო სისტემაში.

მუხლი 13 -ის მიხედვით სახელმწიფო საშინაო ვალის მართვა ხორციელდება საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ მისი დაფარვის ორგანიზაციითა და აღრიცხვით, პროცენტის განსაზღვრითა და გადახდით, აგრეთვე სხვა ოპერაციების განხორციელებით.

მუხლი 14-ის მიხედვით საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო უფლებამოსილია საქართველოს სახელით გამოუშვას სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია შეიძლება განხორციელდეს არამატერიალიზებული - ანგარიშზე ჩანაწერის სახით ან მატერიალიზებული ფორმით.

ამავე მუხლის 5 ქვეპუნქტი განმარტავს, რომ „სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, მიმოქცევა, აღრიცხვა და დაფარვა რეგულირდება ამ კანონისა და მის შესაბამისად შემუშავებული კანონქვემდებარე ნორმატიული აქტების საფუძველზე“.

ამ დებულებათა ანალიზი შემოთავაზებული გვაქვს მათი ანალიზის დროს.

მუხლი 16. ნორმატიული აქტები გვამცნობს, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მართვის შესახებ საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო და საქართველოს ეროვნული ბანკი ერთობლივად ადგენენ კანონქვემდებარე ნორმატიულ აქტებს, რომლებიც განსაზღვრავს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის პირობებს. ასევე საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

უფლებამოსილია განსაზღვროს ფისკალური აგენტი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით განსახორციელებელ ოპერაციებზე.

ფისკალური აგენტის ფუნქციას ასრულებს საქართველოს ეროვნული ბანკი .

საკმაოდ მნიშვნელოვან ინფორმაციას შეიცავს კანონის მუხლი 48¹.

საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი არსებული დავალიანება:

„საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი არსებული საქართველოს მთავრობის დავალიანება (მიღებული კრედიტები და გადაფორმებული სავალო ვალდებულებები), რომელიც წარმოადგენს სახელმწიფო საშინაო ვალს, დაფარულ იქნეს 2030 წლის 16 მარტამდე საქართველოს მთავრობასა და საქართველოს ეროვნულ ბანკს შორის გაფორმებული შეთანხმების საფუძველზე ისე, რომ ყოველწლიურად მოხდეს დავალიანების ერთი ნაწილის გადაფორმება ეროვნული ბანკისათვის განკუთვნილ ერთწლიან ყოველწლიურად განახლებად სახელმწიფო სავალო ვალდებულებად – სახელმწიფო ობლიგაციად, ხოლო მეორე ნაწილისა – სხვადასხვა ვადის სახელმწიფო ობლიგაციებად ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის, რომელთა დაფარვაც განხორციელდეს შესაბამისი წლების სახელმწიფო ბიუჯეტებიდან.

ამ მხრივ კვლევის პროცესში საჭირო გახდა უშუალოდ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს „საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ“ დებულების ანალიზი (შემდგომში დებულება) (დამტკიცებულია: საქართველოს ფინანსთა მინისტრისა და საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ერთობლივი ბრძანებით, № 10/01–N 51, 01/02/2010, შეტანილია ცვლილება: საქართველოს ფინანსთა მინისტრისა და საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ერთობლივი ბრძანებით, № 163/01–N931, 17/12/2010, შეტანილია ცვლილება: საქართველოს ფინანსთა მინისტრისა და საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ერთობლივი ბრძანებით, № 116/04–N642, 30/12/2011)

ეს არის ძირითადი დოკუმენტი, რომელიც აწესრიგებს პრაქტიკაში სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ყველა საკითხს.

მოქმედი დებულების თანახმად ერთი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულებაა 1000 ლარი. სახაზინო ვალდებულებების გამოშვება ხდება ერთ წლამდე დაფარვის ვადით, დისკონტით და დაიფარება ნომინალური ღირებულებით. სახაზინო ობლიგაციების გამოშვება ხდება 1-დან 10 წლამდე დაფარვის ვადით, კუპონის 6 თვეში ერთხელ გადახდით.

მუხლი 2 -ში განმარტებულია დებულებაში გამოყენებული ტერმინები:

ამ დებულების თანახმად გამოყენებულ ტერმინებს აქვს შემდეგი მნიშვნელობა:

ა) სახაზინო ვალდებულება – საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს (შემდგომში „ფინანსთა სამინისტრო“) მიერ გამოშვებული მოკლევადიანი დისკონტური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი (შემდგომში „სახაზინო ვალდებულება“);

ბ) სახაზინო ობლიგაცია - ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული საშუალოვადიანი კუპონური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი (შემდგომში „სახაზინო ობლიგაცია“);

გ) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზარი – ბაზარი, რომელზეც ხდება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა მათი გამოშვებისას;

დ) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზრის მონაწილეები – კომერციული ბანკები და მათი კლიენტები;

ე) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი - ბაზარი, რომელზეც ხდება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა–გაყიდვა პირველად ბაზარზე განთავსების შემდეგ;

ჟ) აუქციონის განკვეთის დონე - ფინანსთა სამინისტროს მიერ დადგენილი მაქსიმალური საპროცენტო განაკვეთი, რომლის ზემოთაც აუქციონში მონაწილე განაცხადები არ დაკმაყოფილდება;

რ) მრავალი ფასის მეთოდი – აუქციონის ჩატარების მეთოდი, რომლის დროსაც აუქციონში გამარჯვებული მყიდველის თითოეული განაცხადი კმაყოფილდება განაცხადში მითითებული ფასით;

ც) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების რეესტრი – ელექტრონული ჩანაწერები ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების სისტემაში, სადაც მითითებულია ინფორმაცია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების, მათი მფლობელებისა და ნომინალური მფლობელების შესახებ;

წ) ელექტრონული სავაჭრო სისტემა – პროგრამული უზრუნველყოფა, რომლის საშუალებითაც ხდება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა აუქციონზე და შესაძლებელია ვაჭრობა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე.

ჭ) ფასიანი ქაღალდების ანგარიშსწორების სისტემა – ეროვნული ბანკის მიერ ოპერირებადი ელექტრონული სისტემა, სადაც ხდება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების და მათთან დაკავშირებული ოპერაციების აღრიცხვა და ანგარიშსწორება;

დებულების თანახმად (მუხლი 3.) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზრის ორგანიზება (განთავსება, გაყიდვა) ხდება აუქციონის მეშვეობით. აუქციონები ტარდება ელექტრონული სავაჭრო სისტემის გამოყენებით. აუქციონები ტარდება მრავალი ფასის მეთოდით. აუქციონი ტარდება საქართველოს ეროვნულ ბანკში (შემდგომში - ეროვნული ბანკი). აუქციონზე მონაწილეობის მიღება შეუძლიათ მხოლოდ კომერციულ ბანკებს. ფინანსთა სამინისტრო აუქციონის შედეგების შესახებ ინფორმაციას იღებს ელექტრონული სავაჭრო სისტემის მეშვეობით.

სახაზინო ვალდებულების გამოშვება ხდება ეროვნული ვალუტით, არამატერიალიზებული ფორმით. ეს იმას ნიშნავს, რომ სახაზინო ვალდებულებები არ არსებობს ქაღალდის ფორმით, მათ შესახებ ინფორმაცია ინახება საქართველოს ეროვნულ ბანკში ელექტრონული ჩანაწერის სახით.

სახელმწიფო ობლიგაციების ემიტენტი ფინანსთა სამინისტროა. სახელმწიფო ობლიგაცია არის კუპონური სახელმწიფო საშუალოვადიანი ფასიანი ქაღალდი, დენომინირებული ეროვნულ ვალუტაში და გამოშვებული არამატერიალიზებული ფორმით. საქართველოს ეროვნული ბანკი ობლიგაციებს მიჰყიდის მხოლოდ სათავო რეზიდენტ კომერციულ ბანკებსა და არარეზიდენტი კომერციული ბანკების ფილიალებს (შემდგომში - კომერციული ბანკი). ეროვნული ბანკის ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის კომისია ადგენს გასაყიდი ობლიგაციების მაქსიმალურ მოცულობასა და მაქსიმალურ საპროცენტო განაკვეთს. ამასთან, ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის კომისიას უფლება აქვს დაადგინოს თითოეული ემისიისათვის ერთი მონაწილის მიერ ობლიგაციების შესყიდვის მაქსიმალური ოდენობა. ობლიგაციის შესყიდვის შესახებ ბანკის მიერ წარდგენილ

განაცხადში ობლიგაციების რაოდენობა არ უნდა იყოს 50 ცალზე ნაკლები. სახელმწიფო ობილაციების ნომინალური ფასი 1 000 ლარს შეადგენს. ფიზიკურ პირებს კომერციულ ბანკის მეშვეობით შესაძლებლობა ეძლევათ შეისყიდონ სახელმწიფო ობლიგაციები. აუქციონი ჩატარდება მრავალი ფასის მეთოდით (მეთოდი, რომლის დროსაც აუქციონში გამარჯვებული მყიდველი დაკმაყოფილდება განაცხადში მის მიერ მითითებული ფასით). გამარჯვებული განაცხადები კმაყოფილდება განაცხადში მითითებული საპროცენტო განაკვეთით.

თავდაპირველად დაკმაყოფილდება ის განაცხადები, სადაც დაბალი საპროცენტო განაკვეთებია მითითებული, შემდგომ უფრო მაღალი და ა.შ. მანამ სანამ მთლიანად არ გაიყიდება აუქციონზე გამოტანილი ფასიანი ქაღალდები. აუქციონს ატარებს საქართველოს ეროვნული ბანკი ელექტრონული სავაჭრო სისტემის მეშვეობით. აუქციონს წარმართავს საქართველოს ეროვნული ბანკის საბაზრო ოპერაციების ჯგუფი, რომელიც შედგება ეროვნული ბანკის თანამშრომლებისგან. საბაზრო ოპერაციების ჯგუფი არის სპეციალურად შექმნილი პროფესიონალთა გუნდი, რომელიც ატარებს ეროვნული ბანკის ყველა მონეტარულ ოპერაციას და ასევე სახაზინო ვალდებულებების აუქციონებს. ფასიანი ქაღალდის მეორად ბაზარზე შესაძენად მსურველმა უნდა მიმართოს კომერციულ ბანკს. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდიდან მიღებული შემოსავალი არ იბეგრება. ფასიანი ქაღალდის საბაზრო ფასის გაგება შესაძლებელია კომერციული ბანკების ვებ-გვერდებზე. საქართველოს ეროვნული ბანკი წინასწარ, სამი სამუშაო დღით ადრე შეატყობინებს კომერციულ ბანკებს აუქციონის ჩატარების თარიღს და აგრეთვე აუქციონზე განთავსებული ფასიანი ქაღალდების სრულ ოდენობას. აუქციონის შედეგები მყისიერად, აუქციონის დამთავრებისთანავე ცნობილი ხდება მონაწილე ბანკებისათვის. შედეგების ამსახველი ინფორმაცია ასევე ოპერატიულად განთავსდება საქართველოს ეროვნული ბანკის ვებ-გვერდზე, არაუგვიანეს 17 საათისა.

ბაზრის ინფორმირებულობის მიზნით, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო და საქართველოს ეროვნული ბანკი აცხადებენ წინასწარ სავარაუდო ემისიის გრაფიკს, რომლის მაგალითი წარმოდგენილია ცხრილის სახით (იხილეთ დანართი 11). ცალკეული ემისია დამატებით ცხადდება. (კონკრეტული ემისიის გამოცხადების ფორმა იხ. დანართი 12):

ფასიანი ქაღალდის მფლობელისთვის, რომელიც სახაზინო ვალდებულებას ინახავს ყიდვის დღიდან მისი ვადიანობის ამოწურვამდე, შემოსავალი არის ამ ფასიანი ქაღალდის ნომინალსა და შესყიდვის ფასს შორის სხვაობის ტოლი. თუკი მფლობელი ფასიან ქაღალდს გაყიდის ვადიანობის ამოწურვამდე, ამ შემთხვევაში ფასიანი ქაღალდის ფლობიდან შემოსავალი არის მისი ყიდვისა და გაყიდვის ფასებს შორის სხვაობა.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდიდან მიღებული შემოსავალი არ იბეგრება.

მუხლი 5 ის მიხედვით განაცხადების წარდგენის წესი შემდეგია:

განაცხადების მიღება იწყება აუქციონის დღეს, აუქციონის დაწყებამდე 30 წუთით ადრე და წყდება აუქციონის დაწყების მომენტში. ბანკებს უფლება აქვთ აუქციონზე განაცხადი წარადგინონ საკუთარი სახელით (ბანკის პორტფელისთვის) და/ან კლიენტის დავალებით (კლიენტის პორტფელისთვის). ბანკის კლიენტები აუქციონზე განაცხადებს წარადგენენ კომერციული ბანკების მეშვეობით. ეროვნული ბანკის მოთხოვნის შემთხვევაში ბანკი ვალდებულია ეროვნულ ბანკს გაუგზავნოს განაცხადების წარმომდგენი კლიენტების სია, შესაბამისი თანხების მითითებით. განაცხადი შეიძლება იყოს კონკურენტული და არაკონკურენტული. არაკონკურენტულ განაცხადებს (როგორც საკუთარს, ისე კლიენტისას) ბანკი წარმოადგენს ჯამურად, მთლიანი თანხის და განაცხადების რაოდენობის მითითებით. ერთი არაკონკურენტული განაცხადის თანხა არ უნდა აღემატებოდეს 20 000 ლარს. ერთი კლიენტის დავალებით ბანკს შეუძლია წარმოადგინოს მხოლოდ ერთი არაკონკურენტული განაცხადი. საკუთარი სახელით ბანკს შეუძლია წარმოადგინოს მხოლოდ ერთი არაკონკურენტული განაცხადი. ბანკის მიერ კლიენტების დავალებით აუქციონზე წარმოდგენილი არაკონკურენტული განაცხადების რაოდენობა არ იზღუდება. ბანკის მიერ აუქციონზე წარსადგენი კონკურენტული განაცხადების რაოდენობა არ იზღუდება. თითოეული ბანკის მიერ აუქციონზე წარდგენილი საკუთარი განაცხადების ჯამური მოცულობა არ უნდა აღემატებოდეს გამოცხადებული ემისიის მოცულობის 50%-ს. ბანკის საკუთარ განაცხადად ჩაითვლება სხვა ბანკის და/ან კლიენტის განაცხადი, თუ ბანკი პირდაპირი და/ან არაპირდაპირი გზით ფლობს ასეთი ბანკის და/ან კლიენტის 10% ან/და მეტი ოდენობის წილს. თითოეული ბანკის მიერ წარდგენილი ერთი კლიენტის

განაცხადების ჯამური მოცულობა არ უნდა აღემატებოდეს გამოცხადებული ემისიის მოცულობის 50%-ს. ბანკის ყველა კლიენტის განაცხადების რაოდენობა და ჯამური მოცულობა შეზღუდული არ არის.

ერთი კონკურენტული განაცხადის მინიმალური მოცულობა შეადგენს 50 000 ლარს. ეს თანხა და საქართველოში ამ ბაზრისა და მარეგულირებლის მიდგომა არის ყოველად გაუგებარი. პირველ რიგში საჭიროებს განმარტებას სიტუაცია, როდესაც მინიმალური განაცხადის ნორმა გაზრდილ იქნა წინა საწყის საკანონმდებლო მოთხოვნიდან ანუ 100 ლარიდან 50.000 ლარამდე.

ეს სხვა დამატებით ფაქტორებთან ერთად მხოლოდ ასუსტებს კონკურენციას ქართულ ბაზარზე და ხელს უწყობს ბაზრის მონოპოლიზაციას. გარდა ამისა განაცხადების გაკეთება მსურველს ინტერნეტით შეუძლია, რასაც მოკლებულია რიგითი ადგილობრივი ინვესტორი საქართველოში კომერციული ბანკების გარდა. სახეზეა მსოფლიო პრაქტიკიდან გადახვევა, რადგან, როგორც აშშ- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის წინა თავეებში განხილული სიტუაცია გვიჩვენებს, ბაზრის სტიმულირებისთვის აუცილებელია მინიმალური ზღვარის დაწევა. ეს მხოლოდ წაახალისებს ბაზარს და გაზრდის კონკურენციას.

კომერციული ბანკები განაცხადებს წარადგენენ ელექტრონული ფორმით აუქციონის მომსახურე პროგრამული უზრუნველყოფის მეშვეობით. ელექტრონული განაცხადის წარმოდგენით ბანკი აღიარებს წინამდებარე წესების მოთხოვნათა სავალდებულო შესრულებას.

საკმაოდ საინტერესოა სახაზინო ობლიგაციის კუპონის განაკვეთის დადგენის მექანიზმი. ის დგინდება აუქციონზე დაფიქსირებული საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთის პროცენტის მეთაუდამდე დამრგვალებით შემცირების მიმართულებით. ფინანსთა სამინისტროს მიერ ადრე გამოშვებული სახაზინო ობლიგაციების დამატებითი ემისიის შემთხვევაში, კუპონის განაკვეთად აიღება ასეთი სახაზინო ობლიგაციის პირველ აუქციონზე დადგენილი კუპონის განაკვეთი და წინასწარ ცხადდება ფინანსთა სამინისტროს მიერ აუქციონის შეტყობინებაში.

ერთი სახაზინო ვალდებულების შესყიდვის ფასი გამოიანგარიშება შემდეგნაირად:

$$\text{შესყიდვის ფასი} = \frac{\text{ნომინალური ღირებულება}}{(1 + ((\text{საპროცენტო განაკვეთი}/100) * (\text{დაფარვამდე დღეები რაოდენობა} / 365))}$$

2. ერთი სახაზინო ობლიგაციის შესყიდვის ფასი გამოიანგარიშება შემდეგნაირად:

$$P = \frac{F}{\left(1 + \frac{i}{n}\right)^W} \left[\frac{R}{n} \times \frac{\left(1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{n}\right)^N}\right)}{\left(1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{n}\right)}\right)} + \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{n}\right)^{N-1}} \right]$$

სადაც:

P - შესყიდვის ფასი;

F - სახაზინო ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება;

i - აუქციონის მონაწილის მიერ შემოთავაზებული წლიური საპროცენტო განაკვეთი გაყოფილი 100-ზე;

n - კურონის გადახდების რაოდენობა წლის განმავლობაში;

W - სახაზინო ობლიგაციის შესყიდვის თარიღისა და კუპონის გადახდის მომდევნო თარიღს შორის დღეების რაოდენობა შეფარდებული კუპონების გადახდებს შორის დღეების რაოდენობასთან;

R - წლიური კუპონური შემოსავლის საპროცენტო განაკვეთი გაყოფილი 100-ზე;

N - დარჩენილი, ჯერ კიდევ გადაუხდელი კუპონების რაოდენობა სახაზინო ობლიგაციის დაფარვამდე.

არაკონკურენტული განაცხადები დაკმაყოფილდება საშუალო შეწონილი პროცენტით, რომელიც გამოიანგარიშება შემდეგნაირად:

$$C = \frac{\sum(N \times P)}{\sum(N)}$$

სადაც:

C - საშუალო შეწონილი პროცენტი;

E - ჯამი;

N - აუქციონზე დაკმაყოფილებული კონკურენტული განაცხადების ნომინალური ღირებულება;

P – დაკმაყოფილებული განაცხადების საპროცენტო განაკვეთები;

4. გადასახდელი კუპონი გაიანგარიშება შემდეგნაირად:

$$Q = N \left(\frac{P}{2} \right)$$

სადაც:

Q - კუპონის ფასი;

P - კუპონური განაკვეთი;

N - სახაზინო ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საკანონმდებლო ბაზისა და მათი განთავსების საკითხის კვლევის შედეგად, შეიძლება დავასკვნათ:

- კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ პირდაპირ განმარტავს, რომ სახელმწიფო საშინაო ვალიდან შემოსული, ეროვნული ვალუტით გამოსახული ფულადი სახსრები გამოიყენება:

ა) ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად;

ბ) სახელმწიფო ბიუჯეტის მოკლევადიანი საკასო სხვაობის დასაფარავად.

ეს საკითხი საჭიროებს დამატებით განმარტებას, რადგან სახეზეა საკანონმდებლო ხარვეზი - საქართველოს კანონმდებლობა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ემისიის გზით მიღებული თანხის გამოყენება მხოლოდ ამ ორი საკითხით შემოფარგლავს, რაც აშკარად ავიწროებს და ამახინჯებს ამ ინსტრუმენტის მიმოქცევის და გამოყენების არეალს, რისი დასტურია ამ ინსტრუმენტის არაჯეროვანი გამოყენება ქართულ საფინანსო სისტემაში.

მიგვაჩნია, რომ კანონის ეს მუხლი ჩამოსაყალიბებელია იმდაგვარად, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ასრულებდეს შემდეგ ფუნქციებს:

1. მისი მეშვეობით შესაძლებელი იყოს, როგორც მოსახლეობაში არსებული ფულადი დანაზოგების აკუმულირება, ასევე ორგანიზაციების დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მობილიზება ბიუჯეტის ხარჯების დასაფინანსებლად;
2. ამ ინსტრუმენტით ხორციელდებოდეს ფულადი მიმოქცევის რეგულირება;

3. იყოს ინვესტიციების წყარო მსხვილი ინფრასტრუქტურული პროექტების, ასევე ახალი საწარმოების შექმნისა და უკვე არსებულის განვითარებისათვის;
4. ის გამოიყენებოდეს როგორც ინსტრუმენტი საკრედიტო-საანგარიშსწორებო ოპერაციების შესრულებისას.

- მოქმედი კანონმდებლობისა და “საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ” დებულების თანახმად სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსება ხორციელდება მხოლოდ კომერციული ბანკების მეშვეობით. ანუ ნებისმიერი მსურველი ვალდებულია მიაკითხოს კომერციულ ბანკს და მისი მეშვეობით განათავსოს რესურსი. შესაბამისად, თუ საქართველოს მოქალაქეს ან არარეზიდენტ პირს უჩნდება სურვილი ფული ასესხოს საკუთარ სახელმწიფოს მან ნორმატიულად მხოლოდ კომერციულ ბანკს უნდა მიმართოს, გადაუხადოს მას ფული, აცნობოს თავისი განზრახვა და პროცენტი.

მიგვაჩნია, რომ ეს მოთხოვნა არის გაუმართლებელი და შემავიწროებელი ბაზრის ფუნქციონირების კუთხით და ზღუდავს ფართო ფენას (წვრილ და საშუალო ინვესტორებს) დააბანდოს სახსრები სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდში. ამას თან ერთვის ინტერესთა კონფლიქტი ინვესტორსა და კომერციულ ბანკს შორის - კომერციულ ბანკებს საკუთარი რესურსის განთავსებაც სურთ აუქციონებში.

ამ პრობლემას აღვივებს ისიც, რომ ყოველი ინვესტორი ვალდებულია განაცხადის შევსებისას აუქციონამდე აცნობოს კომერციულ ბანკს მისი სრული კონფიდენციალური ინფორმაცია, ანუ ვინ არის თვითონ, რა თანხას აბანდებს და რა პროცენტში. გარდა ამისა, კლიენტების ერთიან განაცხადს (მათი პროცენტები, თანხა და სახელი) ხელს აწერს და ადასტურებს კომერციული ბანკის ხელმძღვანელიან ნდობით აღჭურვილი პირი, რომელიც ამავდროულად ავსებს საკუთარი ბანკის განაცხადს.

ანუ კომერციულ ბანკს აქვს რა ხელთ კლიენტების სრული ინსაიდერული ინფორმაცია შეუძლია თავისუფლად განათავსოს საკუთარი

რესურსი აუქციონის ხელსაყრელ ფასში, რაც კლიენტების საზიანოდ და მათთვის ფინანსური ზარალის მიყენების გზით ხორციელდება (თუ კლიენტი თვითონ არ არის ბანკის ინსაიდერი თუ თანამშრომელი).

ყურადსაღებია, რომ ამ საკითხზე საქართველოს ეროვნულ ბანკს ჰქონდა საინტერესო წინადადება, რომელიც 2005 წლის მიწურულს იქნა წარდგენილი და ასახულია საქართველოს ეროვნული ბანკის 2005 წლის წლიურ ანგარიშში (საქართველოს ეროვნული ბანკის 2005 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო).

წინადადების არსი გულისხმობდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესებში ცვლილებას, პირველად აუქციონზე ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიების დამოუკიდებელ დაშვებას და ნებისმიერი ფიზიკური თუ იურიდიული პირისათვის მსოფლიოში აპრობირებული პირდაპირი მიყიდვის - *TREASURY DIRECT* - პროცედურის დანერგვას. სამწუხაროდ, ეს მართლაც საინტერესო და ცივილური წესები, რომელიც იქნა შემუშავებული და მომზადებული დღემდე არ იქნა ამოქმედებული.

ამდენად აუცილებელია, შეიცვალოს კანონმდებლობა და აუქციონების ჩატარების დებულება იმდაგვარად რომ:

1. გაფართოვდეს პირველად აუქციონზე ფინანსური შუამავლების დაშვების წესი. ეს უფლება უნდა ჰქონდეთ არა ექსლუზიურად კომერციულ ბანკებს, არამედ ასევე უშუალოდ ფასიანი ქაღალდების შუამავალ კომპანიებს - საბროკერო კომპანიებს და სხვა მსურველებს, რომელიც დააკმაყოფილებს ახალი წესისა და დებულების მოთხოვნებს;
2. შემოღებულ იქნას აკრძალვა საკუთარი რესურსის დაბანდებაზე იმ შუამავლებზე, რომლებიც კლიენტებს ემსახურებიან ამ ბაზარზე. ან დებულებით სავალდებულო გახდეს მათთვის წერილობით აუქციონამდე აცნობონ კლიენტების მათი დაბანდების მოცულობა და პროცენტები. ეს გამოასწორებს არსებულ არაჯანსაღ ვითარებას ამ კუთხით;
3. ყველა სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია განხორციელდეს საჯარო წესით, ბირჟის მეშვეობით, რაც გამორიცხავს ყოველგვარ

სპეკულაციებს და ხელს შეუწყობს ბაზრის ნორმალურ და ცივილურ განვითარებას;

4. დასაწერია მსოფლიოს წამყვან ქვეყნებში არსებული ინვესტორთა მიერ სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების შექმნის პირდაპირი წესი, ე.წ. "Treasury Direct". ყველაზე განვითარებულ აშშ-ს ბაზარსაც კი, სადაც შუამავლების სიმდიდრეა და მაღალი დონის ლიკვიდური ბაზარია არსებობს ინვესტორებისთვის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირდაპირი მიყიდვის წესი. სისტემის არსი მარტივია: ერთის მხრივ არსებობს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე განაცხადების ყიდვასა და გამოსყიდვაზე მიმღები მომსახურება, მეორეს მხრივ კი ეს მომსახურება უზრუნველყოფს ამ ფასიან ქაღალდებზე საკუთრების უფლების დამადასტურებელ დეპოზიტარის ფუნქციის შესრულებას. საუბარია, რომ საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა ყოველგვარი კომერციული ბანკების შუამავლობის გარეშე გაყიდოს სახაზინო ვალდებულებები და ობლიგაციები ინვესტორებზე. საქართველოში მოქმედებს სხვა სფეროებში ე.წ. ერთი ფანჯრის პრინციპი და აქ საჭიროა მხოლოდ პოლიტიკური ნება, რომ ეს ცივილური აუქციონის და შექმნის ფორმა ბოლოს და ბოლოს დაინერგოს საქართველოში. ამ მხრივ საჭიროა, რომ დაინერგოს 2002 წელს მომზადებული და 2005 წელს შემუშავებული და შეჩერებული საქართველოს ეროვნული ბანკისა და ფინანსთა სამინისტროს შეთანხმებული „სახაზინო ვალდებულებების პირდაპირი შესყიდვის“ დებულება, რაც დაახლოებს საქართველოს ცივილურ სტანდარტებს და გაზრდის ბაზრის მიმართ ტრანსპარენტულობას, კონკურენციას და ინტერესს ინვესტორთა ფართო წრის მხრიდან.

ამ მეთოდის დანერგვა გამოიწვევს ინვესტორთა მოთხოვნის ზრდას, ხოლო ბაზრის შუამავლებს მოუწევთ მომსახურების დონისა და ხარისხის ამაღლება. ყოველივე ეს კი აუცილებელია, რომ საქართველოში დაინერგოს ცივილური და თანამედროვე საფინანსო ოპერაციების სისტემა.

- მოქმედი საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს „საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ“ დებულებით

პირველად აუქციონებში მონაწილეობისათვის ინვესტორმა მინიმუმ 50000 ლარი უნდა განათავსოს, რაც ხელს უშლის წვრილ და საშუალო ინვესტორებს გახდნენ ამ ბაზრის მონაწილენი.

მიგვაჩნია, რომ მინიმალური საინვესტიციო თანხა შესამცირებელია და მინიმალური განაცხადი უნდა იყოს 100 ლარი საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად.

ამ მხრივ ნიმუშად მიგვაჩნია აშშ-ს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, სადაც კრიზისის გამო მოხდა ამ მინიმალური თანხის 1000 დოლარიდან 100 დოლარამდე შემცირება. ამ მხრივ გაურკვეველია თუ რატომ გადადგა საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მსოფლიო ტენდენციის და ლოგიკური ნაბიჯის საწინააღმდეგო ქმედება და 1000 ლარის მინიმალური განაცხადი 50000 მდე აიყვანა. ამით ეს ქმედება მხოლოდ კომერციული ბანკებისა და მსხვილი იურიდიული და ფიზიკური პირების ინტერესებს ემსახურება და ბაზრის მონოპოლიზაციას იწვევს. ამასთანავე, დაწესებული მინიმალური ზღვარი ამცირებს ფართო ფენის ინტერესს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებში ინვესტირების მიმართ, რაც საბოლოო ჯამში მხოლოდ ამცირებს შიგა ვალს.

- საქართველოში მოქმედი კანონმდებლობის მიხედვით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და განთავსება ხორციელდება *მხოლოდ საქართველოს ეროვნულ ვალუტაში - ლარში. ანუ საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებში ინვესტირების დროს ინვესტორს, ტრადიციული, საქართველოსათვის დამახასიათებელი რისკების გარდა (ქვეყნის რისკი, დაბალი საკრედიტო რეიტინგი, პოლიტიკური და სხვა რისკები) უწევს სავალუტო რისკზე წასვლა.* საქართველოში არ არსებობს საბირჟო ინსტრუმენტი, რომელიც დააზღვევს სავალუტო და სხვა რისკებს (სავალუტო ფიუჩერსები), რაც ართულებს ინვესტირების პროცესს და ზრდის საპროცენტო განაკვეთს. ამის შედეგად საერთაშორისო და ადგილობრივი ფიზიკურ და იურიდიულ ინვესტორთა რიცხვი ამ ოპერაციებში არის მიზერული და ადგილი აქვს მხოლოდ ერთი სახის ინვესტორს ამ ბაზარზე - ქართულ კომერციული ბანკებს. ბანკებს გააჩნიათ მთელი რიგი შეღავათები ინვესტირების პროცესში (პირველადი დილერების ექსლუზიური უფლება,

რეპო ოპერაციები, ლიკვიდური სახსრების სახით აღიარება ამ ინსტრუმენტის, სალომბარდო სესხი ეროვნული ბანკიდან და სხვა), რაც მათ უკონკურენტო გარემოში აქცევს სხვებთან შედარებით.

შედეგად ადგილი აქვს მთელ რიგ შემთხვევაში საერთაშორისო ბაზართან მიმართებით გაცილებით უფრო მაღალ საპროცენტო განაკვეთს აუქციონების მსვლელობისას და ფაქტიურად უცხოელი და ადგილობრივი არასაბანკო ინსტიტუტების არქონას ამ აუქციონებზე.

მდგომარეობის გასაუმჯობესებლად მიზანშეწონილია:

1. საბირჟო ინსტრუმენტის - სავალუტო ფიუჩერსის დებულებისა და მისი პრაქტიკაში დანერგვა და მისი სავაჭროდ ორგანიზებულ ბაზარზე (არსებულ რეალობაში ეს საფონდო ბირჟა) გატანა;
 2. საერთაშორისო ანალოგების მსგავსი ინფლაციასა თუ სხვა დამატებით რისკზე ინდექსირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება.
- საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ დებულებისა და მოქმედი ნორმების შესაბამისად კომერციულ ბანკებს აქვთ უფლება თავისი შეხედულებისამებრ დააწესონ კლიენტურის მომსახურების ტარიფები. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, პოტენციური ინვესტორების მომსახურების ტარიფები და წესები განსხვავდება ერთმანეთისგან. არის რისკი ინვესტორთა გარკვეული ჯგუფის ინტერესების შევიწროებისა და მცირე ჯგუფის პროტექციონიზმის კუთხით (თუ ინვესტორი ბანკის ინსაიდერია). ყოველივე ეს კი სერიოზულად აფერხებს ამ ბაზრის განვითარებას და ხელს უშლის პოტენციურ ინვესტორს ინვესტიციის განხორციელების საქმეში.

ამ ვითარების დასარეგულირებლად (რეგულაციაში მოვიზარებთ სახელმწიფოს მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებს) მიზანშეწონილია: *დაწესდეს პირველად აუქციონებში ყველა მონაწილისთვის ერთიანი ფიქსირებული საკომისიო (თუ*

ინვესტორი მიმართავს შუამავალს), ხოლო ამ წესის რაიმე სახით დარღვევის შემთხვევაში ჩამოერთვას შუამავალს სახელმწიფო ფასიან ქარაღებებში პირველად აუქციონებში მონაწილეობის უფლება და აგრეთვე დაუწესდეს საჯარიმო სანქცია.

- მართალია, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა და კომერციულმა ბანკებმა მოახერხეს აუქციონების ელექტრონულ ფორმატში გადატანა ბლუმბერგის სისტემის მეშვეობით, თუმცა არ არის გაუქმებული ძველი ფორმატიც, რაც განაცხადების ფურცელზე გადატანას და მათ წარდგენას ავალდებულებს ბანკებს. ეს წესი კი შემდეგია:
 1. აუქციონის დღის დასრულებამდე წინა დღის 17:00 საათამდე მსხვილი კომერციული ბანკები წყვეტენ კლიენტების მიღებას და იწყებენ ბანკის განაცხადის მომზადებას. ორივე განაცხადის შევსებისას კომერციული ბანკი ამზადებს ელექტრონულ და ბეჭდვით ვერსიას. დაბეჭდილი ვერსია ხელმოწერის შემდეგ იდება ორ კონვერტში და ილუქება (ხელს ორივე განაცხადს აწერს ბანკის ხელმძღვანელი პირი). ერთი კონვერტი წარმოადგენს ბანკის განაცხადს, ხოლო მეორე კლიენტების;
 2. ელექტრონული ვაჭრობის დაწყებამდე დალუქული კონვერტები მიეწოდება საქართველოს ეროვნულ ბანკს.
 3. კონვერტში ასახული განაცხადების იდენტურად ხორციელდება ბლუმბერგის სისტემაში ამ განაცხადების წარდგენა ვაჭრობის დაწყებამდე შესაბამისი კოდირების სისტემით (თანხა და დისკონტი). ეს ელექტრონული კოდირებული მონაცემი იყრის თავს ყველა ბანკიდან საქართველოს ეროვნული ბანკის სერვერსა და მონიტორზე. საქართველოს ეროვნული ბანკი აუქციონის დათქმულ დროს ხსნის ვაჭრობას და აცხადებს აუქციონის შედეგს. თუ ადგილი აქვს სხვაობას ელექტრონულსა და წერილობით განაცხადს შორის, უპირატესობა აქვს ელექტრონულ განაცხადებს.

სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებთან მიმართებით ვაჭრობის გაიოლების, ინვესტორთა წვდომის ამაღლებისა და ქვეყნის საინვესტიციო მიმზიდველობის გაზრდის კუთხით ყველაზე ოპტიმალურია *პირდაპირი ელექტრონული ვაჭრობის ორგანიზება - განთავსება საბირჟო მოედანზე*. ამ ეტაპზე ადგილი აქვს მწირი ქართული საფინანსო

ბაზრის გაორებას ორ ბირჟას შორის - საქართველოს საფონდო ბირჟა, რომელიც ვაჭრობს აქციებით, გააჩნია მსოფლიო პრაქტიკისთვის საჭირო ინვესტორთა დაცვის ყველა მექანიზმი და დებულება, მაგრამ როგორც კვლევამ აჩვენა სრულად კონტროლდება კომერციული ბანკების მიერ და 2014 წლის მიწურულს რეალურად საბროკერო კომპანიებში მხოლოდ კომერციული ბანკების ფილიალებია დარჩენილი (თიბისი ბანკის, საქართველოს ბანკის, ქართუ ბანკის, ლიბერთი ბანკის სახით). *ეს კი საშუალებას არ აძლევს მას განვითარდეს და გახდეს ფართო ალტერნატივა წვრილი და საშუალო არასაბანკო ინვესტორებისათვის.*

მეორე ბირჟას სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ვაჭრობის კუთხით წარმოადგენს საქართველოს ეროვნული ბანკი, მის მიერ კონტროლირებადი ბლუმბერგის ელექტრონული სისტემით, სადაც დაიშვება მხოლოდ კომერციული ბანკები.

ამ მხრივ გამოსავალი მდგომარეობს ერთიანი საბირჟო მოედნის შექმნაში (თუ იქნა ამაზე შესაბამისი პოლიტიკური გადაწყვეტილება), სადაც თავს მოიყრის ყველა სახის ფასიანი ქაღალდი და შესაძლებელი გახდება ყველა წარმოჩენილი პრობლემის მოგვარება, ღიაობის და ინვესტორთა წვდომის ამაღლება, შუამავლების დაინტერესების გზით.

აგრეთვე, ვაჭრობის ორგანიზება საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად, სადაც მკაცრად იქნება დაცული ინვესტორთა უფლებები სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების განთავსება და შემდგომში ყიდვა / გაყიდვის პროცესში.

- საკმაოდ პრობლემატური საკითხია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების არსებული რეესტრის წარმოების წესი. მოცემული სიტუაციის მიხედვით ცენტრალური რეესტრის წარმოება ევალება საქართველოს ეროვნული ბანკის თანამშრომლებს, აუქციონის კომიტეტს. კომერციული ბანკების მხრიდან კი წარმოებს სუბრეესტრების წარმოება მათი კლიენტურის ჭრილში. აუქციონს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე ატარებს იგივე შემადგენლობა, ვინც აწარმოებს ცენტრალურ რეესტრს, ანუ საქართველოს ეროვნული ბანკი და ფინანსთა სამინისტროს წარმომადგენელი. ზოგადად საქართველოში ფასიანი ქაღალდების რეესტრის წარმოება ლიცენზირებული საქმიანობაა და ამას

ცალკე იურიდიული პირები - სარეგისტრაციო კომპანიები ახორციელებენ. თუმცა, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საკითხი ამოღებულია ამ საკანონმდებლო სივრციდან. იმავდროულად 2008 წლიდან მოყოლებული, საქართველოს ეროვნული ბანკი წარმოადგენს მეგარეგულატორს, რომელიც ზედამხედველობას უწევს და გასცემს ლიცენზიებს ამ საქმიანობაზე.

არსებული სიტუაცია და პრობლემები ბევრ საკითხს წარმოშობს, როგორცაა ცვლილებების შეტანა კანონმდებლობაში, ფასიანი ქაღალდების კომისიის აღდგენა, საქართველოს ეროვნული ბანკისთვის მისთვის არადადამახასიათებელი ფუნქციების ჩამოცილება და მრავალი სხვა.

ინტერესთა კონფლიქტის მინიმიზების კუთხით მიზანშეწონილი ქმედებაა ეროვნულ ბანკს გამოეყოს აუქციონის კომიტეტი და შეიქმნას ავტონომიური ორგანო - *„სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ზედამხედველობის, გამოშვების, განთავსებისა და მიმოქცევის აუქციონის კომიტეტი“*. მისი ფუნქცია იქნება აუქციონების ორგანიზება და ჩატარება, სახაზინო სახლის (*Treasury direct*) მუშაობის წარმართვა, ხოლო ანგარიშსწორების საკითხებს მოაგვარებს ცენტრალური დეპოზიტარი ან რეგისტრატორული კომპანიები იმ მეთოდოლოგიით, რაც ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე აპრობირებული მრავალწლიანი გამოცდილებით.

4.2. თანამედროვე ეტაპზე მიმოქცევაში არსებული საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სახეობები

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების სამართლებრივი საფუძვლის მიმოხილვისას ჩვენ განვიხილეთ დებულებები: 1997 წლის „საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ“ და 2006 წლის საქართველოს მთავრობასა და საქართველოს ეროვნულ ბანკს შორის გაფორმებულ შეთანხმებას „საქართველოს მთავრობის საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი დავალიანების დაფარვის ღონისძიებების შესახებ“. ამ ორი დებულების თანახმად საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მიმოქცევა ორი სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი - საქართველოს სახაზინო ვალდებულება (1997 წლიდან) და საქართველოს სახაზინო ობლიგაცია (2006 წლიდან).

თუმცა, ჩვენს მიერ ჩატარებული კვლევის შედეგად დადგინდა იქნა სხვა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც მიმოქცევა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. ესენია:

- საქართველოს ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატები (2006 წლიდან);
- საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები (2008 წლიდან)

დადგინდა, რომ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე არ მიმოქცევა მუნიციპალური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, რაც უდაოდ აკნინებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სრულფასოვან განვითარებას. ამასთანავე, ფასიანი ქაღალდების ეს სახეობა არის საწინდარი ადგილობრივი თვითმმართველობის განვითარებასა და მუნიციპალიტეტების მიმართ ნდობის ამაღლების კუთხით. მიგვაჩნია, რომ საქართველოში ხელი უნდა შეეწყოს ინვესტიციების დაბანდებას არა მარტო ცენტრალური მთავრობის მიერ გამოშვებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებში, არამედ ადგილობრივი თვითმმართველობების მიერ მომავალში გამოსაშვები მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდებში ინვესტიციას.

ამ სახეობის ფასიანი ქაღალდის არქონა ხელს უშლის ადგილობრივ თვითმმართველობებს მათი მდგომარეობის ფინანსურ გამლიერებასა და მათ წინაშე არსებული ამოცანების გადაჭრაში.

როგორც ანალიზმა ცხადყო ზემოთმოყვანილი ოთხი სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ერთმანეთისგან გამოირჩევა შემდეგი კრიტერიუმით:

1. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამომშვები სახელმწიფო ორგანო;
2. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამოშვების თარიღი;
3. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ვადიანობა დაფარვამდე;
4. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამოშვების ფულადი ერთეული.

ეს მეოთხე მინიშნება შეეხება საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციებს, რომლის ყიდვა გაყიდვა უცხოურ ვალუტაში ხორციელდება. სხვა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი გამოშვებულია ეროვნულ ვალუტაში - ლარში.

უკვე განხილული გვაქვს საქართველოს სახაზინო ვალდებულებისა და სახაზინო ობლიგაციის გამოშვებისა და მიმოქცევის იურიდიული ასპექტები. მომდევნო ქვეთავებში განხილული გვაქვს საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოშვებული სადეპოზიტო სერტიფიკატები და ევროობლიგაციები.

4.2.1 საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების ისტორია და გაკვეთილები (1997 – 2013 წწ)

მიუხედავად იმ ფაქტისა, რომ თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს სახელმწიფო ორგანოებს მიმოქცევაში გამოშვებული აქვთ ოთხი სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, მათგან მხოლოდ ორი წარმოადგენს საქართველოს ფართო საზოგადოებისათვის ინვესტირების ობიექტს. ესენია სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები. ჩვენს უკვე განვიხილეთ და დავადგინეთ, რომ სადეპოზიტო სერტიფიკატი წარმოადგენს საქართველოს ეროვნული ბანკის ღია ბაზრის ინსტრუმენტს და ის გამოიყენება მის მიერ კომერციულ ბანკებთან ფინანსური ოპერაციების დროს, ხოლო მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები არ მიმოქცევა საქართველოში და ის საერთაშორისო ბაზრის ელემენტია და დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში.

სახაზინო ვალდებულებათა გამოშვება, მათი ოდენობა და ვადიანობა ფინანსთა სამინისტროს და ზოგადად, მთავრობის გადასაწყვეტია, რომ ამ ეტაპზე საქართველოს სჭირდება სახაზინო ვალდებულებები და მათი გამოშვება შესაძლებელია. ეს ის ინსტრუმენტია, რომელსაც გააჩნია 3 პირდაპირი შედეგი: ჭარბი ლიკვიდური აქტივების სტერილიზაცია, საბიუჯეტო დეფიციტის (თუ ბიუჯეტი დეფიციტურია) ფინანსირება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

ამ მხრივ მთავარი კითხვაა თუ რატომ ყიდულობენ კომერციული ბანკები, როგორც პირველადი დილერები დიდი რაოდენობის სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს?

ეკონომიკური სტაგნაციისა და კრიზისის პირობებში კომერციული ბანკები ვერ ზრდიან საკრედიტო პორთფელს და ხელზე რჩებათ დიდი რაოდენობის თავისუფალი სახსრები. ბუნებრივია, თუნდაც მცირე შემოსავალის მისაღებად, მათთვის ხელსაყრელია თავისუფალი ფულის სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში დაბანდება.

საქართველოს სახელმწიფოებრიობის აღდგენის შემდეგ გარდამავალი პერიოდის აუცილებლობა გამოიწვია არა მარტო სოციალურ – ეკონომიკური სისტემის ტრანსფორმაციის აუცილებლობამ, არამედ აგრეთვე სამართლებრივი ბაზის შეცვლის აუცილებლობამ. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საკანონმდებლო ბაზა

მოცემულია კანონში “სახელმწიფო ვალის შესახებ”, რომელიც მიღებულ იქნა 1998 წლის 5 მარტს. თუმცა მანამდე ზოგადი სახელმწიფო ბაზა შექმნა საქართველოს კონსტიტუციამ, რომელიც მიღებულ იქნა 1995 წლის 25 აგვისტოს. სწორედ ამ კანონების საფუძველზე გამოშვებულ იქნა პირველი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები.

აუცილებელია ამ პერიოდიდან საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ისტორიის ერთად თავმოყრა და ანალიზი, განვლილი პერიოდის გამოცდილების განზოგადება და რეკომენდაციების შემუშავება. ამასთან ჩვენს ნაშრომში მოცემულია პრობლემის გარკვევის ცდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ხელშემშლელი ფაქტორების დასადგენად, რაც ხელ უშლის ამ ინსტრუმენტს (ასლანიშვილი 2012: 328):

1. იყოს მოთხოვნადი ინვესტორთა ფართო წრისათვის, ადვილად გაყიდვადი ინსტრუმენტი, დახვეწილი აღრიცხვიანობისა და რეესტრის წარმოების წესით;
2. იყოს ბიუჯეტის შევსების დაბალპროცენტული და გრძელვადიანი წყარო, იყოს ეროვნული ბანკისა და ფინანსთა სამინისტროს სრულფასოვანი ინსტრუმენტი ღია ბაზრის ოპერაციების წარმოების დროს.

საკითხის აქტუალობა იზრდება მსოფლიო ფინანსურ – ეკონომიკური კრიზისის ფონზე, რომლის ერთ-ერთ მთავარ ფაქტორად მიჩნეულია ქვეყნების სუვერენული ვალის საკითხი, ანუ სახელმწიფოს მიერ გარანტირებული და გამოშვებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები და ვალის პროცენტების მომსახურებაზე გასაწევი ხარჯების სიმძიმე.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები 1997 წელს

1997 წლის მეორე ნახევარში საქართველოს საფინანსო სისტემაში დამკვიდრდა ფასიანი ქაღალდი მოკლევადიანი სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულების ფორმით, ხოლო 2006 წლიდან მას საშუალოვადიანი სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაცია დაემატა.

სახაზინო ვალდებულება არის ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული მოკლევადიანი დისკონტური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი. სახაზინო ვალდებულების გამოშვება ხდება ერთ წლამდე დაფარვის ვადით, დისკონტით და იფარება ნომინალური ღირებულებით. სახაზინო ობლიგაცია არის ფინანსთა

სამინისტროს მიერ გამოშვებული საშუალოვადიანი კუპონური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი. სახაზინო ობლიგაციები გამოშვება ხდება 1-დან 10 წლამდე დაფარვის ვადით, კუპონის 6 (ექვს) თვეში ერთხელ გადახდით (ასლანიშვილი 2012: 328).

აუქციონები ისტორიულ ჭრილში

28 დღიანი სახაზინო ვალდებულებების პირველი აუქციონი 1997 წლის 21 აგვისტოს შედგა. 1997 წლის განმავლობაში 28 დღიან აუქციონებზე საპროცენტო განაკვეთი მერყეობდა 25% დან 52% - მდე წლიური (დეკემბერში), ხოლო 91 დღიან აუქციონებზე 37% დან 60% მდე წლიური (დეკემბერი).

1997 წლის საემისიო გეგმამ და შედეგმა ნათლად აჩვენა, რომ დისკონტის ზედა ზღვარი არ არსებობდა და საპროცენტო განაკვეთი საკმაოდ მაღალი და მერყევი იყო. კომერციული ბანკები საკუთარი ფინანსური სიტუაციიდან გამომდინარე საპროცენტო განაკვეთის სხვადასხვა დიაპაზონში განლაგდნენ - “მვირი” რესურსის (50% ქვედა ზღვარის ინვესტირება), საშუალო სიძვირის მქონე ბანკები (35% და ზევით დისკონტით) და “იაფი” რესურსის ბანკები (მინიმუმ 20 პროცენტი წლიური).

ჯამურად, 1997 წელს განთავსებულმა თანხამ მხოლოდ 6,416 მლნ. ლარი შეადგინა, რაც უმნიშვნელო ციფრი იყო და რაც ყველაზე საინტერესოა ამ მცირე რაოდენობის ბაზრის პირობებში 1997 წლის ბოლო აუქციონზე ადგილი ჰქონდა ემისიის შეუვსებლობას - ანუ სურვილის შემთხვევაში ნებისმიერი სიდიდის პროცენტის თანხაც კი განთავსდებოდა(დავით ასლანიშვილი 2012: 328).

რასაკვირველია, რომ 1997 წელს არსებული საპროცენტო განაკვეთის პირობებში სახაზინო ვალდებულების ძირითადი დანიშნულების აღსრულება სახელმწიფოსთვის - დაბალპროცენტოანი და გრძელვადიანი დაფინანსების მიღება მსხვილი ინფრასტრუქტურული საკითხების მოსაგვარებლად - ფანტასტიკის სფეროს უფრო განეკუთვნებოდა ვიდრე რეალობას.

სახაზინო ვალდებულებათა ბაზარი 1998 წელი

1998 წლის 5 მარტიდან ძალაში შედის საქართველოს კანონი “სახელმწიფო ვალის შესახებ”, რომლის მიხედვით 1998 წელს დაგეგმილი იყო 32 მლნ ლარის სახაზინო ვალდებულებების ემისიით გზით მობილიზება, ხოლო ჯამობრივმა (ფაქტობრივმა) ემისიამ 51,5 მლნ. ლარი შეადგინა(ასლანიშვილი 2012: 328).

1998 წლის პირველ ნახევარში სიტუაცია კარდინალურად შეიცვალა. გაიზარდა ბანკების რიცხვი, აუქციონებს დაემატა რიგი უცხოური ბანკი თუ საფინანსო ინსტიტუტი. ამან გამოიწვია საპროცენტო განაკვეთის მკვეთრი დაცემა (განსაკუთრებით მეორე კვარტალში). 28 დღიანი აუქციონების პროცენტი დაეცა 37 დან 29 პროცენტამდე, ხოლო 91 დღიან აუქციონების საპროცენტო განაკვეთი დაეცა 49 დან 20 მდე წლიური.

ამ პერიოდში ბაზარზე გამძაფრდა კონკურენცია და გამოჩნდა ახალი მონაწილეები, მათ შორის საერთაშორისო ინვესტორები. კომერციული ბანკების ის კატეგორია, რომლებიც ვერ აბანდებდნენ საკუთარ რესურსს აუქციონებზე პროცენტის დაცემის პირობებში, აქტიურად მუშაობდნენ კლიენტურასთან და ამით აქტიურ კონკურენციას უწევდნენ “იაფი” რესურსის ბანკებს. 1998 წლის სექტემბრამდე შეინიშნებოდა 1997 წელთან შედარებით სადისკონტო განაკვეთის დაცემა და გარკვეული “გაყინვა” 25-30% ფარგლებში.

ამ პერიოდში ემისიის და შიგა ვალის თანხამ მიაღწია 18 მლნ ლარს, თუმცა 1998 წლის საფინანსო კრიზისმა კორექტივები შეიტანა და ბანკებში ნაღდი ფულის შემცირების კვალობაზე მკვეთრად “ავარდა” სახაზინოებში ინვესტირების პროცენტმა – 60% მდე და სახელმწიფო იძულებული გახდა სექტემბრის დამლევისათვის საემისიო თანხა 15 მლნ. ლარმდე შეემცირებინა და შეეწყვიტა სახაზინო ვალდებულებების ემისია.

შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ 1997 და 1998 წლებშიც ვერ მოხერხდა სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებების ძირითადი პარამეტრების შესრულება და დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი არაადეკვატურად მაღალი იყო (ასლანიშვილი 2012: 328).

პოსტკრიზისული ვითარება 1999 – 2003 წწ

1999 წლის განმავლობაში ეროვნული ბანკისა და ფინანსთა სამინისტროს მიერ შემუშავებულ იქნა რიგი საკანონმდებლო ნორმატივი, რამაც სტიმული მისცა საქართველოს ბანკებს უფრო აქტიური მონაწილეობა მიეღოთ სახაზინო ვალდებულებათა აუქციონებში.

1999 წლის აგვისტოში კომერციულ ბანკებს ნება დაერთოთ ეროვნულ ბანკში მოზიდული სახსრების სავალდებულო რეზერვის 2% შეეცსოთ სახაზინო

ვალდებულებებში ინვესტირების გზით. აღნიშნულ სახსრებზე ეროვნული ბანკი არიცხავდა 10% წლიურ განაკვეთს, რაც ბუნებრივია ყველა ბანკის ინტერესში შედიოდა (ამ ნორმის გარეშე პროცენტი მოზიდულ სახსრებს საერთოდ არ ერიცხებოდა).

ამ პერიოდის მთლიანი საქართველოს საბანკო სივრცის მასშტაბით აღნიშნული თანხა 4 მილიონ ლარს აჭარბებდა და 1999 წელს 18 აგვისტოს განახლებული სახაზინო ვალდებულებათა პირველ ემისიაზე, რომლის ოდენობა 500 000 ლარი იყო ხოლო ვადიანობა 28 დღე, საპროცენტო განაკვეთი დაფიქსირდა საშუალო 14,76% განაკვეთით. მეორე 28 დღიან აუქციონზე, რომელიც 1999 წლის 15 სექტემბერს გაიმართა ემისიის მოცულობა 700 000 ლარი იყო. საშუალო საპროცენტო განაკვეთი – 13,62%. ოქტომბერში შედგა სამთვიანი ემისია, რომლის მოცულობა 900 000 ლარი იყო, ხოლო საშუალო საპროცენტო განაკვეთი – 15,84% (**ასლანიშვილი 2012: 328**). ცხადია, ემისიის ასეთი სიმცირე და აღნიშნული ნორმატიული აქტი, განაპირობებდა საპროცენტო განაკვეთის მცირე პროცენტს. ამასთანავე, ლარის კურსის ცვლილება ვერ ახდენდა რაიმე გავლენას აღნიშნულ პარამეტრზე. თუმცა, ეს დონისძიებები ვერ განავითარებდა აღნიშნულ ბაზარს და ასეთი მოცულობით ვერ იქცეოდა ბიუჯეტის შევსების რეალურ წყაროდ. სულ 1999 წლის განმავლობაში განთავსებულ იქნა 4.8 მლნ ლარის ემისია. ამის მიუხედავად, ბოლო 3 თვიან აუქციონზე, რომლის მოცულობა 1 მლნ ლარი იყო მოთხოვნამ მხოლოდ 148 000 ლარი შეადგინა ანუ კვლავ დაფიქსირდა ემისიის არშევსების ფაქტი.

მომდევნო 2000 წელს ემისიების მოცულობამ და აუქციონების ინტენსიურობამ იმატა. გაიზარდა ბანკების აქტიურობამ. 2000 წელს საპროცენტო განაკვეთი მერყეობდა 6 დან 48 წლიურ პროცენტამდე 28 და 91 დღიან სახაზინო ვალდებულებებზე. 2000 წელს გამოშვებულმა ემისიამ 36.7 მლნ ლარი შეადგინა. 2000 წელს გარკვეული ცვლილებები განიცადა იმ ნორმატიულმა ბაზამ, რომელიც გავლენას ახდენდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებასა და მის მიმართ ინვესტორთა დაინტერესებაზე. კერძოდ, გაუქმდა ბანკების სავალდებულო რეზერვების ნაწილის სახაზინო ვალდებულებებით ჩანაცვლების წესი, ვინაიდან ამ მექანიზმმა ამოწურა მასზე დაკისრებული ფუნქციები. არასაბანკო ინვესტორების მოზიდვის მიზნით ერთი პირის არაკონკურენტული განაცხადის ლიმიტი 10000-დან

20000 ლარამდე გაიზარდა. გარდა ამისა, თუ ადრე ბანკის ლიკვიდურ აქტივებში მათი ფასიანი ქაღალდების 5% ითვლებოდა, ეს ზღვარი 10%-მდე გაიზარდა.

ამდენად, 2000 წლის განმავლობაში განხორციელებული ემისიები პირობითად შეიძლება ორ ეტაპად დავყოთ: გარდამავალი ეტაპი, როდესაც ბანკებს საშუალება ჰქონდათ მინიმალური რეზერვების ნაწილი (მოზიდული სახსრების 2%) სახაზინო ვალდებულებების შესაძენად მიემართათ, და მეორე ეტაპი, როდესაც სახაზინო ვალდებულებები გათავისუფლდა ყოველგვარი შეღავათებისაგან და საპროცენტო განაკვეთების ფორმირება მთლიანად საბაზრო პრინციპებს დაეფუძნა. ზემოაღნიშნულმა გამოიწვია საპროცენტო განაკვეთების 10-15%-დან 31%-მდე გაზრდა, მაგრამ შემდგომში საფინანსო სისტემაში არსებული ქარბი ლიკვიდობის ზეწოლით კვლავ კლების ტენდენცია გამოიკვეთა და წლის ბოლოსათვის საშუალო შეწონილმა საპროცენტო განაკვეთმა 19,1%, ხოლო საშუალო წლიურმა კი 17,1% შეადგინა.

სახაზინო ვალდებულებების მეორადი ბაზრის ასამოქმედებლად შემუშავებული ღონისძიებების (შემუშავდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საბირჟო ვაჭრობის წესები, გაფორმდა ხელშეკრულება თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟასთან ამ უკანასკნელის სახაზინო ვალდებულებების სავაჭრო მოედნად გამოყენების თაობაზე, მოეწყო კომერციულ ბანკებთან საცდელი ვაჭრობა), მიუხედავად სახაზინო ვალდებულებებით საბირჟო ვაჭრობით დაინტერესებამ არ იმატა და მეორად ბაზარზე ვაჭრობის ბრუნვამ მხოლოდ 4,8 მლნ ლარი შეადგინა (ასლანიშვილი 2012: 328).

2001 წელს ჩატარდა 44 აუქციონი, რომლებზეც გაყიდული სახაზინო ვალდებულებების საერთო თანხამ ნომინალური ღირებულებით 69,6 მლნ ლარი შეადგინა, 30,4 მლნ-ით მეტი 2000 წელთან შედარებით. შედეგად, შესრულდა სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის შევსების კანონით განსაზღვრული მაჩვენებელი -20 მლნ ლარი, ხოლო დაუფარავი დავალიანება (2002 წელში გადმოსული) 28,9 მლნ ლარს გაუტოლდა. მნიშვნელოვანია, რომ 2001 წელს გაიზარდა ვადიანობათა სპექტრი: მანამდე არსებულ 28 და 91-დღიან სახაზინო ვალდებულებებს დაემატა ჯერ 182-დღიანი, ხოლო წლის ბოლოს 7 და 140-დღიანი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, რაც მეტად მნიშვნელოვანი მიღწევაა ბაზრის განვითარების

თვალსაზრისით. 2001 წელს მომხდარი საპროცენტო დინამიკა და არსებული მდგომარეობა უკვე საპროცენტო განგაშის ნიშნებს შეიცავდა. ჯამურამ ემისიამ 39.7 მლნ ლარი შეადგინა, თუმცა საპროცენტო განაკვეთი 14 დან 109 პროცენტამდე მერყეობდა. აღსანიშნავია, რომ 2001 წლის მეორე ნახევარში შეწყდა 28 დღიანი სახაზინო ვალდებულებების ემისია და აქცენტი 91 დღიან სახაზინო ვალდებულებებზე იქნა გადატანილი. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარზე (ვადიანობის მიუხედავად) საშუალო საპროცენტო განაკვეთები წლის მანძილზე თანდათანობითი მატების ტენდენციას ამჟღავნებდა. ამის მთავარი მიზეზი, ერთი მხრივ, ემისიების მოცულობის ზრდა, ხოლო, მეორე მხრივ, მათი საშუალო ვადიანობის მატება იყო.

წინა წლებთან შედარებით მნიშვნელოვნად გაიზარდა სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე ინვესტორთა მონაწილეობა. ამასთან, 1998 წლის კრიზისის შემდეგ, პირველად გამოიკვეთა არასაბანკო ინვესტორების მკვეთრი გააქტიურება, რომელთა წილად მთლიანი წლიური ემისიის 19 პროცენტი მოდის მაშინ, როცა 2000 წელს ეს მაჩვენებელი 2%-ს შეადგენდა. ამ დაინტერესების მთავარ მასტიმულირებელ ფაქტორს წარმოადგენს სახაზინო ვალდებულებების გაცილებით მაღალი სარგებლიანობა რესურსის დაბანდების სხვა ალტერნატივებთან შედარებით. ამავდროულად 4,8-დან 6,2 მლნ ლარამდე გაიზარდა მეორად ბაზარზე გარიგებების მოცულობაც.

ვითარება უფრო დაიძაბა მომდევნო 2002 წელს. ამ წელს მომხდარი ამბები კლასიკური ფინანსური პირამიდის მაგალითია (იხილეთ დანართი 20, იხილეთ დანართი 21, იხილეთ დანართი 22, იხილეთ დანართი 23).

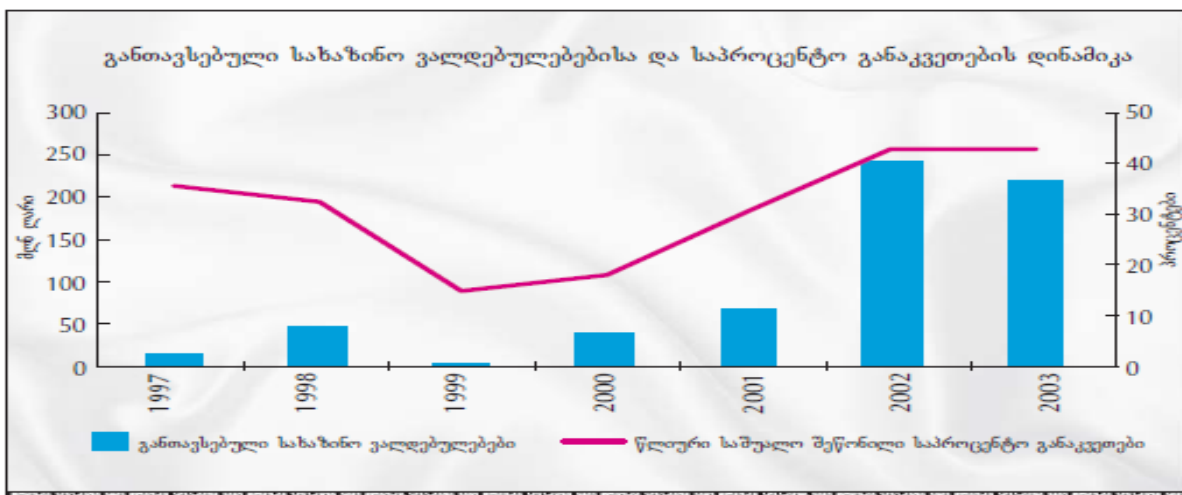
2002 წელი სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდით აღინიშნა (საშუალო საპროცენტო განაკვეთმა 30%-დან 41,5%-მდე მოიმატა). საპროცენტო განაკვეთების მატება მეტწილად სტრუქტურული პრობლემებით აიხსნება. სახაზინო ვალდებულებების საერთო მოცულობა 69,6 მლნ ლარიდან 257 მლნ ლარამდე, ანუ 3,6-ჯერ გაიზარდა, მაშინ როცა საბანკო სისტემის ლიკვიდურობა თითქმის უცვლელი დარჩა. საპროცენტო განაკვეთების ზრდის ტენდენცია გამოიკვეთა რეპო-ოპერაციების ბაზარზეც, სადაც საპროცენტო განაკვეთებმა წლიური 7%-დან 35%-მდე აიწია. ამ წელს სახაზინო ვალდებულებებით ბიუჯეტის

დეფიციტის შევსების მაჩვენებელი 24,5 მლნ ლარამდე გაიზარდა, რითაც გადააჭარბა პროგრამულ მაჩვენებელს 4,5 მლნ ლარით.

წინა წელთან შედარებით მნიშვნელოვნად გაიზარდა სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის მონაწილე ბანკების რაოდენობამ და არასაბანკო ინვესტორთა აქტივობამ.

სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის მოცულობის ზრდამ და ინვესტორთა რაოდენობის მატებამ განაპირობა მეორადი ბაზრის გააქტიურება. წინა წელთან შედარებით მეორად ბაზარზე გარიგებების მოცულობა 5,4-ჯერ გაიზარდა და 40 მლნ ლარი შეადგინა. თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟაზე (თბსბ) განხორციელდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ვაჭრობა ორგანიზებული ბაზრის პრინციპებით, თუმცა მოცულობა მცირე იყო - თბსბ-ზე 2002 წლის განმავლობაში დაფიქსირდა სულ 7 (შვიდი) გარიგება, რომლის საერთო ბრუნვამ 0,6 მლნ ლარი შეადგინა

ამ წელს ჯამურმა ემისიამ 257 მლნ ლარს გადააჭარბა, ხოლო მოთხოვნა 353 მლნ ლარი იყო. ხშირი იყო აუქციონების საერთოდ არშევესების ფაქტები, ხოლო მაქსიმალურმა პროცენტმა ერთ აუქციონზე **390,99 პროცენტ წლიურს გადააჭარბა!**(ასლანიშვილი 2012: 328) (დანართი 24)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის 2003 წლის ანგარიში

რა თქმა უნდა, ასეთი ვითარება საჭიროებს რიგ განმარტებას. პირველ რიგში გაუგებარია ასეთ პირობებში რატომ აგრძელებდა საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო და საქართველოს ეროვნული ბანკი ემისიებს, როდესაც შეეძლო

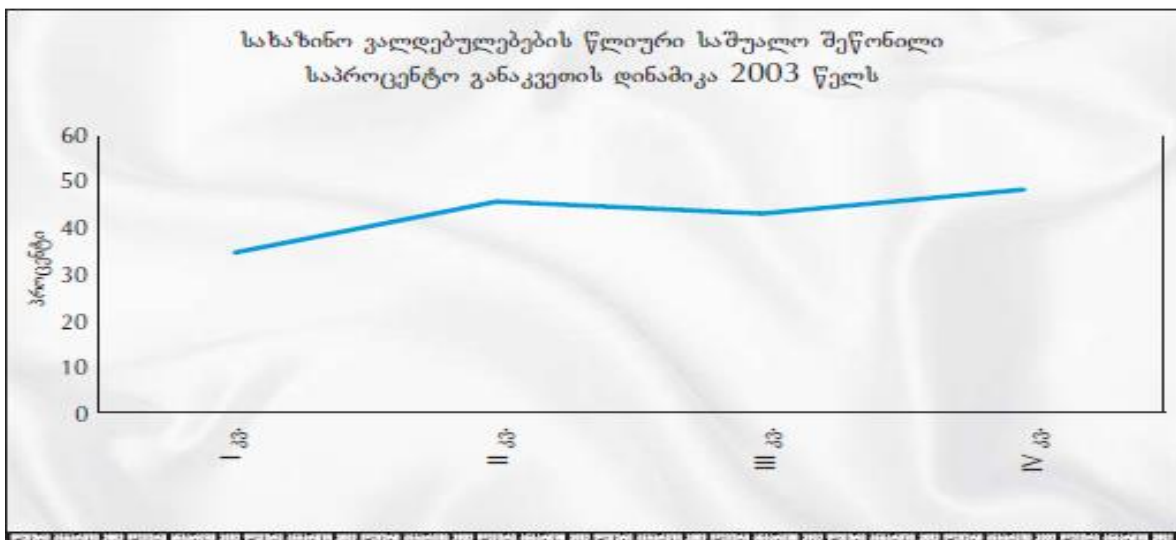
გაცილებით იაფად მოეზიდა რესურსი (თუ ამის საჭიროება იყო) საერთაშორისო ინსტიტუტებიდან. მეორე საკითხია ქართული ბანკების რესურსის სიძვირე, რომლებიც ამ პერიოდში 40 – 50% წლიური მომგებიანობის ფარგლებში მუშაობდნენ, ხოლო მესამე საკითხია, რომ პროცენტების სიძვირეს განაპირობებდა საქართველოს ეროვნული ბანკის მკაცრი ფულად საკრედიტო პოლიტიკა, რაც არ ამღევდა კომერციულ ბანკებს უფრო იაფად მოეზიდად რესურსი და განეთავსებინათ ის სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებში.

ამასთანავე, იმატა აუქციონების ოდენობამ - ჩატარებულ იქნა 58 აუქციონი, ანუ ყოველ კვირას ხორციელდებოდა ემისია, რვაჯერ 2002 წლის განმავლობაში ერთ დღეს ორი სხვადასხვა ვადის სახაზინო ვალდებულებათა ემისიის განთავსება ხორციელდებოდა, რაც არაკომპეტენტური პოლიტიკისა (არ სრულდებოდა ემისიის გრაფიკი) და მოქმედი საკანონმდებლო ბაზის შედეგი იყო. ამ ვითარებამ ინვესტორებში ჩამოაყალიბა სახაზინო ვალდებულების მიმართ ორგვარი მოთხოვნა – საემისიო თანხის სიდიდე და ვადიანობა, თუმცა განმსაზღვრელი იყო ინვესტირების საპროცენტო განაკვეთი. რეალურად ბაზარზე სპეკულაციურმა, ე.წ. “ცხელმა” ფულმა მოიკიდა ფეხი და აუქციონებში ძირითადი იყო ინვესტორისთვის მაღალი სარგებლის (პროცენტის) მიღება. ამ წლებში მოქმედმა ფინანსთა სამინისტროსა და ეროვნული ბანკის ხელმძღვანელობამ ემისიის გრაფიკის შედგენისას არც სეზონური ფაქტორები გაითვალისწინეს, როდესაც ქართულ კომერციულ ბანკებს განსაკუთრებით უჭირთ რესურსის გაცემა (ზამთრის პერიოდი) და ხშირ შემთხვევაში ემისიები საერთოდ შეუვსებელი რჩებოდა (მინისტრები დავით ონოფრიშვილი, ზურაბ ნოღაიძე, ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი ირაკლი მანაგაძე).

ანუ ემისიების დაგეგმვასა და განთავსებაში სერიოზული პრობლემები დაფიქსირდა. მიუხედავად ემისიების ზრდის ასეთი ტემპისა და საოცრად დიდი საპროცენტო განაკვეთისა ჯამური შიგა “ცოცხალი” ვალი 2002 წლის ბოლოს მხოლოდ 57.5 მლნ ლარი იყო, ხოლო 200 მლნ ლარის ემისია წინა და მიმდინარე პერიოდის ემისიათა გადაფარვას მოხმარდა (ასლანიშვილი 2012: 328).

2003 წელს სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე მნიშვნელოვანი პრობლემები წარმოიშვა. ინვესტორთა მხრიდან უნდობლობის ზრდის ფონზე ფინანსთა სამინისტრო წლის მეორე ნახევარში ველარ ახერხებდა სასურველი მოცულობით

ახალი ფასიანი ქაღალდების განთავსებას. მაისიდან მოყოლებული, წინასაარჩევნო პერიოდთან დაკავშირებული პოლიტიკური რისკების ზრდამ, ფინანსთა სამინისტროს მიერ შიდა დავალიანებების დაგროვებამ, პარიზის კლუბის ქვეყნებთან ვალების რესტრუქტური-ზაციის შესაძლო შეფერხებისა და დეფოლტის საშიშროებამ უაღრესად ნეგატიური გავლენა მოახდინა ინვესტორთა მიერ მთავრობის კრედიტუნარიანობის შეფასებაზე და სახაზინო ვალდებულებებზე საპროცენტო განაკვეთების შესამჩნევი მატება გამოიწვია. შედეგად ივნისში მათმა დონემ წლიურ 52,3 პროცენტს მიაღწია.



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის 2003 წლის ანგარიში

შექმნილი ვითარებიდან ერთადერთი გამოსავალი ემისიის თანმიმდევრული შემცირება იყო, მანამ სანამ ინვესტორთა ნდობის აღდგენასთან ერთად მოწესრიგდებოდა საპროცენტო განაკვეთები. აგვისტოდან დეკემბრამდე მიმოქცევაში არსებული ფასიანი ქაღალდების მოცულობამ 91 მლნ ლარიდან 69 მლნ ლარს მიაღწია. დეკემბერში შესაძლებელი გახდა მიმდინარე ემისიებით ძველი ვალდებულებების გასტუმრება და გარკვეულწილად ემისიის გაზრდაც, რის ფონზეც წლის ბოლოსათვის მიმოქცევაში არსებულმა მოცულობამ 73,5 მლნ ლარს მიაღწია. 2003 წლის შედეგებით, სახაზინო ვალდებულებების საშუალო შეწონილმა საპროცენტო განაკვეთმა 42,9% შეადგინა. არასტაბილური გარემოს მიუხედავად, მნიშვნელოვნად გაიზარდა გარიგებების მოცულობა მეორად ბაზარზე, სადაც წლიურმა ბრუნვამ 116,2 მლნ ლარი შეადგინა, რაც თითქმის სამჯერ აღემატება წინა წელს დადებულ გარიგებათა ჯამს.

2003 წელს ემისიის მოცულობამ მცირე კლება განიცადა – გამოშვებულ იქნა 222.1 მლნ სახაზინო ვალდებულება, ჩატარდა 49 აუქციონი, ჯამურმა მოთხოვნამ 369 მლნ ლარს გადააჭარბა. 2003 წლის ბოლოს დადგა შემდეგი შედეგი – ჯამური შიგა ვალი 73.5 მლნ ლარს გაუტოლდა. იმატა აუქციონების საშუალო ვადიანობამ და მან 131.43 დღე შეადგინა. 2003 წელს დაფიქსირებულმა მაქსიმალურმა საპროცენტო განაკვეთმა 198 პროცენტი წლიური შეადგინა. 2003 წელს მხოლოდ ვალის მომსახურებაზე 30 მლნ ლარი იქნა გახარჯული, რაც რიგი სამინისტროების 2003 წლის წლიურ ბიუჯეტს უტოლდებოდა ან აღემატებოდა.

2003 წელს, ანალოგიურად 2002 წლისა პასუხგაუცემელია კითხვები თუ რატომ არ შეჩერდა ემისიები, რატომ გაგრძელდა მკაცრი ფულად -საკრედიტო პოლიტიკა, რატომ არ იქნა ამუშავებული დისკონტის ზედა ზღვარი და რატომ იქნა შედგენილი ისეთი განთავსების გრაფიკი, რომელიც რეალობას არ პასუხობდა.

აღსანიშნავია, რომ სიტუაცია შედარებით გამოსწორდა 2003 წლის ბოლო კვარტალში, რადგან მიმდინარე მწვავე პოლიტიკურმა პროცესებმა ხელი შეუშალეს აუქციონების ჩატარებას და შიგა ვალი 90 მლნ ლარიდან 73.5 მლნ მდე იქნა დაყვანილი(ასლანიშვილი 2012: 328).

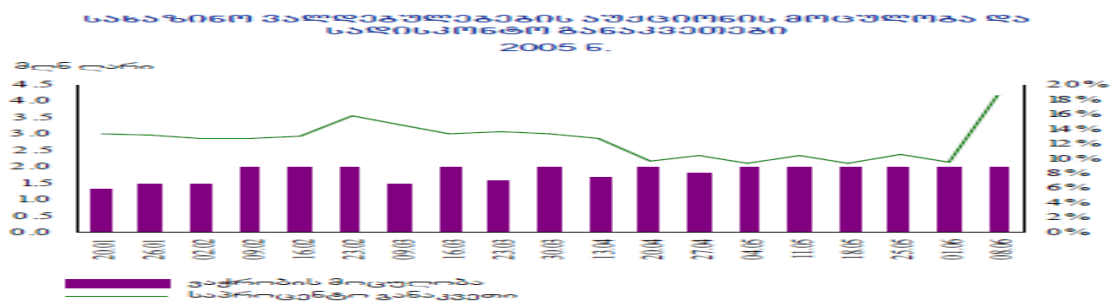
სახაზინო ვალდებულებები ბაზარი ახალ პოლიტიკურ რეალიებში 2004 – 2005 წწ

2004 წლიდან მოყოლებული სახაზინო ვალდებულებების ბაზარს გამკაცრებული ადმინისტრირების პირობებში სხვა დანიშნულება მიენიჭა. ამ წლიდან მოყოლებული სახელმწიფო ბიუჯეტის შევსება და მიმდინარე ხარჯების გასტუმრება სახაზინო ვალდებულებების ემისიის გზით აღარ ხორციელდებოდა და ხაზინას აღარ ესაჭიროებოდა დიდი ოდენობით შიგა ვალის აღება.

2004 წლის განმავლობაში სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე მნიშვნელოვანი ზეგავლენა იქონია ფისკალურ სფეროში წესრიგის დამყარებამ, გატარებულმა სტრუქტურულმა და ინსტიტუციონალურმა გარდაქმნებმა. აღნიშნულმა აღმოფხვრა სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე წინა წელს ჩამოყალიბებული რისკები და გაზარდა მთავრობის, როგორც სახაზინო ვალდებულებების ემიტენტის, მიმართ ნდობა და მოიმატა სახაზინო

ვალდებულებებში თანხების ინვესტირების მოთხოვნილებამ. ემიტირებული სახაზინო ვალდებულებების ვადიანობის მატების ფონზე მოხდა სადისკონტო განაკვეთების კლება. მაღალი და სტაბილური საბიუჯეტო შემოსავლებისა და მთავრობის დეპოზიტებზე მნიშვნელოვანი სახსრების არსებობის პირობებში, შემცირდა სახაზინო ვალდებულებების გამოშვების ხარჯზე სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების საჭიროება. ფინანსთა სამინისტრომ მნიშვნელოვნად შეამცირა ემისიის მოცულობა, განსაკუთრებით აგვისტოში, ხოლო ნოემბრის მეორე ნახევრიდან მათი გამოშვება აღარ განხორციელებულა.

ეს საპროცენტო განაკვეთების დინამიკაზეც აისახა. განსაკუთრებით ეს 2004 წლის მეორე ნახევარში აღინიშნა. გამოშვებულ იქნა 139.3 მლნ ლარის სახაზინო ვალდებულება, ხოლო საპროცენტო განაკვეთი მერყეობდა 11 დან 42.7 მდე. საშუალო პროცენტმა კი 28.5 შეადგინა. სახაზინო ვალდებულებების საშუალო ვადა ერთ წელს გაუტოლდა. საანგარიშო წელს წინა წელთან შედარებით, 27%-ით შემცირდა სახაზინო ვალდებულებების მეორადი ბაზრის მოცულობა და 85,0 მლნ ლარი შეადგინა. 20 სექტემბრიდან ამოქმედდა ეროვნულ ბანკსა და პირველად დილერ კომერციულ ბანკებს შორის „სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე პირველადი დილერის საქმიანობის შესახებ“ ხელშეკრულება(ასლანიშვილი 2012: 328).

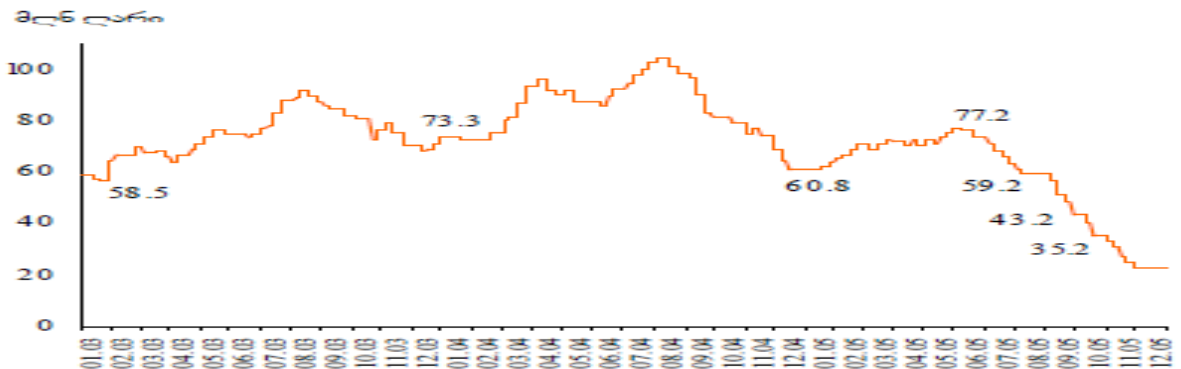


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის 2005 წლის ანგარიში

2005 წელს შემცირდა სახაზინო ვალდებულებების გამოშვების ხარჯზე სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების საჭიროება, რის გამოც ივნისიდან საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ შეწყვიტა ამ გზით ბიუჯეტის დაფინანსება. წლის განმავლობაში ფინანსთა სამინისტროს მიერ ემიტირებული სახაზინო ვალდებულებების მოთხოვნამ 2,54-ჯერ გადააჭარბა ემისიის მოცულობას. მიუხედავად მზარდი მოთხოვნისა, მიწოდება საკამოდ სტაბილური იყო და სახაზინო ვალდებულებების ემისია თითოეული აუქციონისათვის 2 მლნ ლარს არ

აღმატებოდა. 2005 წელს მიმოქცევაში გაშვებულ იქნა 34,9 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების მქონე სახაზინო ვალდებულებები. წლის განმავლობაში საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ დაფარა 72,8 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების სახაზინო ვალდებულებები. წლის განმავლობაში საქართველოს ეროვნული ბანკის განკარგულებაში არსებული ფასიანი ქაღალდების პორტფელი 9,4 მლნ ლარიდან ნულამდე იქნა დაყვანილი. ქვეყნის გრძელვადიანი სტაბილური განვითარების პერსპექტივისადმი ინვესტორთა ნდობის ზრდამ განაპირობა 364-დღიანი ვადიანობის ფასიანი ქაღალდების ხვედრითი წილის ზრდა (მთლიანი ემისიის მოცულობის 65,6%).

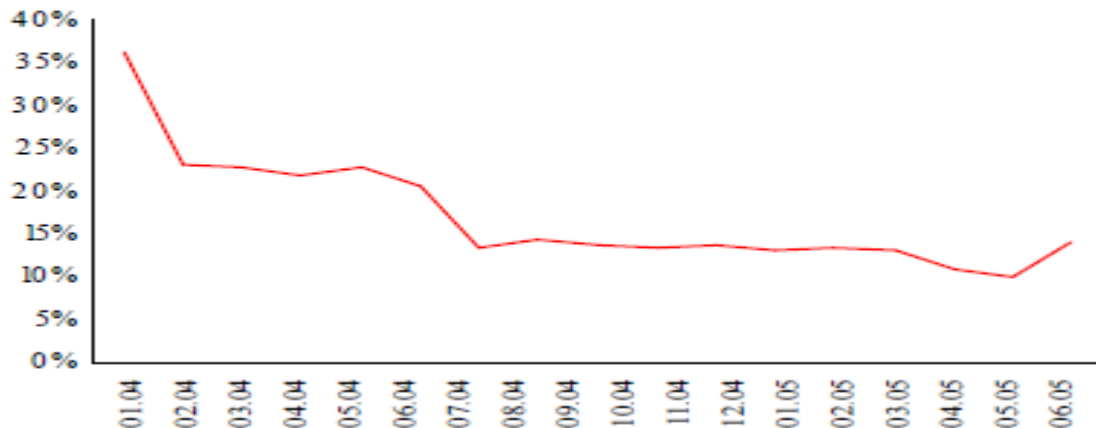
სახაზინო ვალდებულებაში მიმოქცევაში
2003-2005 წწ.



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის 2005 წელი

2005 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, მეორად ბაზარზე სულ დაიდო 49 გარიგება, რაც თანხობრივად 14,5 მლნ ლარს შეადგენდა. ამ ბაზარზე დაფიქსირებულმა საშუალო შეწონილმა საპროცენტო განაკვეთმა შეადგინა 11 პროცენტი.

**სახაზინო ვალდებულებების საშუალო შენონილი სპროცენტო
განაკვეთების დინამიკა
2004-2005 წ.**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის 2005 წლის ანგარიში

მინიმალურმა განაკვეთმა 7.9 პროცენტის შეადგინა, ხოლო მაქსიმალურმა 19.9 პროცენტი. 2005 წლის ბოლო აუქციონზე თავი იჩინა ბანკების “შეთანხმებულმა” პოზიციამ და განაკვეთი წინა აუქციონთან შედარებით, ყოველგვარი გარე ფაქტორების გარეშე 9 დან 20 პროცენტამდე იქნა “აწეული”, რაც არსებული არაჯანსაღი წესების და ბანკების პრივილეგირებული მდგომარეობის არსებობის ბრალი იყო. ამ ფაქტორმა, ასევე სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის მცირე მოცულობამ და ამ გზით მოზიდული რესურსის სიძვირემ საერთაშორისო ბაზართან შედარებით - საერთაშორისო ბაზარი - 3 - 5 % წლიური განაკვეთი, ხოლო საქართველოს პირობებში - 18 - 20 პროცენტი წლიური. ასევე საქართველოში შემოსული ინვესტიციების ბუმის პირობებში მიღებულ იქნა გადაწყვეტილება სახაზინო ვალდებულებების ემისიის შეწყვეტის თაობაზე. ამ მხრივ პასუხგაუცემელია თუ რატომ არ მოხდა 2004 წლის დასაწყისში ემისიების შეწყვეტა, რადგან ბიუჯეტში რესურსის მობილიზება პრობლემას აღარ წარმოადგენდა (ასლანიშვილი 2012: 328).

კვლევის შედეგად დადგენილ იქნა საქართველოს ეროვნული ბანკისა და ფინანსთა სამინისტროს ამ გადაწყვეტილების არგუმენტაცია, თუ რის გამოც შეწყდა სახაზინო ვალდებულებების ემისია: ფინანსთა სამინისტრო და ეროვნული ბანკი თვლიდნენ, რომ სახელმწიფო ბიუჯეტს არ სჭირდება დამატებითი სახსრების მობილიზება ხარჯების დაფინანსებისათვის, ვინაიდან იმ ხარჯებს, რაც ბიუჯეტით

იყო გათვალისწინებული, სახელმწიფო უწყებები შეუფერხებლად ახორციელებდნენ და ბიუჯეტს პერიოდულად ზრდიდნენ. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ დროის ამავე პერიოდში საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო და საქართველოს ეროვნული ბანკი ახორციელებს სახაზინო ობლიგაციების ემისიას, რითაც საქართველოს ეროვნული ბანკის წინაშე სამთავრობო ვალის სექიურიტიზაცია მოხდა.

ამ მხრივ აღნიშნული არგუმენტაცია საკმაოდ სუსტია და საერთაშორისო გამოცდილების საწინააღმდეგოა. უმჯობესი იქნებოდა ამ ინსტრუმენტით დამატებითი და იაფი რესურსის მოზიდვა, რაც ხელს შეუწყობდა ბაზრის ლიკვიდობას და ფინანსური ბაზრის განვითარებას. უცნობია თუ რატომ მოხდა ემისიების შეწყვეტა მხოლოდ 2005 წლის მეორე ნახევარში. ამ ინსტრუმენტის მეშვეობით სავსებით რეალური იყო დაბალ პროცენტში დამატებითი რესურსის მოზიდვა. სახაზინო ვალდებულება ანტიინფლაციური ინსტრუმენტია და ეროვნულ ბანკს შეეძლო ამ ინსტრუმენტით ინფლაციის უკეთ მართვა.

ამასთანავე, ინვესტორთა დამატებით ინტერესს გაუღვივებდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შექმნა და ეს გაზრდიდა საქართველოს საინვესტიციო მიმზიდველობას. ამ მხრივ საკამათოა საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და საქართველოს ეროვნული ბანკის 2004 – 2005 წლებში წარმოებული პოლიტიკა სახაზინო ვალდებულებების მიმართ.

სახაზინო ობლიგაციების გამოშვება 2006 – 2007 წწ

2005 წლის ბოლოდან ეკონომიკური გამოცოცხლება და ფინანსური ადმინისტრირების გამკაცრებამ, რასაც თან ერთვის ინვესტიციების შემოდინება ხელი შეუწყო საქართველოს მთავრობას დაეწყო წინა პერიოდებში დაგროვილი ვალის “სექიურიტიზაციის” პროცესი, დაგროვილი ვალების გასტუმრება ვალის ფასიანი ქაღალდების სახით გადაქცევისა და მისი ღია ბაზარზე გაყიდვის გზით.

2006 წელს მიმდინარეობდა წინა წელს ემიტირებული ერთწლიანი სახაზინო ვალდებულებების დაფარვა, რაც 2006 წლის 7 ივლისს დასრულდა. მთლიანად 2006 წლის განმავლობაში საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ დაფარა 22,9 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების სახაზინო ვალდებულებები.

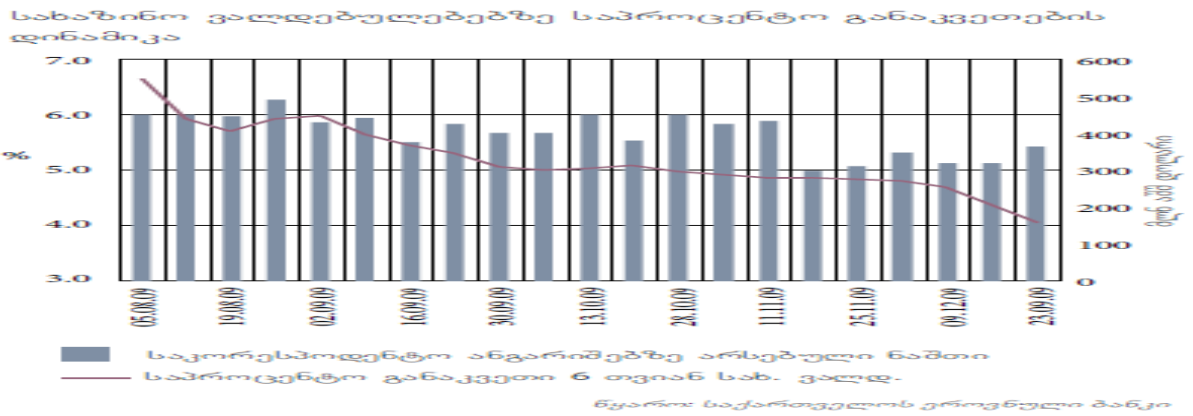
საქართველოს მთავრობამ და საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა 2006 წლის 20 მარტს გააფორმეს შეთანხმება “საქართველოს მთავრობის საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი დავალიანების დაფარვის ღონისძიებების შესახებ”, რომლის საფუძველზე, 2006 წლის 17 მაისს საქართველოს ეროვნული ბანკის მიმართ არსებული საქართველოს მთავრობის 832.9 მლნ ლარის დავალიანებიდან 48 მლნ ლარი ყოველწლიურად გადაფორმდება “ობლიგაციებად”, რომელთა ვადიანობა არის 16 – 60 თვე. დავალიანება სრულად დაიფარება 2030 წელს. აღნიშნული ობლიგაციები, ეროვნულ ბანკს შეუძლია გამოიყენოს ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის. ამის საფუძველზე 2006 და 2007 წწ ბაზარზე გამოტანილ და გაყიდულ იქნა 48 მლნ სახაზინო ობლიგაცია, რომლის საკუპონო საპროცენტო განაკვეთი 13% წლიური იყო, ხოლო თვით სახაზინო ობლიგაციის წლიური დისკონტი 11 – 15% ფარგლებში იყო მოქცეული. 2008 და 2009 წელს სახაზინო ობლიგაციების ემისიას ადგილი არ ჰქონია.

2009 – 2011 წწ სახაზინო ვალდებულებათა ემისიები

2009 წელს განახლდა სახაზინო ვალდებულებების ემისია. შეცვლილ იქნა აუქციონის ჩატარების მეთოდები, შემოღებულ იქნა დისკონტის ზედა ზღვარი, აუქციონების ჩატარება ხორციელდება ელექტრონული სისტემა – ბლუმბერგ – ის მეშვეობით. სამწუხაროდ, დღემდე ვერ მოხერხდა სახაზინო ვალდებულებების საჯაროობის მთავარი დამაბრკოლებელი ფაქტორის – მათი ღია და ფართო წრისათვის ხელმისაწვდომობის საკითხის გადაწყვეტა. მათი განთავსება და გადაყიდვა მხოლოდ კომერციული ბანკების პრივილეგიაა(ასლანიშვილი 2012: 328).

გატარებულმა ადმინისტრირებამ და განსაკუთრებით დისკონტის ზედა ზღვარმა, აგრეთვე კრიზისის პირობებში ბანკებში არსებული თანხების ინვესტირების სირთულეებმა (პრობლემები საკრედიტო კუთხით) რადიკალურად შეცვალა ვითარება.

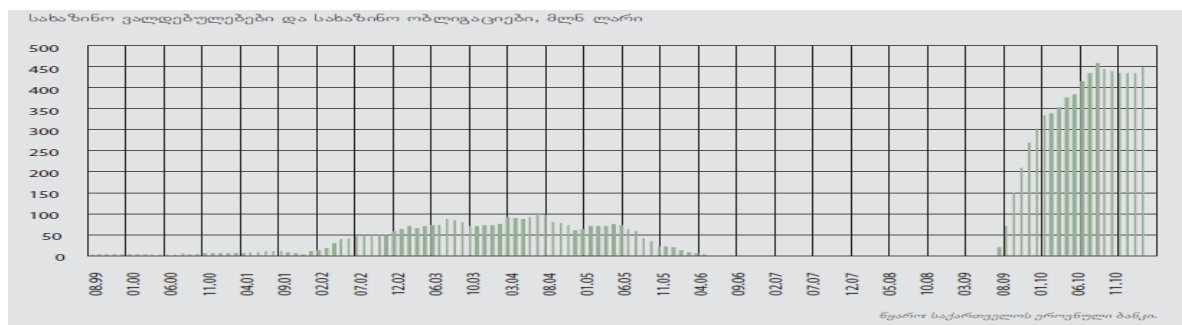
2009 წელს აგვისტოდან დეკემბრამდე ჩატარებულ იქნა 28 აუქციონი, ჯამური საემისიო თანხით 270 მლნ ლარი, ვადიანობა მერყეობდა 6 (ექვსი) თვიდან 1 წლამდე. საპროცენტო განაკვეთი მერყეობდა 4 დან 8.72 პროცენტ წლიურამდე, ხოლო საშუალო თვიური წლიური განაკვეთი 5.6 დან 6.3 პროცენტ წლიურამდე მერყეობდა.



რასაკვირველია, ეს საპროცენტო განაკვეთი გაცილებით უფრო მისაღებია, ვიდრე წინა პერიოდში არსებული დინამიკა, თუმცა აქ დიდი გავლენა იქონია სახელმწიფოს მხრიდან ბანკებზე გაცემულმა დიდი ოდენობით დახმარებამ და სესხებმა.

2008 წლის ომის შემდგომ პერიოდში დონორების მიერ გამოყოფილმა რესურსებმა, ეროვნული ბანკის მხრიდან ქართული ბანკების დაფინანსების (სესხის გაცემის მხრივ, შემხვედრი ტრანზაქციების სახით) პოლიტიკამ და მსოფლიო ეკონომიკურმა კრიზისმა განაპირობა ეს საპროცენტო დინამიკა. თუ ამას დავუმატებთ კრიზისის გამო შექმნილ უმძიმეს საკრედიტო ფონს და არგადახდების (ვერგადახდების) პრობლემას მცირე, საშუალო და მსხვილი ბიზნესის მხრიდან კომერციულ ბანკებზე ნათელია, რომ კომერციულმა ბანკებმა გაცილებით უსაფრთხო, თუმცა დაბალშემოსავლიანი სახაზინო ვალდებულებები არჩიეს ეკონომიკის რეალური სექტორის დაფინანსების სანაცვლოდ. ეს ტენდენცია მომდევნო პერიოდშიც გაგრძელდა (ასლანიშვილი 2012: 328).

2010 წლიდან საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ გააგრძელა 6-თვიანი და 1 წლიანი ვადიანობის დისკონტური ფასიანი ქაღალდების სახაზინო ვალდებულებების ემისია და დაიწყო საშუალოვადიანი კუპონური ფასიანი ქაღალდების გამოშვება ორწლიანი სახაზინო ობლიგაციების სახით.



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2010 წლის განმავლობაში ჩატარებულ იქნა 42 აუქციონი, ხოლო ჯამურმა საემისიო თანხამ 463 მლნ ლარი შეადგინა, ვადიანობა მერყეობდა 6 (ექვსი) თვიდან 1 წლამდე. საპროცენტო განაკვეთი გაცილებით მეტი რხევის მქონე იყო 2009 წელთან შედარებით და ის წლიურ 3.91 დან 15.42 მდე მერყეობდა, ხოლო თვიური საშუალო საპროცენტო განაკვეთი წლიური 5.2 დან 13.2 მდე იცვლებოდა. აქტიური იყო სახაზინო ობლიგაციების ბაზარიც – მისმა მოცულობამ 145 მლნ ლარი შეადგინა, ხოლო ვადამ 2 წელი შეადგინა. წლიური განაკვეთი 9.37 დან 15.9 პროცენტამდე მერყეობდა, ხოლო კუპონის განაკვეთი 10.2 დან 15.6 წლიურ პროცენტამდე მერყეობდა.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების 2010 წლის აუქციონების შედეგები

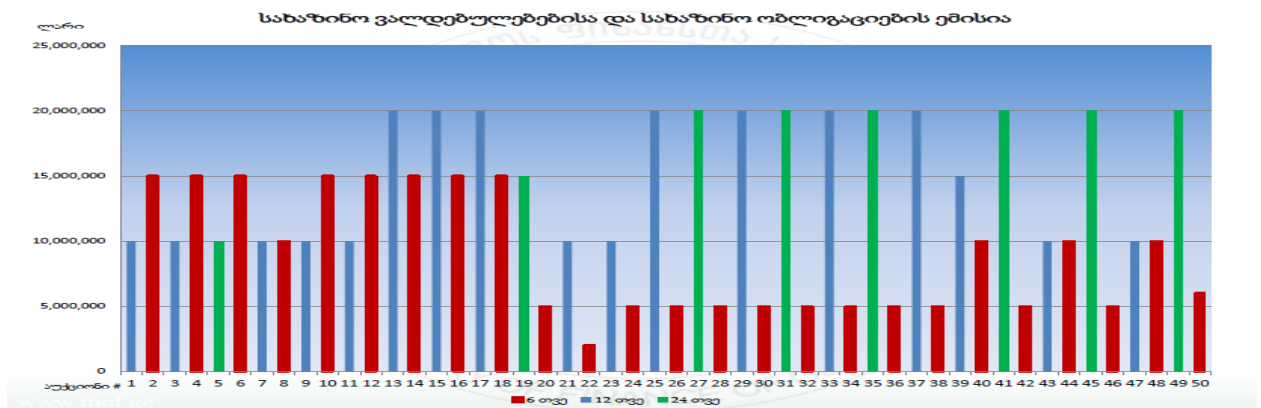


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2010 წლის და 2009 წლის შედეგის შედარებისას თვალსაჩინოა მოზიდული რესურსისა და მისი საპროცენტო განაკვეთის ზრდა, რაც სიტუაციის გაუარესებას მოწმობს.

2010 წლის განმავლობაში ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე კომერციულ ბანკებს შორის სახაზინო ვალდებულებებზე განხორციელდა 14 გარიგება საერთო თანხით 81 მლნ ლარი, ხოლო სახაზინო ობლიგაციებზე განხორციელდა 3 გარიგება თანხით 4,5 მლნ ლარი.

სულ სახაზინო ვალდებულებების, სახაზინო ობლიგაციებისა და სადეპოზიტო სერტიფიკატების პორტფელმა 2010 წლის ბოლოსათვის 816 მლნ ლარს მიაღწია და მშპ-თან მიმართებაში 3,9 პროცენტს შეადგინა(ასლანიშვილი 2012: 334).



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, 2010 წელი

2011 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ შეწყვიტა 6 თვიანი სახაზინო ვალდებულებების გამოშვება და მათ ნაცვლად აქცენტი უფრო გრძელვადიანი ვალდებულებების გამოშვებაზე გადაიტანა. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო ახდენდა 1-წლიანი ვადიანობის დისკონტური ფასიანი ქაღალდების - სახაზინო ვალდებულებებისა და 2-წლიანი და 5-წლიანი კუპონური ფასიანი ქაღალდების-სახაზინო ობლიგაციების ემისიას.

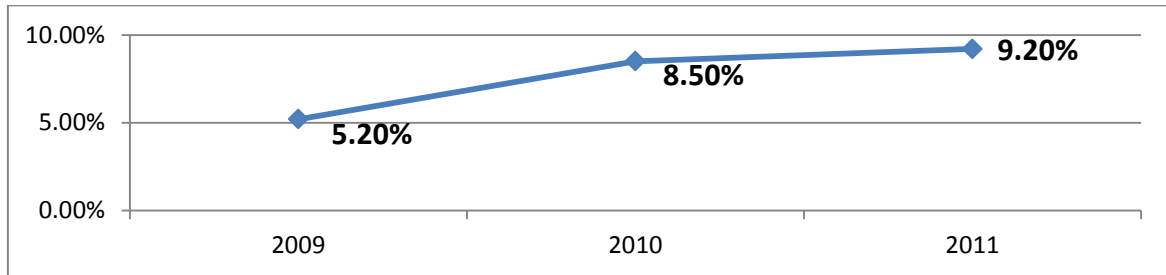
2011 წელს გამოცხადდა სახაზინო ვალდებულებების 18 აუქციონი (6 თვიანზე - 3 აუქციონი, 1 წლიანზე-15 აუქციონი). 2011 წელს 163 მლნ სახაზინო ობლიგაცია იქნა განთავსებული. საპროცენტო განაკვეთისა და კუპონის შემოსავლიანობა არ გაუარესებულა 2010 წელთან შედარებით. ამასთანავე, განთავსდა 5 (ხუთ) წლიანი სახაზინო ობლიგაციებიც. ამ მხრივ მოხერხდა სახაზინო ობლიგაციების გრძელვადიანობის პრინციპის გაძლიერება. 2011 წელს გამოშვებული სახაზინო ვალდებულებების ჯამური ემისია 250 მლნ ლარი იყო, ხოლო საპროცენტო განაკვეთი გაჯერებულ იქნა საშუალო წლიური 9 – 11 პროცენტის ფარგლებში. 2011 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, იმ მომენტისთვის არსებული 235 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების სახაზინო ვალდებულებების მფლობელი იყო 9 კომერციული ბანკი და ბანკის ერთი კლიენტი (7,91 მლნ ლარის სახაზინო ვალდებულებების მფლობელი) (ასლანიშვილი 2012: 334).

სულ მიმოქცევაში არსებული სახაზინო ვალდებულებებისა და სახაზინო ობლიგაციების პორტფელმა 2011 წლის ბოლოსათვის 543 მლნ ლარს მიაღწია, რაც მშპ-თან მიმართებაში 2,25 პროცენტს შეადგენდა. 2011 წლის განმავლობაში ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე, სახაზინო ვალდებულებებზე

განხორციელდა 16 გარიგება საერთო თანხით 36,1 მლნ ლარი. ხოლო სახაზინო ობლიგაციებზე განხორციელდა 3 გარიგება თანხით 25,9 მლნ ლარი.

ანუ 2011 წელს მოხერხდა სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის გაფართოება და საპროცენტო განაკვეთის სტაბილიზება და გარკვეული დაწევა.

6 თვიანი სახაზინო ვალდებულებების საშუალო შეწონილი განაკვეთი

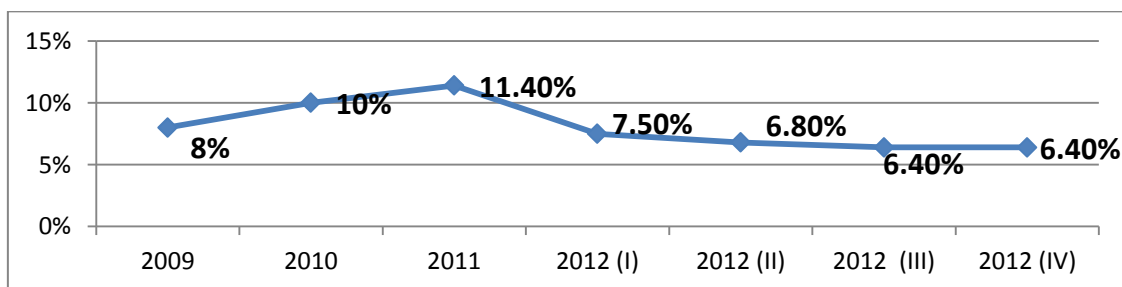


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები და საკუთარი გამოთვლები

სახაზინო ვალდებულებები და ობლიგაციები 2012 – 2014 წლებში

2012 წელს გაგრძელდება სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების გრძელვადიანობის პროცესის გაძლიერება და საპროცენტო განაკვეთის შემცირება. 2012 წლის აპრილის მიწურულს 115 მლნ ლარის სახაზინო ობლიგაცია იქნა განთავსებული, მათ შორის პირველად საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ისტორიაში მოხერხდა 10 (ათი) წლიანი ობლიგაციის გამოშვება და განთავსება. შედარებით იკლო სახაზინო ვალდებულებების ემისიამ და 2012 წლის ბოლოს ოფიციალური მონაცემებით მხოლოდ 40 მლნ ლარი შეადგინა, ხოლო დაფიქსირებულმა წლიურმა საპროცენტო განაკვეთმა იკლო 6.8 პროცენტამდე.

12 თვიანი სახაზინო ვალდებულებების საშუალო შეწონილი განაკვეთი

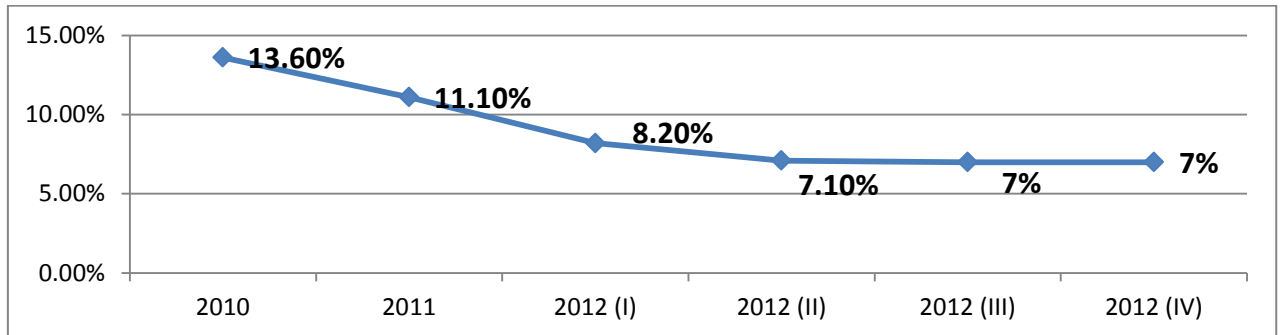


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები და საკუთარი გამოთვლები

2012 წლის 30 აპრილის დაჯამებული სურათი შემდეგი იყო: საქართველოს ეროვნული ბანკისა და საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური

ინფორმაციის თანახმად 2012 წლის 30 აპრილის მდგომარეობით სახელმწიფო ბიუჯეტში 673 მლნ ლარი იყო მოზიდული სახაზინო ვალდებულებათა და ობლიგაციების ემისიების გზით.

2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების საშუალო შეწონილი განაკვეთი



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები და საკუთარი გამოთვლები

ამ პერიოდს დაემთხვა საქართველოში პოლიტიკური მმართველი გუნდის ცვლილება. ახალი პოლიტიკური გუნდის გაცხადებულ პრიორიტეტებში შედის საქართველოს ადგილობრივი წარმოების წახალისება, საგარეო უარყოფითი სავაჭრო ბალანსის შემცირება, ექსპორტის გაძლიერება და ინვესტიციების მოზიდვა. ამ მხრივ განხილვის საგანს წარმოადგენს იმ რეალობის ასახვა და ანალიზი, თუ რა მდგომარეობაა საქართველოს სახელმწიფო შიგა ვალის კუთხით - მისი ოდენობა, სტრუქტურა და დინამიკა ბოლოდროინდელი პოლიტიკური ცვლილებების ფონზე (ასლანიშვილი 2013: 81).

სახაზინო ვალდებულებების აუქციონების დინამიკა

2012 წლის მაისიდან 2013 წლის ივლისამდე ბიუჯეტში მოზიდულ იქნა 90 მლნ ლარის ემისია, ხოლო ამავე პერიოდში დაფარულ იქნა 195 მლნ ლარის ემისია. ამ მხრივ სახეზეა 2012 წლის მაისიდან 2013 წლის 22 ივლისამდე სახაზინო ვალდებულებების ემისიათა გზით ბიუჯეტში არსებული თანხის 105 მლნ ლარით შემცირება. ამ კლების ფონზე ყურადსაღებია წლიური საშუალო საპროცენტო განაკვეთის შემცირება - თუ 2012 წლის მაისში სახაზინო ვალდებულებათა აუქციონების საშუალო წლიური განაკვეთი 9,5 პროცენტს შეადგენდა, 2013 წლის ივნისში 5,6 პროცენტ წლიურ მაჩვენებელზე დავიდა (ასლანიშვილი 2013: 81).

საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და ეროვნული ბანკის მიერ ჩატარებულ იქნა 14 აუქციონი სახაზინო ვალდებულებათა განთავსების მიზნით. აქედან 2012 წლის მაისიდან 2012 წლის დეკემბრის ჩათვლით ჩატარდა 7 აუქციონი, ჯამური

თანხით 60 მლნ ლარი, ხოლო 2013 წლის იანვრიდან 2013 წლის 22 ივლისამდე ასევე 7 აუქციონი, ჯამური თანხით 80 მლნ ლარზე.

კომერციული ბანკების მხრიდან დაფიქსირებულმა ჯამურმა მოთხოვნამ 2012 წლის მაისიდან 2012 წლის დეკემბრის ჩათვლით შეადგინა 146,140,000 ლარი, ანუ გადაფარვის კოეფიციენტი 2012 წლის მაისი - დეკემბრის განმავლობაში 2,4357 შეადგინა, ხოლო 2013 წლის იანვარ - ივლისში 199,520,000 ლარს უდრიდა, რამაც კოეფიციენტის მიმდინარე ციფრი 2,494 აიყვანა.

ჯამური ვითარება ემისიათა დინამიკის კუთხით შემდეგია:

2009 წელი - ემისიის მოცულობამ 270 მლნ ლარი შეადგინა, ხოლო მოცულობა 841,340,000 ლარი იყო, ანუ წლიური გადაფარვის კოეფიციენტი 3,116 უდრიდა;

2010 წელს ემისიის წლიურმა მოცულობამ 463 მლნ ლარი შეადგინა, ხოლო ჯამური მოთხოვნა 1,075,250,000 ლარს უდრიდა, ანუ გადაფარვის საშუალო წლიური კოეფიციენტი 2,322 შეადგენდა;

2011 წელს ჯამურმა განთავსებულმა ემისიამ 250 მლნ ლარი შეადგინა, ხოლო მოთხოვნამ 495,200,000 ლარი მიყო, რამაც გადაფარვის მკოეფიციენტი 1,981 მდე დაიყვანა;

2012 წელს ემისიის განთავსებულმა ოდენობამ 100 მლნ ლარი შეადგინა, ხოლო მოთხოვნა 250 მლნ ლარი იყო. ამ მხრივ გადაფარვის კოეფიციენტი 2,501 უდრიდა;

2013 წლის 22 ივლისის მდგომარეობით განთავსებულმა ემისიამ 80 მლნ ლარი, ხოლო მოთხოვნამ 199,520,000 ლარი შეადგინა, ამრიგად კოეფიციენტი 2,494 ფარგლებში იყო მოქცეული (**ასლანიშვილი 2013: 81**).

გასული ხუთი წლის დინამიკა ცხადყოფს: სახაზინო ვალდებულებების ემისია წლიდან წლამდე მცირდება. თუმცა, 2013 წელს გაიზარდა ამ ინსტრუმენტით მოზიდული ფულადი რესურსი, რაზეც მიგვითითებს 2013 წლის მესამე კვარტლის შესრულებული გეგმაც (იხილეთ დანართი 25).

2013 წლის 22 ივლისამდე გამოშვებულ და არსებულ 80 მლნ ლარის განთავსებულ ემისიას დაემატა სამი ემისია, ჯამური თანხით 35 მლნ ლარი (**ასლანიშვილი 2013: 86**).

სახაზინო ობლიგაციების აუქციონების დინამიკა

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ამ სახეობის ვადიანობა ერთ წელს აღემატება და არსებული ემისიების ფონზე 10 წელსაც კი აღწევს რიგი ემისიების დროს.

2012 წლის მაისიდან - 2013 წლის 22 ივლისამდე სახელმწიფო ბიუჯეტში მოზიდულ იქნა 747 მლნ ლარი, ხოლო ამავე პერიოდში დაიფარა 215 მლნ ლარის ემისია. ამ მხრივ სახეზეა დადებითი სალდო მოზიდულ და დაფარულ ემისიებს შორის და ის 532 მლნ ლარს შეადგენს. ამ გრძელვადიან ემისიებს შორის დიდია დროითი სხვაობა და შესამჩნევია საპროცენტო განაკვეთის მერყეობა (**ასლანიშვილი 2013: 81**).

ჩვენს მიერ საანგარიშგებო პერიოდის ანალიზის კუთხით მიზანშეწონილია გრძელვადიანი ემისიები შემდეგი ჯგუფებით დავაწყვილოთ:

2 წლამდე ვადის მქონე ემისიები - ასეთი ვადის მქონე ემისიების განთავსების დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი მერყეობს 6 დან 7 პროცენტ წლიურის ფარგლებში;

5 წლამდე ვადი მქონე ემისიები - ასეთი ვადის მქონე ემისიების განთავსების დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი მერყეობს 7,5 დან 9 პროცენტ წლიურის ფარგლებში;

10 წლამდე ვადის მქონე ემისიები - ასეთი ვადის მქონე ემისიების განთავსების დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი მერყეობს 10,5 დან 11,5 პროცენტ წლიურის ფარგლებში;

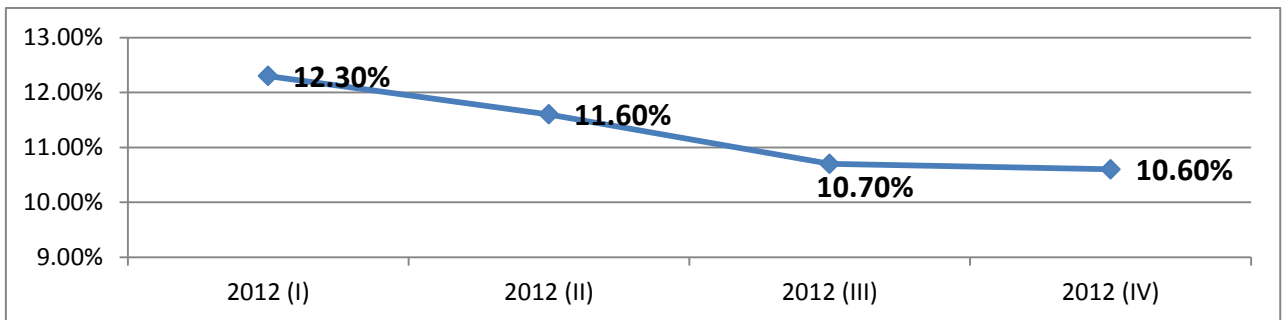
ამავე პერიოდში ჩატარდა 30 აუქციონი, აქედან 9 იყო 2 წლიანი, 13 – 5 წლიანი და 8-10 წლიანი. არსებული დინამიკა გვაძლევს საშუალებას, რომ დავასკვნათ, რომ ბოლო წლების დინამიკით სახელმწიფოს პრიორიტეტია 5 წლიანი ემისიების გამოშვება.

2012 წლის მაის- დეკემბრის პერიოდში განთავსებულ იქნა 199 მლნ ლარის ემისია, ხოლო 2013 წლის იანვარ - ივლისის განმავლობაში - 125 მლნ ლარი (**დავით ასლანიშვილი 2013: 86**).

კომერციული ბანკების მხრიდან დაფიქსირებულმა ჯამურმა მოთხოვნამ 2012 წლის მაისიდან 2012 წლის დეკემბრის ჩათვლით შეადგინა 373,450,000 ლარი, ანუ გადაფარვის კოეფიციენტმა 2012 წლის მაისი - დეკემბრის განმავლობაში 1,88

შეადგინა, ხოლო 2013 წლის იანვარ - ივლისში 277,470,000 ლარს უდრიდა, რამაც კოეფიციენტის ციფრი 2,22 აიყვანა.

10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების საშუალო შეწონილი განაკვეთი



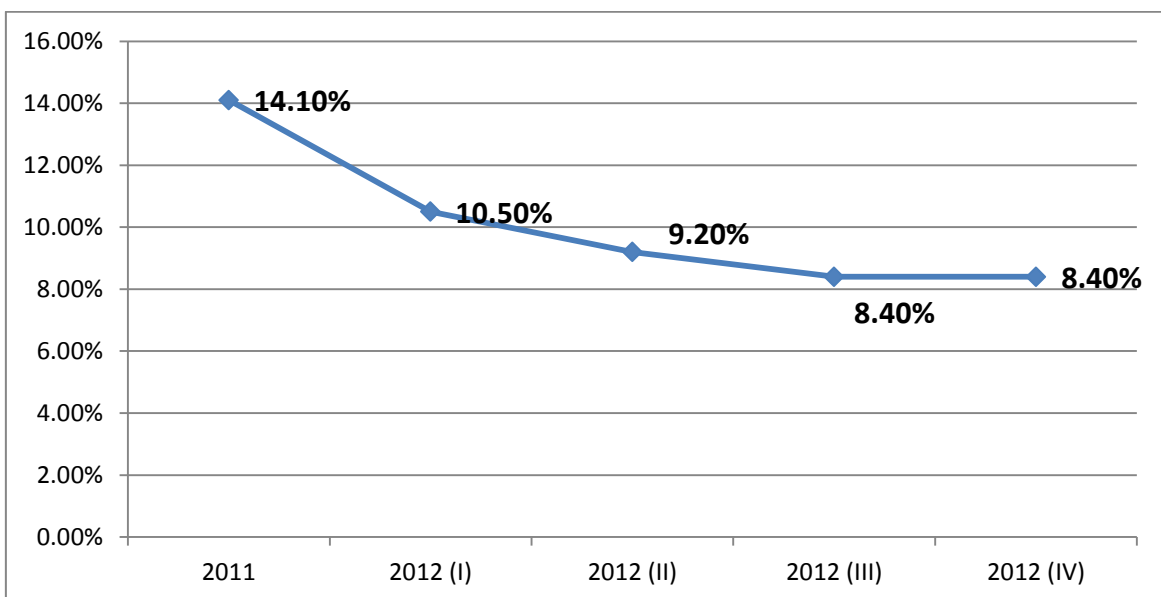
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები და საკუთარი გამოთვლები
წლების მიხედვით გრძელვადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების დინამიკა შემდეგი ტრენდით ხასიათდებოდა:

2010 წელი - ჯამური განთავსებული ემისია 145 მლნ ლარი იყო, ხოლო ჯამური მოთხოვნა - 346,500,000 ლარი. ამ მხრივ გადაფარვის კოეფიციენტი 2,39 უდრიდა.

2011 წელი - ჯამური განთავსებული ემისია 163 მლნ ლარი იყო, ხოლო ჯამური მოთხოვნა - 351,750,000 ლარი. ამ მხრივ გადაფარვის კოეფიციენტი 2,21 შეადგინა.

მიმდინარე 2013 წელი (22 ივლისის მდგომარეობით) - ჯამური განთავსებული ემისია 125 მლნ ლარი იყო, ხოლო ჯამური მოთხოვნა - 277,470,000 ლარი. ამ მხრივ გადაფარვის კოეფიციენტი 2,22 უტოლდება(ასლანიშვილი 2013: 86).

5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების საშუალო შეწონილი განაკვეთი



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემები და საკუთარი გამოთვლები

2013 წლისთვის არსებული ვითარება ცხადყოფს, რომ სახეზეა აქცენტის გადატანა გრძელვადიან სახელმწიფო ფასიან ქაღალდზე, რაც უდაოდ მისასაღმებელი ტენენციაა. თუ გადავხედავთ 2013 წლის წლიურ საპროცენტო განაკვეთს და მის ტრენდს, ის სტაბილური იყო, ხოლო რიგ შემთხვევაში კლებადი.

შეიძლება ითქვას, რომ 2013 წლის შედეგი გვაძლევს საშუალებას დავასკვნათ, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ბიუჯეტის შევსების სტაბილური და საიმედო წყარო გახდა.

სტატისტიკური მონაცემების ანალიზით, რომელიც 2013 წლის 22 ივლისის მდგომარეობას ასახავდა და ამის საფუძველზე სახელმწიფო ბიუჯეტის შიგა ვალი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა წინაშე შემდეგ პარამეტრებს მოიცავდა(ასლანიშვილი 2013: 86):

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევაში მყოფ დავალიანებას, რომელიც 673 მლნ ლარს შეადგენდა 2012 წლის 1 მაისის მდგომარეობით, დაემატა 2012 წლის 1 მაისიდან 2013 წლის 22 ივლისამდე დადებითი სხვაობა გრძელვადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით - 532 მლნ ლარი - და მოაკლდა უარყოფითი სხვაობა მოკლევადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით - 105 მლნ ლარი.

ამის შედეგად, 2013 წლის ივლისის მიწურულს ჯამურმა საშინაო ვალმა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის გზით 1 მლრდ ლარს გადააჭარბა და 1,1 მლრდ ლარს გაუტოლდა.

2013 წლის მიწურულს სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების სახით სახელმწიფო საშინაო ვალის ოდენობამ 1,344,866 ათასი ლარი შეადგინა (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო: <http://mof.ge/5185>).

აქედან სახაზინო ვალდებულებებზე მოდიოდა მხოლოდ 140 მილიონი ლარი, ხოლო დანარჩენი ოდენობა მოიცავდა გრძელვადიან სახაზინო ობლიგაციებს.

2014 წლის განმავლობაში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის მკვეთრი ზრდა დაფიქსირდა და წლის ბოლოს საშინაო ვალის ოდენობამ 1,898,356 ათასი ლარი შეადგინა (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო: <http://mof.ge/5235>), ანუ მხოლოდ 2014 წელს სახელმწიფო ვალის ოდენობა 553,390 ათასი ლარით გაიზარდა.

პროცენტულ გამოსახულებაში ვალის ზრდამ 2013 წელთან შედარებით 41,14 პროცენტი შეადგინა.

ზრდის ასეთი ტემპი შემაშფოთებელია და მოწმობს, რომ სახელმწიფო საგადასახადო პოლიტიკაში ადგილი ჰქონდა ბიუჯეტის ხარჯების დაფინანსებას შიგა ვალის ზრდის მეშვეობით.

ანალიზის შედეგად, აღმოჩნდა, რომ სახელმწიფო შიგა ვალის ზრდა არ იყო თანმიმდევრული ყველა პარამეტრის მიხედვით. კერძოდ 40 მლნ ლარით შემცირდა ეროვნული ბანკის ხელთ არსებული სახაზინო ობლიგაციები და მხოლოდ 5 მლნ ლარით გაიზარდა ღია ბაზრის ოპერაციებისთვის განკუთვნილი სახელმწიფო ობლიგაციების მოცულობა. ზრდა დაფიქსირებულია სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ჭრილში, რაც ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებას ჰგულისხმობს. კერძოდ:

1. 12 თვიანი სახაზინო ვალდებულებების მოცულობა გაიზარდა 254,200 ათასი ლარით და მიაღწია 394,200 ათას ლარს (**წლიური ზრდა - 181,57 პროცენტი**);
2. 2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების მოცულობა გაიზარდა 131,286 ათასი ლარით და 2014 წლის ბოლოს 295,000 ათასი ლარი შეადგინა (**წლიური ზრდა - 44,5 პროცენტი**);
3. 5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების მოცულობა გაიზარდა 163,004 ათასი ლარით და წლის ბოლოს 227,020 ათასი ლარი შეადგინა (**წლიური ზრდა - 71,8 პროცენტი**);
4. 10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების მოცულობა გაიზარდა 40 მლნ ლარით და წლის ბოლოს 115 მლნ ლარი შეადგინა (**წლიური ზრდა - 53,3 პროცენტი**)

მიუხედავად იმისა, რომ აუქციონებზე დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის წლიური მაჩვენებლები 2013 და 2014 წელს ფაქტიურად არ შეცვლილა, სახელმწიფო საშინაო ვალის ასეთი სწრაფი ზრდა არ არის მისასაღმებელი ტენდენცია, რადგან მოკლე და გრძელვადიან პერიოდში ეს პროცესი საფრთხის წინაშე აყენებს სახელმწიფო ბიუჯეტის საშემოსავლო სტრუქტურას. გარდა ამისა, ყველაზე სწრაფი ტემპით - 181 პროცენტით- გაზრდილია მოკლევადიანი ინსტრუმენტი - სახაზინო ვალდებულება, რაც მიუთითებს ბიუჯეტში ამ რესურსის მხოლოდ მიმდინარე

ხარჯების დაფინანსების კუთხით გამოყენებაზე, რაც ცალსახად ნეგატიური მოვლენაა.

2015 წლის პირველ კვარტალში სახელმწიფო საშინაო ვალი გადააჭარბებს 2 მლრდ ლარის მოცულობას, რაც 2015 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის მიხედვით (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო: <http://mof.ge/5367>) დაგეგმილია სახელმწიფო ფასიანი ქარალდების ემისიით დამატებით 600 მლნ ლარის მობილიზება და საპროგნოზო მაჩვენებლით **ჯამური საშინაო სახელმწიფო ვალი სახელმწიფო ფასიანი ქარალდების ემისიის გზით მიაღწევს 2,4 – 2,5 მლრდ ლარს.**

მზარდი საშინაო ვალის ფონზე დიდი მნიშვნელობა ენიჭება აღნიშნული ბაზრის ღიაობის უზრუნველყოფას, ტრანსპარენტულ გარემოში სახელმწიფო ფასიანი ქარალდების ყიდვა / გაყიდვას, გადაყიდვას, ინვესტორთა ფართო წრისთვის ბაზრის გახსნას.

სამწუხაროდ, არსებული ვითარებით ადგილი აქვს ამ სფეროს ფაქტიურ მონოპოლიზაციას კომერციული ბანკების მხრიდან, რასაც ხელს საქართველოს ეროვნული ბანკი უწყობს. საერთოდ უცნობია, თუ რა გზით ფორმირდება ფასწარმოქმნა მეორად ბაზარზე და რა გზით ხორციელდება გარიგებები ამ სახის ფასიან ქარალდებზე.

ანალიზის შედეგად შემდეგი დასკვნების გაკეთება შეგვიძლია:

1997 წელს დაწყებული ქართული სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებისა და 2006 წლიდან სახაზინო ობლიგაციის ემისიამ და განვითარების ისტორიის ეტაპების მიმოხილვა ცხადყოფს, რომ ამ ინსტრუმენტმა კარდინალური ცვლილებები და შინაარსობრივი ტრანსფორმაცია განიცადეს. ისინი ნაწილობრივ პასუხობენ მათი გამოშვების რიგ ამოცანას, თუმცა არასრულად. სახეზე იყო რიგი პრობლემა, როგორც პრაქტიკული, ასევე თეორიული კუთხით, რაც ხელს უშლიდა სახელმწიფო ფასიან ქარალდებს მათი განვითარებას გზაზე:

1. ის იყო მოთხოვნადი ინვესტორთა ფართო წრის მიერ, თუმცა არ იყო ხელმისაწვდომი, ადვილად გაყიდვადი და გადაყიდვადი ინსტრუმენტი, რადგან მხოლოდ კომერციულ ბანკებს ჰქონდათ (და დღესაც აქვთ) როგორც პირველადი დილერის, ასევე მეორად ბაზარზე მათი გადაყიდვის უფლება;

2. ის იქცა სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის შევსების წყაროდ, თუმცა არასაკმარისად იყო დაბალპროცენტიანი, არ იყო ადეკვატურად გრძელვადიანი და შეიცავდა (და შეიცავს) სავალუტო, ინფლაციურ და რიგ სხვა რისკს;

3. ის იყო (და არის) ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტი ღია ბაზრის ოპერაციების წარმოების დროს, თუმცა ჯერ ჯერობით ვერ ხერხდება მისი სრულყოფილად გამოყენება.

კვლევის შედეგად მივედით იმ დასკვნამდე, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის ზრდის პერიოდში და ამ ბაზრის ეფექტური მომსახურების უზრუნველსაყოფად საჭიროა შევიდეს ცვლილებები კანონმდებლობაში, პირველად და მეორად ბაზარზე დაშვებულ იქნას სხვა შუამავალი სტრუქტურები და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი არ იყოს მხოლოდ კომერციული ბანკის ექსკლუზიური სფერო, როგორც პირველად, ასევე მეორად ბაზარზე.

ასეთ ვითარებაში და საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინებით, რომელიც ფართოდ გვაქვს წარმოდგენილი წინა თავებში, აუცილებელია ლიკვიდური და სანდო მეორადი ბაზრის არსებობა და ღია ტრანსპარენტულ პირობებში, საფონდო ბირჟის გამოყენებით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსება და მეორად ბაზარზე გადაყიდვა.

4.2.2 საქართველოს სახელმწიფო ობლიგაციების წარმოშობის თავისებურება

საქართველოს დამოუკიდებლობის პერიოდიდან განუხრელად იზრდებოდა მთავრობის დავალიანება ეროვნული ბანკისადმი და მან 2006 წლის 15 მარტისთვის შეადგინა 832.846.323 ლარი და 50 თეთრი (საქართველოს ეროვნული ბანკი <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611>).

სანამ უშუალოდ მიმოვიხილავდით ობლიგაციების გამოშვების თავისებურებას საქართველოში ჩვენ განვიხილეთ ვალის დაგროვების მეთოდი:

1994 წლიდან 2006 წლამდე საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად იყენებდა საქართველოს ეროვნული ბანკის სესხს. ანუ ცივილური გზის ნაცვლად, რომელიც გულისხმობს ოპერაციებს ღია ბაზარზე და ინვესტორებთან ურთიერთობას, საქართველოში ადგილი ჰქონდა ფაქტიურად ფულად ემისიას.

2006 წლის 20 მარტს კი საქართველოს მთავრობასა და საქართველოს ეროვნულ ბანკს შორის გაფორმდა “შეთანხმება საქართველოს მთავრობის საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი დავალიანების დაფარვის ღონისძიებების შესახებ”, რომლის თანახმადაც მოხდა ამ დავალიანების გადაფორმება ისე, რომ ყოველწლიურად დავალიანების ერთი ნაწილი გადაფორმდება სხვადასხვა ვადიანობის სახელმწიფო ობლიგაციებად ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის, ხოლო მეორე ნაწილი გადაფორმდება დაფარვის ვადამდე ფლობილ ერთწლიან სავალო ვალდებულებად, ყოველწლიური განახლებით.

2006 წლის 15 მაისს, საქართველოს ფინანსთა მინისტრისა და საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანებით (**ბრძანება №444/138,**) დამტკიცდა “საქართველოს მთავრობის საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი არსებული დავალიანების გადაფორმების შედეგად სახელმწიფო ობლიგაციების გამოშვების, აღრიცხვის, მიმოქცევისა და დაფარვის შესახებ“ დებულება.

ამ სახის სახელმწიფო ფასიან ქაღალდს საფუძვლად უდევს საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ “სახელმწიფო ობლიგაციების გაყიდვისა და რეგისტრაციის წესი და სპეციალური დებულება” (საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის

#335 ბრძანება). დებულებაში განმარტებულია, რომ სახელმწიფო ობლიგაცია არის კუპონური სახელმწიფო საშუალოვადიანი ფასიანი ქაღალდი, დენომინირებული ეროვნულ ვალუტაში და გამოშვებული არამატერიალიზებული ფორმით.

დავალიანება სრულად დაიფარება 2030 წელს. აღნიშნული ობლიგაციები ეროვნულ ბანკს შეუძლია გამოიყენოს ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის.

ობლიგაციაზე გადასახდელი კუპონის წლიური განაკვეთი 2006, 2007 და 2008 წლებში განისაზღვრა 13%-ით, ხოლო სავალო ვალდებულებაზე გადასახდელი პროცენტი 2006 წელს წლიური 7%-ის, 2007 და 2008 წლებში 6%-ის ოდენობით. 2008 წლის შემდგომ წლებში ობლიგაციებზე კუპონის განაკვეთის და სავალო ვალდებულებებზე წლიური საპროცენტო განაკვეთის დადგენა ხორციელდება მთავრობისა და ეროვნული ბანკის მიერ, ერთობლივად, საბაზრო პროცენტების გათვალისწინებით.

აღნიშნული შეთანხმებით და ამ ფასიანი ქაღალდების ემისიებით და დაფარვებით მთლიანად გაიწერა ვალის დაფარვის გრაფიკი და საქართველოს ეროვნულ ბანკს გაუჩნდა მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტი. ანუ დავალიანებამ, რომელიც აქამდე უბრალოდ აღრიცხული იყო ეროვნული ბანკის ბალანსზე, შეიძინა ძალიან მნიშვნელოვანი დატვირთვა და ფუნქცია.

ამასთან, ობლიგაციები არაა ის ერთადერთი დადებითი, რაც ეროვნული ბანკისა და მთავრობის შეთანხმებითაა მიღწეული. ამ გზით შეიცვალა მთავრობისა და ეროვნული ბანკის დამოკიდებულება - ამიერიდან მთავრობის ეროვნული ბანკიდან პირდაპირი დაფინანსება არ ხდება. ხორციელდება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია. ეს საეტაპო მნიშვნელობის ნაბიჯი იყო, იმიტომ რომ ცენტრალური ბანკის მიერ ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსება არცერთ განვითარებულ ქვეყანაში არ ითვლება სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს შემადგენელ ნაწილად და პირიქით – როდესაც პირდაპირი დაკრედიტება აკრძალულია, ეს არის კანონმდებლობით დაფიქსირებული ერთ-ერთი გარანტია იმისა, რომ საქართველოში იქნება მაკროეკონომიკური სტაბილურობა.

“საქართველოს მთავრობის საქართველოს ეროვნული ბანკისადმი არსებული დავალიანების გადაფორმების შედეგად სახელმწიფო ობლიგაციების გამოშვების, აღრიცხვის, მიმოქცევისა და დაფარვის შესახებ“ დებულების თანახმად, სახელმწიფო

ობლიგაცია არის ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული 16-დან 60 თვემდე დაფარვის ვადის მქონე სახელმწიფო კუპონური ობლიგაცია, 1000 ლარის ნომინალური ღირებულებით; კუპონი არის წლიური სარგებელი (პროცენტული შემოსავალი), რომელსაც მიიღებს სახელმწიფო ობლიგაციის მფლობელი წინასწარ განსაზღვრულ თარიღებში, სახელმწიფო ობლიგაციების მოქმედების ვადის განმავლობაში; ეროვნული ბანკის ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის კომისია ადგენს გასაყიდი ობლიგაციების მაქსიმალურ მოცულობასა და მაქსიმალურ საპროცენტო განაკვეთს (ანუ განაკვეთს, რომლის ზემოთაც ეროვნული ბანკი არ გაყიდის ობლიგაციებს).

საერთოდ, ობლიგაციები გრძელვადიანებია (მაგალითად, უკვე განხილულ შერთებულ შტატების სახელმწიფო ობლიგაციების ვადა 30 წელს აღწევს). საერთაშორისო პრაქტიკით ამ ფასიან ქაღალდებს პირდაპირ ღია ბაზარზე ყიდის ფინანსთა სამინისტრო და ჩვენს შემთხვევაში, არსებული რეალობიდან გამომდინარე, მოხდა ვალის გადაფორმება.

ამ ინსტრუმენტის აღრიცხვა-ანგარიშებისა და მიმოქცევის მიზნით დამტკიცებულ იქნა რიგი ტექნიკური დანართი.(იხილეთ დანართები 13, 14, 15)

4.2.3 საქართველოს ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატი

2006 წლის 5 სექტემბერს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა (სებ-მა) (საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=557>) შეიმუშავა და 2006 წლის 18 სექტემბერს გამოუშვა ახალი მონეტარული ინსტრუმენტი – საქართველოს ეროვნული ბანკის ერთ წლამდე ვადიანობის სადეპოზიტო სერტიფიკატი, რომელიც უფრო მოსახერხებელი და მისაღებია ბანკებისათვის და, ამავე დროს, ხელს უწყობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. სადეპოზიტო სერტიფიკატების საშუალებით ხდება საშუალოვადიანი ლიკვიდური სახსრების ამოღება საბანკო სისტემიდან.

სადეპოზიტო სერტიფიკატების გაყიდვა ხორციელდება აუქციონის მეშვეობით. აუქციონში მონაწილეობის უფლება აქვთ მხოლოდ კომერციულ ბანკებს. სადეპოზიტო სერტიფიკატების გამოშვება ხდება ეროვნული ვალუტით. აუქციონის ჩატარება ეფუძნება მრავალი ფასის მეთოდს. სადეპოზიტო სერტიფიკატების აუქციონზე მოქმედებს საპროცენტო განაკვეთის ჭერი, რომლის ზემოთაც გაკეთებული განაცხადი არ დაკმაყოფილდება. მიმდინარე ეტაპზე საქართველოს ეროვნული ბანკი სთავაზობს კომერციულ ბანკებს სამთვიან და ექვსთვიან სადეპოზიტო სერტიფიკატებს.

ქრონოლოგიურად, სადეპოზიტო სერტიფიკატების აუქციონებს შემდეგი ისტორია გააჩნიათ (საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=619&lng=geo>):

ამ ინსტრუმენტის ამოქმედებამდე საქართველოს ეროვნული ბანკი იყენებდა სადეპოზიტო აუქციონებს. სადეპოზიტო აუქციონების ჩატარება საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულად - საკრედიტო პოლიტიკის ერთ - ერთი ინსტრუმენტია, თუმცა ის მოკლევადიანი (1 დღიდან - 84 დღემდე ვადით) იყო. ეს ინსტრუმენტი აქტიურად გამოიყენებოდა ეროვნული ბანკის მიერ 2003 – 2006 წლებში. პირველი სადეპოზიტო აუქციონი 2003 წლის 27 ოქტომბერს შედგა.

ერთდღიანი სადეპოზიტო აუქციონების განაკვეთი 1 დან 2 პროცენტ წლიურ განაკვეთამდე მერყეობდა, თუმცა მათი ჩატარება ხორციელდებოდა მხოლოდ 2003

და 2004 წლებში. ბოლო ერთდღიანი სადეპოზიტო აუქციონი 2004 წლის 2 აგვისტოს შედგა (საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=512>).

2004 – 2006 წწ ჩატარდა სხვა სადეპოზიტო აუქციონები, რომელთა ვადიანობა იყო 27, 28, 35, 42, 43, 49, 56, 60, 70 და 84 დღეს შეადგენდა. წლიური განაკვეთი 5 დან 10 პროცენტამდე მერყეობდა.

უშუალოდ სადეპოზიტო სერტიფიკატების შემოღებამდე სიტუაცია შემდეგი იყო: 2006 წლის ივნისიდან აგვისტომდე გაიმართა 23 სადეპოზიტო აუქციონი. აუქციონების მთლიანმა მოცულობამ 56,85 მლნ ლარი შეადგინა, რაც 75,46%-ით აღემატებოდა წინა წლის ანალოგიურ მაჩვენებელს (32,4 მლნ ლარი). საშუალო საპროცენტო განაკვეთმა წლის განმავლობაში 9,62% შეადგინა. სექტემბერში ეს ინსტრუმენტი სადეპოზიტო სერტიფიკატმა ჩაანაცვლა. ერთიდან სამ თვემდე ვადიანობის სადეპოზიტო სერტიფიკატების აუქციონებზე მაქსიმალური განაკვეთი განისაზღვრა 12%-ით. 2006 წლის სექტემბერ-დეკემბერში ჩატარდა სადეპოზიტო სერტიფიკატების 67 აუქციონი. ამ ინსტრუმენტის შემოღება საკმაოდ წარმატებული ნაბიჯი იყო. მომდევნო წლებში ეს ინსტრუმენტი მზარდ ტენდენციას ამჟღავნებდა და 2010 წლის განმავლობაში გამოცხადებული 52 აუქციონიდან, კომერციული ბანკების მიერ სადეპოზიტო სერტიფიკატები შექმნილ იქნა ყველა აუქციონზე. წლის განმავლობაში განთავსებულ იქნა 946 მლნ ლარის ოდენობის სადეპოზიტო სერტიფიკატები, დაფარულ იქნა 806 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების სადეპოზიტო სერტიფიკატები. ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე საქართველოს ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატებით განხორციელდა 8 გარიგება საერთო თანხით 12,5 მლნ ლარი (საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=512>).

2010 წელთან შედარებით, 2011 წელს განსაკუთრებით გაიზარდა საქართველოს ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატებით განხორციელებულ გარიგებათა რიცხვი ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე. სულ 2011 წელს, მეორად ბაზარზე, სადეპოზიტო სერტიფიკატებზე დაიდო 52 გარიგება საერთო თანხით 199,1 მლნ ლარი (2010 წელს განხორციელებულ იქნა მხოლოდ 8 გარიგება 12,5 მლნ ლარზე) (საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=512>).

ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატის სპეციფიკაცია, რაც გამოიხატება მისი ყიდვისა და გირაოს სახით გამოყენების სფერო შეზღუდულობაში (მხოლოდ კომერციული ბანკებისათვის განკუთვნილი ინსტრუმენტი), არ გვადლევს საშუალებას ის მივიჩნიოთ ფართო საზოგადოებისათვის ხელმისაწვდომ ფასიან ქაღალდად. ამასთანავე, მისი ფუნქცია და დანიშნულება იყოს მხოლოდ ღია ბაზრის ინსტრუმენტი საქართველოს ეროვნული ბანკის არსენალში, ხოლო მისი ყიდვა - გაყიდვა შესაძლებელია მხოლოდ კომერციულ ბანკებს შორის (**საქართველოს ეროვნული ბანკი: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=512>**).

ამ ბაზრის 2012 – 2014 წწ განვითარებამ და სრულყოფამ შესაძლებლობა მისცა ეროვნულ ბანკს მოემზადებინა და გამოექვეყნებინა 2015 – 2016 წწ გამოსაშვები ემისიის გრაფიკი (**საქართველოს ეროვნული ბანკი: https://www.nbg.gov.ge/uploads/moneratypolicy/cd/30.09.2014_cd_calendar_2014_weliiv_kvartali_2015w.pdf**). ამ გრაფიკის ანალიზმა, რომლის ემისიათა რაოდენობა - 50 (ორმოცდაათი), სტაბილური ვადიანობა - 91 და 182 დღიანი და თანხობრივი მოცულობა -20 მილიონიანი 25 ემისია, ანუ ჯამში 500 მილიონი ლარის 91 დღიანი სადეპოზიტო სერტიფიკატის ემისია და 35 მილიონიანი 25 ემისია, ანუ ჯამში 875 მილიონი ლარის 182 დღიანი ემისია, გვადლევს საშუალებას დავასკვნათ, რომ ამ სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი სარგებლობს საბანკო სექტორის ინტერესით და ის ასრულებს მასზე დაკისრებულ ფუნქციებს (იხილეთ დანართი 16) .

4.2.4 საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები

სანამ უშუალოდ ქართულ ევროობლიგაციების ბაზარს მიმოვიხილავთ უპრიანია ამ ინსტრუმენტის მცირე დახასიათება და მისი საერთაშორისო მნიშვნელობის განმარტება: საერთაშორისო ობლიგაციების რამდენიმე სახე არსებობს. საერთაშორისო ბირჟებზე ყველაზე მოთხოვნადი და განვითარებულია ორი ინსტრუმენტი - ევრო-ბონდები ანუ ევროობლიგაციები და ევრო-ნოტებს (**Dictionary of Finance and Investment Terms**1995: 167).

- ევროობლიგაციები (euro-bonds) ეწოდება იმ ობლიგაციებს, რომლებიც განთავსებულია ერთდროულად რამდენიმე ქვეყნის ბაზარზე საერთაშორისო სინდიკატების მიერ და ნომინირებულია იმ ვალუტაში, რომელიც არ წარმოადგენს ნაციონალურ ვალუტას არც მსესხებლისთვის და არც კრედიტორისათვის. ევრო-ბონდები ეს არის ფასიანი ქაღალდები წარმომდგენზე, რომლებიც სავაჭრო სისტემებში არიან დეპონირებული დეპოზიტარიებში. ამ უსახელო ფასიან ქაღალდებს განათავსებენ ძირითადად განვითარებად ქვეყნებში. მათ მიღმა არ არის საჭირო უზრუნველყოფის რეზერვირება, რამაც გაადვილა მათი გამოშვება ემიტენტებისთვის.
- ევრონოტები წარმოადგენენ სახელობით ფასიან ქაღალდებს, მათი ემიტირება ხდება განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში. ევრობონდებისაგან განსხვავებით, ევრონოტების გამოშვება ითვალისწინებს უზრუნველყოფის შექმნას.

2008 წლის აპრილში საქართველომ 500 მლნ. აშშ დოლარის ოდენობის სადებიუტო ევროობლიგაციები განათავსა ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. განთავსება ხუთწლიანი ვადით და ორი ბანკის JP MORGAN და UBS - ორგანიზაციებით განხორციელდა. ევროობლიგაციების გამოშვების ოფიციალური გაცხადებული მიზანი იყო მოზიდული თანხების დახარჯვა გაზსაცავის მშენებლობასა და მაღალი ძაბვის ელექტროგადაცემის ხაზების ინვესტირებაში (იხილეთ დანართი 17).

ევროობლიგაციებზე დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი 7,5% შეადგინა (Reuters: <http://www.reuters.com/article/2011/04/07/georgia-bond->

idUSLDE7361VC20110407), რაც ამ პერიოდში ევროკავშირის ქვეყნების ბაზარზე სიტუაციის ადეკვატური იყო (ჩვენ მიმოხილული გვაქვს წინა თავებში ევროკავშირის ქვეყნების ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები). თუმცა, იმავე პერიოდში მსოფლიო ბაზრებზე აშშ სახაზინო ობლიგაციების სარგებელი 2,75% იყო (<http://www.bloomberg.com/quote/BUSY:IND/chart>), ანუ რისკიანობის გამო ქართული ობლიგაცია 3-ჯერ მაღალ საპროცენტო განაკვეთს სთავაზობდა კრედიტორებს.

გეოგრაფიულად საქართველოს ევროობლიგაციების 47,8 პროცენტი დიდმა ბრიტანეთმა, აშშ-მ 16,4 პროცენტი, ჰოლანდიამ 8,2 პროცენტი, გერმანიამ 6,9 პროცენტი, დანიამ 4,6 პროცენტი, საფრანგეთმა 3,6 პროცენტი, ავსტრიამ 3,4 პროცენტი, იტალიამ 2,5 პროცენტი, შვეიცარიამ 2,2, ხოლო სხვებმა ობლიგაციების 4,4 პროცენტი შეიძინეს.

ქვეყნები	%
დიდი ბრიტანეთი	47,8
აშშ	16,4
ჰოლანდია	8,2
გერმანია	6,9
დანია	4,6
საფრანგეთი	3,6
ავსტრია	3,4
იტალია	2,5
შვეიცარია	2,2
სხვა ქვეყნები	4,4

(წყარო:<http://www.londonstockexchange.com/exchange/searchengine/search.html?lang=en&x=0&y=0&q=georgian+eurobonds>)

(ლონდონის საფონდო ბირჟის მონაცემების თანახმად საქართველოს ევროობლიგაციებზე ფასწარმოქმნა და სარგებლიანობა იხილეთ დანართი 18-ში).

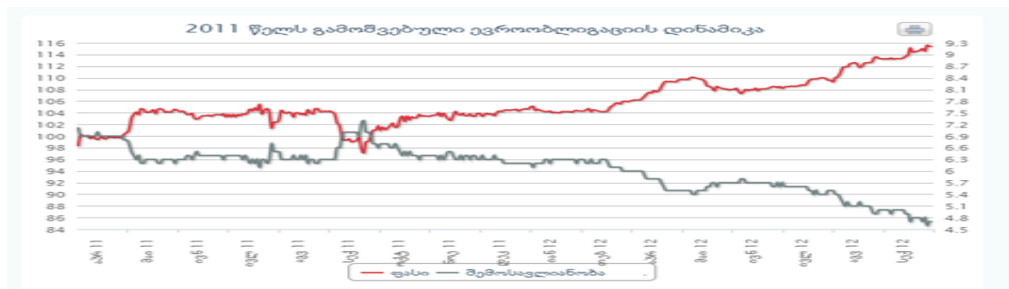
ობლიგაციების განთავსების შემდგომ პერიოდში საქართველოს მთავრობამ მათი მიზნობრიობა შეცვალა. ნაცვლად ენერგეტიკულ პროექტებში ინვესტირების განხორციელებისა, აღნიშნული თანხები განთავსდა ხაზინის ანგარიშზე და ე.წ. „მომავლის ფონდში“ მათი თავმოყრის მიზნით

2008 წლის ომის პერიოდში და შემდგომი კრიზისის კვალობაზე ეს რესურსი გამოყენებულ იქნა სახელმწიფო ბიუჯეტის მიმდინარე ხარჯების დასაფინანსებლად. შეიძლება ითქვას, რომ ევროობლიგაციებიდან მიღებული სასხრები უყაირათოდ იქნა გამოყენებული და საქართველოს საგარეო ვალის მორიგ ზრდაში გამოიხატა.

საქართველოს სახელმწიფო ევროობლიგაციების ლონდონის საფონდო ბირჟაზე განთავსება წარმატებულად განხორციელდა, UBS (გაერთიანებული შვეიცარული ბანკი) -ის მონაცემებით, მოთხოვნამ სამჯერ გადააჭარბა წინადადებას. ამის მიზეზად დასახელდა ქვეყნის წარმატებული ეკონომიკური რეფორმა, წარმატებული საკრედიტო ისტორია და ის ვითარება, რომ ევროობლიგაციები გათვალისწინებული იქნება მომავალში SPMORGAN EMBI-ს ინდექსის გათვლისას.

ევროობლიგაციების მეორე ემისია

2011 წლის აპრილში საქართველოს მთავრობამ 500 მლნ. აშშ დოლარის მოცულობის 10 წლიანი ობლიგაციების ემისია განახორციელა (საქართველომ ახალი 500 მილიონიანი ევროობლიგაციები გამოუშვა: <http://civil.ge/geo/article.php?id=23886>), საპროცენტო განაკვეთი 6.9%-ის დონეზე დაფიქსირდა. მთავრობამ გადაფარა 2008 წლის ევროობლიგაციები 417 მლნ აშშ დოლარის ოდენობით; საგარეო ვალი 83 მლნ დოლარით გაიზარდა.



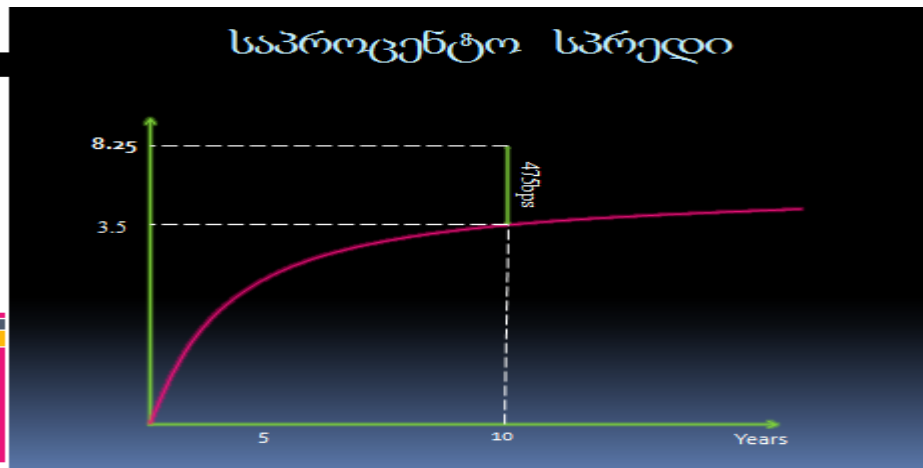
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

იმისათვის რომ შევავასოთ თუ რამდენად წარმატებულად გამოუშვა საქართველოს მთავრობამ ახალი ობლიგაციები, უნდა დავაკვირდეთ საფინანსო ლიტერატურაში აღიარებულ განსხვავებას (სპრედ) ურისკო საპროცენტო განაკვეთებსა და საქართველოს მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის. რისკისგან თავისუფალ საპროცენტო განაკვეთად მიჩნეულია ამერიკის შეერთებული შტატების სახაზინო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი. მეორეს მხრივ, ამ ინსტრუმენტის და მონაცემების გამოყენება ხელსაყრელია ამ ტიპის

შედარების გასაკეთებლად, რადგან ის და საქართველოს მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციები დოლარშია განთავსებული, რაც სავალუტო რისკის გამორიცხავს.

თარიღი	საპროცენტო განაკვეთი აშშ სახელმწიფო ფასიან ქარალდებზე	
	5 წლიანი	10 წლიანი
7 აპრილი 2008	2.75	3.57
5 აპრილი 2011	2.28	3.50

ყურადსაღებია, რომ ახალი ობლიგაციის სარგებლიანობა 6.875% იყო, რაც მხოლოდ ორჯერ აღემატებოდა აშშ-ს 10 წლიან სახელმწიფო ფასიან ქარალდებზე არსებულ განაკვეთს, რაც მიანიშნებს, რომ საქართველოსადმი ნდობა 2008 წელთან შედარებით გაიზარდა.

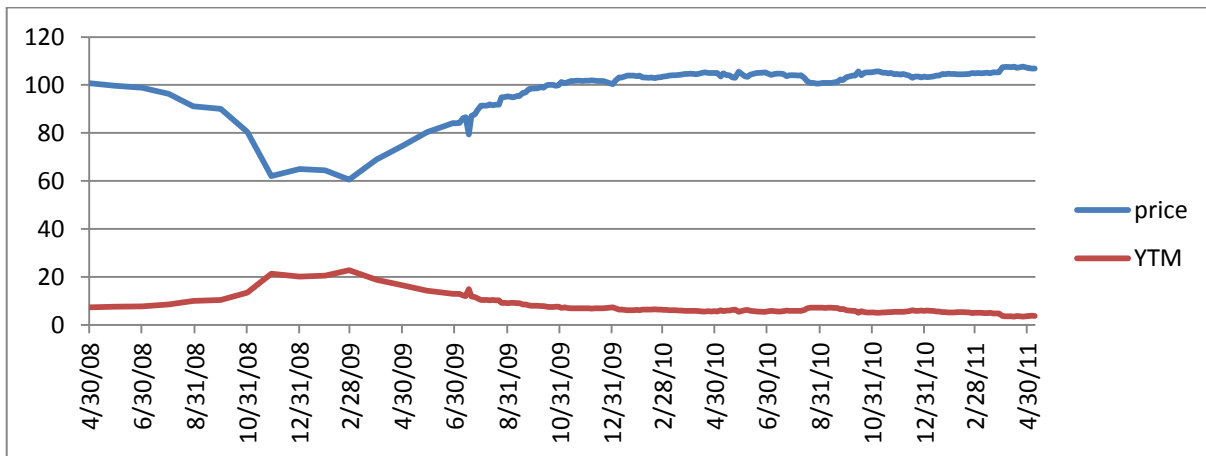


(წყარო: ლონდონის საფონდო ბირჟა, იუბისი)

უნდა აღინიშნოს, რომ ევროობლიგაციების გამოშვებამ საქართველო გააცნო საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებს და მრავალ მსხვილ ინსტიტუციონალურ ინვესტორს. ამ მხრივ ეს წარმოადგენდა საქართველოში დივერსიფიცირებული კაპიტალის შემოდინების წახალისების სტრატეგიის ერთ-ერთ საკვანძო ელემენტს. როგორც უკვე ავლნიშნეთ ევრობონდების პირველი განთავსება მოხდა 2008 წლის 7 აპრილს, კუპონის ოდენობა 7.5 პროცენტი იყო, კუპონის გადახდა ხდებოდა წელიწადში 2-ჯერ, დაფარვის ვადა უნდა ყოფილიყო 2013 წლის 15 აპრილი და დაფარვა მოხდებოდა ერთიანი გადახდით, მინიმალური დენომინაცია იყო 100 000 აშშ დოლარი.

ანდერრაიტინგი ამ ობლიგაციებზე განახორციელეს საინვესტიციო ბანკებმა: „იუ ბი ესმა“ და „ჯეი პი მორგანმა“, ეს ობლიგაციები დარეგისტრირებული იყო ლონდონის საფონდო ბირჟაზე (LSE) (დანართი 19).

ამ ობლიგაციებს სარეიტინგო კომპანია Fitch-მა BB- რეიტინგი მიანიჭა, 2008 წლის 25 სექტემბერს Standard & Poor's-მა მისი რეიტინგი B-ით შეაფასა, ხოლო Moody's-ის რეიტინგით 2010 წლის 6 ოქტომბერს ამ ობლიგაციებს Ba3 რეიტინგი გააჩნდათ. ქვემოთ წარმოგიდგენთ საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ევროობლიგაციების პირველი ემისიის ფასების დინამიკას:



(წყარო: ლონდონის საფონდო ბირჟა, იუბისი)

როგორც გრაფიკიდან ჩანს 2008 წლის აგვისტოს მოვლენებმა ევრობონდების ფასი მნიშვნელოვნად შეამცირა, თუმცა შემდეგ ობლიგაციებზე ფასი იზრდებოდა. ეს იყო წინაპირობა იმისა, რომ საქართველომ შესძლო ამ ობლიგაციების 83%-ის დაფარვის თარიღის 2013 დან 2021 წელში გადატანა, თან საკუპონე განაკვეთი 7,5%-დან 6,875%-მდე შემცირდა. თუმცა ვადიანობა გაიზარდა.

2011 წლის 7 აპრილს საქართველოს მთავრობამ გამოუშვა ახალი 500 მლნ აშშ დოლარის ღირებულების ევროობლიგაციები და გამოისყიდა 417 მლნ აშშ დოლარის მიმოქცევაში არსებული 7,50 %-იანი კუპონის მქონე 2013 წელს დასაფარი 500 მლნ დოლარის ობლიგაციები.

ეს ტრანზაქცია განხორციელდა 144A წესის შესაბამისად, რამაც საქართველოს შესაძლებლობა მისცა გაეფართოებინა ინვესტორთა ბაზა, კერძოდ კი მოიზიდა ახალი ინვესტორები ამერიკის შეერთებული შტატებიდან. ამ შეთავაზებით საქართველოს ევროობლიგაციები შევიდა EMBI-ის ბენჩმარკად წოდებულ ინდექსში, რაც საკმაოდ მნიშვნელოვანი მოვლენაა. ამ ინდექსში ობლიგაციის შესაყვანად, ქვეყნის მიერ გამოშვებული ვალი უნდა იყოს ერთ წელზე მეტი ხანგრძლივობის, 500 მლნ დოლარზე მეტი ღირებულების და აკმაყოფილებდეს მკაცრ სავაჭრო მოთხოვნებს. ამ

ინდექსის მაჩვენებელს ინვესტორები იყენებენ ამ ტიპის ობლიგაციების შესადარებლად სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების მაჩვენებლებთან და ზოგადად განვითარებადი მსოფლიოს ტენდენციების საილუსტრაციოდ.

ასევე მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული ეს ობლიგაციები შესყიდული აქვთ QIB-ებს - კვალიფიციურ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს. ამ უკანასკნელებს მიეკუთვნებიან დაწესებულებები, მათ შორის ბანკები, სასესხო-შემნახველი დაწესებულებები, სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო ფონდები და სხვა დაწესებულებები, რომლებიც მინიმუმ 100 მლნ დოლარის ღირებულების ფასიან ქაღალდების მართავენ, ან რეგისტრირებული ბროკერ-დილერები, რომლებიც მართავენ მინიმუმ 10 მილიონი აშშ დოლარის ფასიან ქაღალდებს.

თუმცა, ამ წარმატებული დებიუტის მიუხედავად ევროობლიგაციების გამოშვებიდან დღემდე პასუხგაუცემელი რჩება კითხვა რა მიზანშეწონილება ჰქონდა ევროობლიგაციების ემისიას საქართველოსთვის იმ დროს, როდესაც ადგილი ჰქონდა სახელმწიფო ბიუჯეტის პროფიციტს და რატომ შეიცვალა მოზიდული რესურსის განთავსების არეალი. ამასთანავე გაუგებარია, ამ ოდენობის საგარეო ვალის აღება პირობებში, როდესაც დაწყებული იყო მსოფლიო ფინანსური კრიზისი.

თავი 5. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სტრატეგია

საქართველოში

5.1. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები მეორად ბაზარზე

ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე სახაზინო ვალდებულებებით ვაჭრობა ამკვიდრებს ნდობის ფაქტორს აღნიშნული ფინანსური ინსტრუმენტისადმი და ქმნის პირობებს გრძელვადიანი სასესხო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისთვის.

მეორადი ბაზრის განვითარების დონე განსაზღვრავს თუ რამდენად ლიკვიდური და მიმზიდველია ფასიანი ქაღალდი ინვესტორთა ფართო წრისათვის. ამ მიზნით გამოკვლეულ იქნა საქართველოში არსებული ვითარება, სადაც თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟის გაუქმების შემდეგ დარჩა ერთადერთი ორგანიზებული ბაზარი - საქართველოს საფონდო ბირჟა და არსებული მდგომარეობა - არაორგანიზებული ყიდვა/გაყიდვა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე.

საქართველოს ეროვნული ბანკის 1997 – 1999 წწ წლიური ანგარიშის შესაბამისად ამ წლებში სახაზინო ვალდებულებების მეორადი ბაზარი არაორგანიზებულ ხასიათს ატარებდა. პირველად აუქციონზე ნაყიდი სახაზინო ვალდებულებების გასხვისება სტიქიურად ხორციელდებოდა. მიუხედავად იმისა, რომ 1999 წლიდან თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟაზე მომზადდა შესაბამისი წესები და პლატფორმა ამ ოპერაციების ჩასატარებლად, ის არ სარგებლობდა რაიმე მოთხოვნით, რაც ბაზრის არატრანსპარენტულობითა და ინტერესის არქონით იყო განპირობებული (საქართველოს ეროვნული ბანკის 1999 წლის ანგარიში).

პირველი ჯამური ინფორმაცია, რომელიც სახაზინო ვალდებულებების მეორადი ბაზრის მონაცემს ეხება ასახულია საქართველოს ეროვნული ბანკის 2000 წლის ანგარიშში - ამ წელს მეორადი ბაზრის ბრუნვამ 4,8 მლნ ლარი შეადგინა. ნიშანდობლივია, რომ ამ წელსაც წინა ორი წლის მსგავსად ორგანიზებულ ბაზარზე

მეორადი ვაჭრობა არ მომხდარა და ყველა გასხვისება სტიქიურად და არატრანსპარენტულად ხორციელდებოდა.

2001 წელს მეორადი ბაზრის ბრუნვამ იმატა და 6,2 მლნ ლარი შეადგინა. ამ გააქტიურებას საქართველოს ეროვნული ბანკი სახაზინო ვალდებულებების წილობრივ ფლობაში არასაბანკო ინვესტორების წილის ზრდას უკავშირებს. ამ წელს ეს მაჩვენებელი ჯამური ემისიის 19 პროცენტს შეადგენდა (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2001 წლის ანგარიში**).

2002 წელი სახაზინო ვალდებულებების სტრუქტურა მკვეთრად განსხვავდებოდა წინა წლების სტრუქტურიდან (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2002 წლის ანგარიში**). გაიზარდა აუქციონებში მონაწილე ბანკების რიცხვი: 9-11 მონაწილე ბანკიდან რაოდენობა 16 – 18 ბანკამდე ავიდა, რაც საპროცენტო განაკვეთის ზრდით იყო გამოწვეული. მკვეთრად იმატა არასაბანკო სექტორის წილმა მთლიან განთავსებულ ემისიაში და ის 60 პროცენტამდე ავიდა (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2002 წლის ანგარიში**). ამავე დროს, არასაბანკო ინვესტორთა აბსოლუტური უმრავლესობა რეზიდენტი პირი იყო. მკვეთრად (5,4 ჯერ) იმატა მეორადმა ბაზარმა და მისი მოცულობა 40 მლნ ლარს გაუტოლდა. საგულისხმოა, რომ 2002 წელს დაიდო პირველი გარიგებები თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟაზე - განხორციელდა 7 (შვიდი) გარიგება, ჯამური თანხით 0,6 მლნ ლარზე (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2002 წლის ანგარიში**).

საქართველოს ეროვნული ბანკის 2003 წლის ანგარიშში ასახულია არარეზიდენტი ფიზიკური პირების ხვედრითი წილი. ის უმნიშვნელო 1,8 პროცენტს შეადგენს. მკვეთრ ზრდას განიცდიდა მეორადი ბაზარი და მისი მოცულობა 116,2 მლნ ლარს გაუტოლდა (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2003 წლის ანგარიში**). ამასთანავე, გაყიდული სახაზინო ვალდებულებების ჯამური და ყველაზე დიდი წილი - 42 პროცენტი - მოდის ფიზიკურ პირებზე, ხოლო შემქმნის ყველაზე დიდი წილი - 53 პროცენტი - მოდის კომერციულ ბანკებზე. საქართველოს ეროვნული ბანკი გვაწვდის მეორად ბაზარზე დაფიქსირებულ საშუალო წლიურ განაკვეთს - ის 62 პროცენტ წლიურ სარგებლიანობას შეადგენდა (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2004 წლის ანგარიში**).

2004 წლის მონაცემების ანალიზით ირკვევა, რომ კარდინალურად შეიცვალა როგორც სახაზინო ვალდებულებების ფლობის სტრუქტურა, ასევე მეორად ბაზარზე მომხდარი გარიგებების სტრუქტურა. ამ წელს დაფიქსირებული სახაზინო ვალდებულებების სარგებლიანობის პროცენტი შემცირდა წინა წელთან შედარებით და 43,9 წლიური პროცენტი შეადგინა (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2004 წლის ანგარიში**). საქართველოს ეროვნული ბანკის ხელთ არსებული ინფორმაციით ეს განაკვეთი ბევრად აღემატებოდა პირველად ბაზარზე არსებულ საპროცენტო განაკვეთს, ანუ მეორად ბაზარზე სახაზინო ვალდებულების მყიდველი მეტ შემოსავალს ღებულობდა.

2004 წელს შეიცვალა მეორად ბაზარზე ინვესტორთა სტრუქტურაც. ამ წელს საბანკო სექტორი დომინანტის პოზიციაში გვევლინება და წლის ბოლოს მისი ხვედრითი წილი 86,2 პროცენტი შეადგინა, იურიდიულ პირთა წილად მოდიოდა 9 პროცენტი, ხოლო 4,3 პროცენტი რეზიდენტ ფიზიკურ პირებზე მოდიოდა (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2004 წლის ანგარიში**). წინა წელთან შედარებით იკლო მეორადი ბაზრის ბრუნვამ და ის 84,9 მლნ. ლარს გაუტოლდა, ხოლო გარიგებათა რაოდენობამ 295 შეადგინა.

2005 წელს მკვეთრად შემცირდა როგორც პირველადი, ასევე მეორადი ბაზრის ბრუნვამ, რადგან სახელმწიფო პოლიტიკა არ იყო მიმართული ამ ტიპის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გამოშვების ზრდისკენ. ხორციელდებოდა ადრე გამოშვებული ემისიების დაფარვა და შიგა ვალის შემცირება. ამის შედეგად, 2005 წელს მეორად ბაზარზე დაიდო სულ 49 გარიგება, ჯამური თანხით 14,5 მლნ ლარზე, ხოლო საშუალო საპროცენტო განაკვეთი 11 პროცენტის ტოლფასი იყო (**საქართველოს ეროვნული ბანკის 2005 წლის ანგარიში**).

მომდევნო 2006, 2007 და 2008 წელს რაიმე სახის აქტიობა სახაზინო ვალდებულებათა მეორად ბაზარზე არ დაფიქსირებულა, რადგან ეს ინსტრუმენტი აღარ იყო მიმოქცევაში. ამ პერიოდში დაიწყო სახაზინო ობლიგაციების განთავსება, რაც გვაქვს აღწერილი წინა თავებში.

2010 წლის წლიურ ანგარიშში საქართველოს ეროვნულ ბანკს აღნიშნული აქვს აქტიობის ზრდა მეორად ბაზარზე ორივე ინსტრუმენტის მიმართ: სახაზინო ვალდებულებების მეორად ბაზარზე განხორციელდა 14 გარიგება, თანხით 81 მლნ

ლარზე, ხოლო სახაზინო ობლიგაციების ბაზარზე განხორციელდა 3 გარიგება, თანხით 4,5 მლნ. ლარი (საქართველოს ეროვნული ბანკის 2010 წლის ანგარიში).

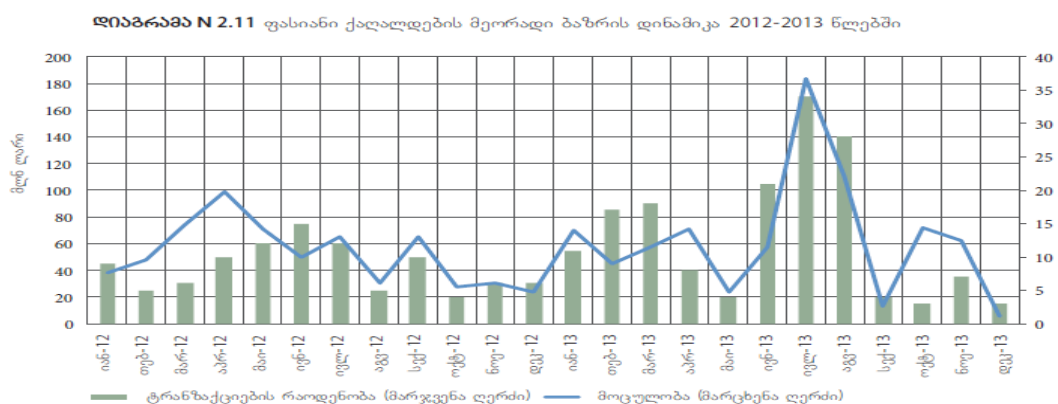
2011 წელს მეორად ბაზარზე ბრუნვამ შესამჩნევად იკლო. სახაზინო ვალდებულებების გადაყიდვამ 36,1 მლნ ლარი შეადგინა და განხორციელდა 16 გარიგება, ხოლო სახაზინო ობლიგაციების მეორად ბაზარზე დაიდო 3 გარიგება, ჯამური თანხით 25,9 მლნ ლარი (საქართველოს ეროვნული ბანკის 2011 წლის ანგარიში).

მომდევნო 2012 წელს მეორადი ბაზრის ბრუნვამ 2,5 ჯერ იმატა, და 74,6 მლნ ლარი შეადგინა, ხოლო დადებული გარიგებების რაოდენობა 20 გაუტოლდა. რაც შეეხება სახაზინო ობლიგაციების მეორად ბაზარს, მისი მოცულობა 131,4 მლნ. ლარს უდრიდა, რაც 24 განხორციელებული გარიგების ჯამური მაჩვენებელი იყო (საქართველოს ეროვნული ბანკის 2012 წლის ანგარიში).

2013 წელს მეორად ბაზარზე განხორციელდა 22 გარიგება სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე, ჯამური თანხით 56 მლნ. ლარი, ხოლო სახაზინო ობლიგაციებზე განხორციელდა 67 გარიგება, ჯამური თანხით 248,9 მლნ ლარზე. (საქართველოს ეროვნული ბანკის 2013 წლის ანგარიში).

იმის გათვალისწინებით, რომ საქართველოს ეროვნული ბანკის 2014 წლის წლიური ანგარიში ქვეყნდება 2015 წლის 1 მაისამდე 2014 წლის შედეგების გაანალიზება და წარდგენა ვერ მოხერხდება ინფორმაციის არ არსებობის გამო.

როგორც შედეგი ცხადყოფს მეორადი ბაზრის მოცულობა აღმავლობის სტადიაში იმყოფება, რისი მაჩვენებელია ქვემოთ წარმოდგენილი დიაგრამა:



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ამასთანავე, მეორადი ბაზარი არატრანსპარენტულია, გართულებულია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა - გაყიდვა და რეალური საპროცენტო

განაკვეთის დადგენა. კანონმდებლობით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების როგორც პირველადი, ასევე მეორადი ვაჭრობა მინიჭებული აქვს მხოლოდ კომერციულ ბანკებს, რისი მიზეზია გარიგებათა ორგანიზებული და ტრანსპარენტული ბაზრის მიღმა განხორციელება. აღნიშნული მდგომარეობის შესასწავლად ჩვენს მიერ გამოკვლეულ იქნა საქართველოში ერთადერთი ორგანიზებული ბაზარი - საქართველოს საფონდო ბირჟა.

არსებული წესებითა და დადგენილი ფორმატით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გასხვისება საკმაოდ რთული პროცედურაა, რაც ხელს უშლის მეორადი ბაზრის განვითარებას. ელექტრონული ვაჭრობის პარალელურად საჭიროა შემდეგი დოკუმენტაციისა და პროცედურის წარმოება:

1. გამყიდველი ატყობინებს შუამავალს (კომერციულ ბანკს), რომ სურს გაყიდოს მის ხელთ არსებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი გარკვეული პირობითა და დისკონტის განაკვეთით;
2. შუამავალი (კომერციული ბანკი), ან თვითონ გამყიდველი ჰპოულობს მყიდველს;
გამყიდველი ან შუამავალი ვალდებულია ამობეჭდოს გასხვისების ფორმის 4 (ოთხი) ეგზემპლიარი;
4. გამყიდველი ხელს აწერს გაყიდვის გრაფაში;
5. მყიდველი ხელს აწერს ყიდვის გრაფაში;
6. კომერციული ბანკის წარმომადგენელი ხელს აწერს და ბეჭდით ამოწმებს ამ ოპერაციას და შეაქვს ცვლილებები სუბრეესტრში. თუ მყიდველი და გამყიდველი სხვადასხვა კომერციული ბანკის კლიენტებია, მაშინ სავალდებულოა ორივე ბანკის წარმომადგენლის ხელის მოწერა და ცვლილება სუბრეესტრში;
7. მხარეთა შეთანხმებით ორივე ან ერთ ერთი ბანკი აწვდის ოთხივე გასხვისების განკარგულებას საქართველოს ეროვნულ ბანკს, რომელიც ადარებს მონაცემების მის ხელთ არსებულ ცენტრალურ რეესტრთან და ბეჭდითა და ხელმოწერით ადასტურებს ცვლილებებს. ცვლილებებს ხელს აწერს ეროვნული ბანკის აუქციონის კომიტეტის წევრები. ერთი ორგინალი რჩება

ეროვნულ ბანკში, ხოლო დანარჩენი უნდა გაიყოს გარიგების გამტარებელ კომერციულ ბანკებსა და მხარეებს შორის. გარიგება დასრულებულია ეროვნული ბანკის მიერ ცენტრალური რეესტრის ცვლილების შემდეგ;

8. მას შემდეგ, რაც მიღებულ იქნება ყველა მხრიდან დასტური და ხელმოწერა ხორციელდება ოპერაციის ელექტრონული გატარება და ფულადი სახსრების გადარიცხვა. კვლევის შედეგად მივდივართ დასკვნამდე, რომ ეს პროცესი საშუალოდ 3 (სამ) დღეს მოიცავს, რაც მნიშვნელოვანდ აკნინებს ამ ბაზარს და რეალურად ყიდვა - გაყიდვა ხორციელდება უშუალოდ კომერციულ ბანკებს შორის და არა მათ კლიენტებს შორის. ეს კი მეორადი ბაზრის განუვითარებლობისა, მცირე მოცულობისა და გარიგებათა ჩაშლის მიზეზია;

თუ მოხდება მეორადი ვაჭრობის თანამედროვე საერთაშორისო პრაქტიკის საფუძველზე წარმართვა, ანუ ვაჭრობის ორგანიზებულ ბაზარზე - ბირჟაზე გადატანა - ყოველივე ზემოთღნიშნული ბიუროკრატიული ნაბიჯი უქმდება. აქციებზე ვაჭრობის მსგავსად ეს ფუნქცია გადადის ცენტრალურ დეპოზიტარსა და რეგისტრატორებზე. რაც მთავარი ასეთი გადაწყვეტილების მიღების შემთხვევაში იმატებს ინტერესი ამ ინსტრუმენტის მიმართ როგორც ადგილობრივი, ასევე საერთაშორისო ინვესტორთა მხრიდან. ყოველგვარ აზრს და დანიშნულებას დაკარგავს სუბრეესტრი და მასთან დაკავშირებული ბიუროკრატიული ნაბიჯები, რაც მხოლოდ გაზრდის ოპერაციების სისწრაფესა და მოცულობას.

საზოგადოებაში არის ცოდნის დეფიციტი თუ რა არის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, სად და როგორ ხდება ფულის დაბანდება და რა უპირატესობა აქვს ამ ინსტრუმენტს სხვა ინვესტიციასთან შედარებით. ყოველივე ეს კი დაბალ ფინანსურ კულტურაზე მიუთითებს. მრავალ შემთხვევაში (საერთაშორისო სიმპოზიუმები, პირადი საუბრები, სტუდენტებთან შეხვედრა) ცხადყოფს, რომ საზოგადოების აბსოლუტურ უმრავლესობას არც კი სმენია, რომ არსებობს საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი.

ამ ვითარების გამოსასწორებლად და საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პოპულარიზაციის მიზნით, საჭიროა საერთაშორისო გამოცდილების გაზიარება.

მაგალითად აშშ-ში ბაზრის მარეგულირებელი აქვეყნებს სახელმძღვანელოს, სადაც მარტივი ენით აღწერილია თუ რას წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდი და როგორ შეიძლება ამ ინსტრუმენტის გამოყენება (What every Investor Should know (A handbook from the US SEC)).

ასეთ პოპულარიზაციას ესაჭიროება პოლიტიკური ნება. სანამ საქართველოში ორი ურთიერთსაწინააღმდეგო ფულადი რესურსის მოძიების ბაზარი - სესხი და კაპიტალი იქნება დაქვემდებარებული სასესხო კაპიტალს (კომერციული ბანკები და საქართველოს ეროვნული ბანკი) რაიმე რეალურ წისვლაზე და ზოგადად ფასიანი ქაღალდების ბაზრის აღორძინება/განვითარებაზე საუბარი უპერსპექტივოა.

5.2. ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზარი საქართველოში

ქვეყნის განვითარება, ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფა და საერთო ჯამში მოსახლეობის ცხოვრების დონის ამაღლება პირდაპირ კავშირშია კაპიტალის ბაზრის განვითარებასთან. ქვეყნის ეკონომიკის აღმავლობის ერთ–ერთი რეალური ბერკეტია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის ყველაზე მიღებული და პრაქტიკული ფორმაა ფასიან ქაღალდებში ინვესტირება საფონდო ბაზრის მეშვეობით. ამ მხრივ აუცილებელია ორგანიზებული სისტემის არსებობა, სადაც ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის მონაწილეების ერთმანეთთან დაკავშირება შუამავლის (ბროკერით) მეშვეობით იწარმოებს (**ასლანიშვილი 2014: 83**).

თანამედროვე სამყაროში ნებისმიერი ნოვატორული იდეა, ბიზნეს იდეა თუ რაიმე ტექნოლოგიური გარღვევა პირდაპირ კავშირშია ფულად რესურსთან. კაცობრიობის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე ისეთი ცნობილი სახეები, როგორცაა ბილ გეიტსი, მარკ ცუკერბერგი, სტივ ჯობსი და მრავალი სხვა ამის ნათელი მაგალითია. მათ ჰქონდათ იდეა, სჭირდებოდათ კაპიტალი და საფონდო ბაზრის შუამავალი სტრუქტურების დარწმუნებით მათ შეძლეს საკუთარი იდეების ხორცშესხმა, და ყოველი საზოგადოების წევრის ცხოვრების გაიოლება. დღეს ცხოვრება ძნელად თუ წარმოგვიდგენია მობილურის, კომპიუტერის, ვინდოუსის, ფეისბუქის თუ სხვა ტექნოლოგიური თუ ყოფითი ნაწარმის გარეშე.

განვითარებული მსოფლიოსთვის (დასავლეთი ევროპა, აშშ, კანადა, იაპონია, ჩინეთი და სხვა მძლავრი საფონდო ინდუსტრიის მქონე ქვეყნები) ნათელია თუ რაოდენ მნიშვნელოვანია ორგანიზებული საფონდო ბაზარი (ნიუ იორკის საფონდო ბირჟა ევრონექსტი, Nasdaq OMX, ლონდონის საფონდო ბირჟა და მრავალი სხვა საფონდო მოედანი) და მისი მთავარი რგოლი - საშუამავლო ბიზნესი ანუ საბროკერ კომპანიები - საინვესტიციო ფირმები (მერილ ლინჩი, მორგან სტენლი, გოლდმან საქსი, ჯეი პი მორგანი, ბარკლაის ქეპიტალ და მრავალი სხვა საინვესტიციო ბანკი). კვლევის შედეგად სამწუხაროდ დგინდება, რომ საქართველოში მსგავსი წამოწყებისა და წარმატების შანსი მიზერულია, რისი მთავარი პრობლემაა ფულადი რესურსის წყაროს მოზიდვის ორ ძირითად საშუალებას შორის არსებული პრობლემები (**ასლანიშვილი 2014: 83**).

წარმატებულ და განვითარებულ ქვეყნებში ფულის მოზიდვის ორი მექანიზმი - საბანკო სესხი და საფონდო ბაზარი ურთიერთსასარგებლო სინერჯიას ავლენს,

ხოლო საქართველოში ფულადი რესურსის მოზიდვის ერთი მექანიზმი - საბანკო სესხი და მთლიანობაში კომერციული საბანკო სისტემა - მაქსიმალურად ცდილობს არ მისცეს გასაქანი ფულის რესურსის მოზიდვის მეორე მექანიზმს (რომელიც მთავარ კონკურენტად მიაჩნია) - საფონდო ინდუსტრიას - და დღეის მდგომარეობით მათ ეს წარმატებით გამოსდის (**ასლანიშვილი 2014: 84**).

2016 წლის 16 სექტემბერში ქართულმა კომერციულმა ბანკებმა მოახერხეს სრული კონტროლის დამყარება საქართველოს საფონდო ბირჟაზე, რაც მათ მიერ ბირჟის საკონტროლო პაკეტის - 56 პროცენტის შეძენაში, ბანკების წარმომადგენლების მიერ დაკომპლექტებულ სამეთვალყურეო საბჭოსა და დირექტორატში გამოიხატა.

ამ თარიღიდან მოყოლებული საქართველოს სასესხო კაპიტალს - კომერციული ბანკის სესხს - ალტერნატივა არ გააჩნია.

ამ მხრივ ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის რეალური განვითარება ეჭვქვეშ დგება, რადგან ეს ეწინააღმდეგება კომერციული ბანკის ინტერესს - გასცეს კომერციული სესხი. რესურსის ალტერნატიული წყაროს - კაპიტალში ინვესტირების კონტროლით კომერციული ბანკები ამყარებენ საკუთარ პრეფერენციულ და წარმატებულ ფინანსურ მდგომარეობას (**ასლანიშვილი 2014: 85**).

სიტუაციას ართულებს ის ფაქტი, რომ 2008 წელს შეცვლილი კანონმდებლობით მთლიანად ფულადი ბაზრის ამ ორივე სფეროს ერთი მეგარეგულატორი ჰყავს - საქართველოს ეროვნული ბანკი.

2007 - 2008 წწ მომხდარი ე.წ. „ლიბერალური საკანონმდებლო ცვლილებებით“ გაუქმდა საფონდო ბაზრის აუცილებელი ატრიბუტი - საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, მისი ყველა უფლება გადაეცა ქართული კომერციული ბანკების რეგულატორს და მათი ინტერესების გამტარებელ საქართველოს ეროვნულ ბანკს (**ასლანიშვილი 2014: 86**).

ამას თან დაერთო საბროკერო კომპანიების მიმართ გატარებული უმკაცრესი პოლიტიკა, რომლის შედეგად საქართველოში 2014 წლის ბოლოსთვის ფაქტიურად აღარ დარჩა კომერციული ბანკისგან დამოუკიდებელი შუამავალი რგოლი - საბროკერო კომპანია.

თუ 2000 წელს, როდესაც აშშ-ს განვითარების სააგენტოსა და ბარენც ჯგუფის ხელშეწყობით და დაფინანსებით შეიქმნა საფონდო ბირჟა, მომზადებულ იქნა კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ და მთლიანობაში იყო შეკრული და ცივილური საფონდო ინდუსტრიის ყველა ატრიბუტი, არსებობდა 42 (ორმოცდაორი) საბროკერო კომპანია (რაც საქართველოს კანონმდებლობით საინვესტიციო ბანკის ექვივალენტური ინსტიტუტია), 2014 წლის დეკემბრის მდგომარეობით მათი რიცხვი 7 (შვიდ) ერთეულს ითვლის, აქედან დამოუკიდებელი ერთეულია 3 (სამი), ხოლო 4 (ოთხი) - კომერციული ბანკის ფილიალია(ასლანიშვილი 2014: 90).

წლების განმავლობაში ეს ტენდენცია შემდეგნაირად გამოიყურება:

წელი	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
საბროკერო კომპანიათა რიცხვი	42	38	35	26	16	16	17	17	16	9	8	8	7	7

(წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა, www.gse.ge; საქართველოს ეროვნული ბანკი, www.nbg.ge, საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი პლიუსი www.investgroup.ge.)

2004 – 2008 წწ საბროკერო კომპანიების რიცხვი სტაბილურია, მაგრამ 2008 წლიდან ამოქმედებული გამკაცრებული წესების გამო მათი რიცხვი ფაქტიურად ნახევრდება და კლებას განაგრძობს.

ამის პირდაპირი მიზეზი რამოდენიმეა. გამოვეყოფთ მთავარ რამოდენიმე მიზეზს და ამის გამომწვევ ფაქტორს:

საბროკერო კომპანიის საქმიანობა პირდაპირ დაკავშირებულია გარიგების საჯარო წესით დადებასთან საფონდო ბირჟაზე, რაც ღია წესით და ტრანსპარენტულ გარემოში ხორციელდება. ამ პროცესს მივყავართ საბაზრო ფასის ცნებასთან. 2000 – 2007წწ არსებობდა პრობლემა ე.წ. დახურული ლოტით ვაჭრობა. ეს პრობლემა იქნა მოხსნილი შპს „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი“-ს მიერ, როდესაც მომზადდა და შეიცვალა ვაჭრობის წესები ბირჟაზე და გაუქმდა ე.წ. N პარამეტრი (დახურული ლოტი, როდესაც ბირჟაზე ღია ვაჭრობის პირობებშიც კი თქვენ სურვილის შემთხვევაშიც და უკეთესი ფასის შეთავაზების დროსაც ვერ ახორციელებთ აქციის შეძენას). ამის გაუქმებას გააფრთხილებით ეწინააღმდეგებოდა კომერციული ბანკების აფილირებული სტრუქტურები საფონდო ბირჟაზე, თუმცა 2007 წელს საფონდო

ბირჟისა და დამოუკიდებელი საბროკერო კომპანიების ძალისხმევით მოხერხდა ამ პრობლემის მოგვარება, მაგრამ ამის საპასუხოდ საქართველოს მმართველი პოლიტიკური და ეკონომიკური გუნდის მიერ მიღებულ იქნა გადამჭრელი ზომები საქართველოში თავისუფალი ფასწარმოქმნის წინააღმდეგ(ასლანიშვილი 2014: 92).

სანამ უშუალოდ მიმოვიხილავთ 2007 და 2008 წწ მომხდარ საკანონმდებლო ცვლილებებს, რამაც საქართველოში საფონდო ინდუსტრია სავალალო მდგომარეობაში ჩააგდო, გვსურს გავაანალიზოთ სტატისტიკური შედეგები, რაც ამ პერიოდში არსებობდა:

2000 – 2002 წწ საქართველოს საფონდო ბირჟის სავაჭრო დარბაზში სავაჭროდ დაშვებულ იქნა 282 ქართული სააქციო საზოგადოების აქცია, ხოლო 147 სააქციო საზოგადოება პოტენციურად განიხილავდა აქციების ბირჟაზე დაშვებას. 2007 წლამდე ეს რაოდენობა დიდად არც შეცვლილა:

2003 წელს მათი რიცხვი 278 ითვლიდა, 2004 წელს - 276, 2005 წელს მათი რაოდენობა 253 ერთეულამდე შემცირდა და 2006 წელს 242 სააქციო საზოგადოებას ითვლიდა. გამოიკვეთა ლისტინგში მყოფი სააქციო საზოგადოებათა ჯგუფი, ხოლო სს „საქართველოს ბანკი“ ორ საფონდო მოედანზე - საქართველოს საფონდო ბირჟასა და ლონდონის საფონდო ბირჟაზე ივაჭრებოდა.

განუხრელად იზრდებოდა საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგებების რიცხვი, აქციების რაოდენობა და ფულადი ბრუნვა, რაც ქვემოთ წარმოდგენილი ცხრილიდან ჩანს (ასლანიშვილი 2014: 92):

კატეგორია	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
აქციები	4,354,640	10,862,784	11,418,196	7,826,980	30,510,783	32,385,702	68,421,921	84,670,905
ფული	5,892,326	13,077,244	8,401,206	1,693,234	46,676,153	62,362,181	169,137,895	167,359,523
გარიგება	601	1,591	1,343	912	1,094	1,358	5,553	7,856

(წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა, www.gse.ge; საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი პლიუსი www.investgroup.ge;)

ამავე პერიოდში მსოფლიოს საფონდო ბირჟების უმსხვილესი ოპერატორი - ჯგუფი OMX (NASDAQ OMX) შპს „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი“-ს აქტიური ჩართულობით და მხარდაჭერით შემოდის საქართველოში და აკეთებს წინადადებას საქართველოს საფონდო ბირჟის შექმნის თაობაზე.

ეს კი ნიშნავდა საქართველოს პირდაპირ გლობალურ ინტეგრაციას მსოფლიო საფონდო ბაზარზე, ხოლო ქართულ კომპანიებს, შუამავალ ფირმებსა და ინვესტორებს გაუჩნდათ შანსი გახდნენ მსოფლიო ფინანსური ინდუსტრიის განუყოფელი ნაწილი.

ამ გადამწყვეტ მომენტში საქართველოს მმართველმა პოლიტიკურმა ელიტამ ამ ტენდენციის საწინააღმდეგო გადაწყვეტილებებს იღებს. შეგვიძლია მოკლედ დავახასიათოთ ეს მოვლენა(ასლანიშვილი 2014: 93):

2007 – 2008 წწ საქართველოს მმართველი გუნდი და მათთან დაკავშირებული ინტერეს ჯგუფი(ები) ხელიდან უშვებს საქართველოს წინაშე არსებულ ამ შესაძლებლობას, აკნინებს საფონდო ბაზარს და საკანონმდებლო ნორმებით არამიმზიდველს ხდის საფონდო აქტივობას, უარს ეუბნევა ჯგუფი OMX (NASDAQ OMX) საქართველოში დამკვიდრებაში და ანადგურებს საქართველოს წინაშე არსებულ პერსპექტივას გახდეს რეგიონის ფინანსური ცენტრი (ცნობისთვის, უარის შემდეგ ჯგუფი OMX (NASDAQ OMX) გადადის სომხეთში, სადაც ადგილობრივი მთავრობის პოლიტიკური, საკანონმდებლო და ფინანსური ხელშეწყობით ქმნის ერთიან ფინანსურ ცენტრს NASDAQ OMX ARMENIA).

(ამ ნაშრომის კვლევის მიზანს შორდება იმის გარკვევა თუ რატომ გადაულოცა 2007- 2008 წწ საქართველოს მმართველმა პოლიტიკურმა და ფინანსურმა გუნდმა რეგიონის ფინანსური ცენტრის შექმნის შანსი სომხეთს საქართველოს საზიანოდ).

თანმიმდევრულად კი სიტუაცია შემდეგნაირად განვითარდა (სამწუხაროდ,ეს ტენდენცია 2014 წლის 16 სექტემბრის კრების შემდეგ კიდევ უფრო გართულდა)

2007 – 2008 წწ საქართველოს პარლამენტი და ე.წ. „ლიბერალების ჯგუფი“ ახორციელებს ცვლილებას კანონში „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“. მსოფლიოში არსებული პრაქტიკის საწინააღმდეგოდ და არასწორად გაგებული ლიბერალური მიმართულების მიმდევარი საქართველოს მმართველი გუნდი მთავრობა, პრეზიდენტი, საკანონმდებლო ორგანო აცხადებს რა ინვესტორთა განთავისუფლების ზედმეტი შუამავლისგან აუქმებს საჯარო (ბირჟაზე მყოფი) ფასიანი ქაღალდებით ყიდვა - გაყიდვას ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიების მეშვეობით და ამიერიდან საჯარო, ბირჟაზე მყოფი აქცია შეიძლება ბირჟის გარეშე დაფიქსირებით (ე.წ. „ფიქსინგით“) გასხვისდეს(ასლანიშვილი 2014: 93).

ფაქტიურად ამ ცვლილებით გაუქმდა საბროკერო კომპანიის და შუამავლობის არსი, აღარ არსებობს საბაზრო ფასი და მისი წარმომქნის საფუძველი და საქართველოში დაინერგა გარიგებების გაფორმების ისეთი არაჯანსაღი ფორმა, რომელიც სცილდება თანამედროვე ცივილურ საფონდო მოედნებზე მიღებულ პრაქტიკას. (ფიქსინგის გზით დადებული რიგი გარიგების აღწერა, რომელიც თავის ბუნდოვანი ბუნებით ნეგატიურად აისახება საფონდო ბაზრის აქტიობასა და ინვესტიციების მოზიდვაზე, განხილულია მომდევნო გვერდებზე) (**ასლანიშვილი 2014: 93**).

2008 წლიდან საქართველოში აქციის ცივილური გზით ყიდვა-გაყიდვა აღარ არსებობს. მსურველს საჯარო, საფონდო ბირჟაზე დაშვებული აქციის გადაცემა შეუძლია ფურცელზე წარწერით მოახდინოს, ყოველგვარი აუქციონის თუ ვაჭრობის გარეშე - საკმარია ხელის მოწერა საბუთზე და თქვენი ქონება გასხვისებულია. რაც მთავარია, ფულადი ტრანზაქციის კონტროლი ამ გზით საერთოდ ბუნდოვანია. თუ ბირჟაზე აქციას ფულის გარეშე ვერ იყიდით, ხოლო აქციის გაყიდვისას თანხა იმავე დღეს ჯდება ანგარიშზე, ამ გზით (ე.წ. ფიქსინგით) მიიღეთ ფული თუ არა ეს აქციის გადაცემას არ აფერხებს. ამის შედეგი 2007 წლიდან მოყოლებული კი შემდეგია:

გართულებული საინვესტიციო გარემო, სამართლიანობის პრინციპის ხელყოფის არაერთი შემთხვევა და ამ გზით დადებული გარიგებების გასაჩივრების მრავალი შემთხვევა. სიტუაციას ართულებს ის ფაქტი, რომ ამ საექვო და სადაო გზით გასხვისებული ქონება (აქციები, ობლიგაციები თუ სხვა წარმოებული ინსტრუმენტი) შემდეგში შესაძლოა რამოდენიჯერ იქნა გადაცემული ამ ფიქსაციის გზით, რაც ფაქტიურად შეუძლებელს ხდის სამართლიანობის აღდგენას და ნეგატიურად მოქმედებს საკუთრების დაცვის უფლებების საკითხზე საქართველოში. ესკი ფუნდამენტია ქვეყნის ინოვაციური გზით განვითარების გზაზე, რომლის მხრივ საქართველოს ასევე საკმაოდ დაბალი მაჩვენებელი გააჩნია რისი დასტურიცაა საერთაშორისო სარეიტინგო ქულები, რომლის მიხედვით საქართველოს პოზიცია ამ კუთხით არის საკმაოდ ჩამორჩენილი (**ასლანიშვილი 2014: 94**):

ამის დასტურია საქართველოს პოზიცია Forbes-ის რეიტინგში „საუკეთესო ქვეყნები ბიზნესისთვის" (Best Countries for Business) 2014 წელი, დეკემბერი. ერთი შეხედვით სიტუაცია უმჯობესდება: 2013 წელთან შედარებით ქვეყნების რეიტინგში

საქართველომ 3 ადგილით გაიმჯობესა მდგომარეობა და 146 ქვეყანას შორის 47-ე ადგილი დაიკავა, ხოლო რეგიონის მასშტაბით - პირველ ადგილზეა. „ფორბსის“ რეიტინგი ეფუძნება მსოფლიოში აღიარებული კვლევითი ინსტიტუტების მიერ შემუშავებულ მონაცემებსა და რეიტინგებს. მათ შორის ასეთი ინსტიტუტია ჰერიტიჯის ფონდი, რომელიც იკვლევს ქვეყნების ეკონომიკური თავისუფლების დონეს. ამ კვლევის თანახმად, საქართველომ მკვეთრად გაიმჯობესა მდგომარეობა 2013 წლის შემდეგ და იგი 22 ადგილს იკავებს მსოფლიოში ეკონომიკის თავისუფლების ინდექსის მიხედვით. გარდა ამისა, „ფორბსი“ ითვალისწინებს გლობალური კონკურენტუნარიანობის ინდექსს, რომელიც ქვეყნდება მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის მიერ. ამ რეიტინგშიც საქართველომ 2012 წლის შემდეგ გაიმჯობესა მდგომარეობა და 77 ადგილის ნაცვლად გადაინაცვლა 69 ადგილზე. „ფორბსი“ ასევე ეყრდნობა ისეთ კვლევებს, როგორცაა მსოფლიო ბანკის რეიტინგი ბიზნესის კეთების სიმარტივის კუთხით, „ტრანსფარენსი ინტერნეშენალის“ კორუფციის აღქმის ინდექსი, „ფრიდომ ჰაუსის“ თავისუფლების ინდექსი და საკუთრების უფლებების ალიანსის საკუთრების უფლებების დაცვის ინდექსი საქართველოს პოზიცია „ფორბსის“ რეიტინგში გაუმჯობესდა 6 ძირითად კომპონენტში:

- მონეტარული თავისუფლება - პოზიცია გაუმჯობესდა 50 ადგილით და 52-ე ადგილი დაიკავა ნაცვლად 102-ე ადგილისა;
- საკუთრების უფლება - პოზიცია გაუმჯობესდა 5 ადგილით და 105-ე ადგილი დაიკავა ნაცვლად 110-ე ადგილისა;
- ინოვაციები - პოზიცია გაუმჯობესდა 3 ადგილით და 105-ე ადგილი დაიკავა ნაცვლად 110-ე ადგილისა;
- ბიუროკრატია - პოზიცია გაუმჯობესდა 3 ადგილით და მე-5 ადგილი დაიკავა ნაცვლად მე-8 ადგილისა;
- კორუფცია - პოზიცია გაუმჯობესდა 3 ადგილით და 46-ე ადგილი დაიკავა ნაცვლად 49-ე ადგილისა;
- პირადი თავისუფლება - პოზიცია გაუმჯობესდა 2 ადგილით და 67-ე ადგილი დაიკავა, ნაცვლად 69-ე ადგილისა.

გარდა ამისა, საქართველო მოწინავე ქვეყნების ათეულში შედის ვაჭრობის თავისუფლების (მე-6 ადგილი) და მცირე ბიუროკრატის (მე-5 ადგილი) კომპონენტების მიხედვით.

შედეგად საქართველოში შეიქმნა და დამკვიდრდა რამოდენიმე მხსვილი ფინანსურ - ეკონომიკური მმართველი ოლიგოპოლია ეკონომიკის ყველა დარგში, ხოლო მათ კონტროლს დაექვემდებარა საქართველოს სიმდიდრის უდიდესი ნაწილი. ანუ მივედით შემდეგ ჰიპოთეზასთან - საფონდო ბაზრის არ არსებობა ნიშნავს არატრანსპარენტულ ეკონომიკას და საქართველოში საშუალო ფენის არ არსებობას. ეს კი თავის მხრივ ყოველგვარი პერსპექტივის გარეშე ტოვებს საქართველოს სამომავლო განვითარებას და წინსვლას (ასლანიშვილი 2014: 95).

კვლევით დგინდება, რომ 2007– 2008 წწ მომხდარი ცვლილებების კვალდაკვალ ქრება სააქციო საზოგადოებათა მენეჯმენტის დაინტერესება ივაჭრონ აქციებით ღია და ტრანსპარენტულ გარემოში, თუ კანონი ამას არც მოითხოვს. შესაბამისად, თუ 2006 წელს ბირჟის სავაჭრო სისტემაში (ლისტინგის გარეშე) იყო 242 კომპანია, 2007 წელს რიცხვი მკვეთრად ეცემა 161 და აგრძელებს კლებას 129 კომპანიამდე 2013 წლის მდგომარეობით (ასლანიშვილი 2014: 95).

ყურადსაღებია საქართველოს საფონდო ბირჟის ბრუნვის კატასტროფული დაცემა. თუ 2006 – 2007 წწ ბირჟის სავაჭრო სისტემის (ანუ ღია და ტრანსპარენტულ გარემოში დადებული გარიგებები, N პარამეტრის დაბრკოლების მიუხედავად) ბრუნვა 167 – 169 მლნ ლარს აღწევდა, მომდევნო 2008 წელს ის 14 ჯერ! ეცემა (ანუ 1400 პროცენტია ვარდნა) და აგრძელებს ვარდნას მომდევნო წლებში. 2013 წლის შედეგით კი საქართველოს საფონდო ბირჟის ბრუნვა 530,491 ლარს უდრის ანუ 2007 წელთან შედარებით 338 ჯერ ნაკლებია! 2013 წლის ბრუნვით საქართველოს საფონდო ბირჟა ამყარებს ანტირეკორდს თავის ისტორიაში - ასეთი მცირე მოცულობა მას არასოდეს გააჩნდა დაარსებიდან 2014 წლამდე პერიოდში(ასლანიშვილი 2014: 95).

თანდართული ცხრილით წარმოდგენილია ეს პროცესი დროში.

კატეგორია	2008	2009	2010	2011	2012	2013
აქციები	12,480,863	12,667,601	41,641,272	12,077,996	9950399	27,170,709
ფული	10,584,246	3,112,576	5,117,755	2,503,705	8,847,355	530,491
გარიგება	2,321	1,304	2,372	860	339	283

(წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა, www.gse.ge; საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი პლიუსი www.investgroup.ge;)

მხოლოდ ამით არ შემოიფარგლა 2007 – 2008 წწ მომხდარი ცვლილებები.

2007 წელს დაწყებული მსოფლიო კრიზისის საზოგადოებაზე შედეგების შერბილების მიზნით სახელმწიფოს პოლიტიკაა მხარში ამოუდგეს ბიზნესს, გაუმარტივოს საქმიანობა, ხელი შეუწყოს მას მძიმე პერიოდში.

მაგრამ საქართველოს სინამდვილეში ეს პროცესი საწინააღმდეგო მიმართულებით წარიმართა საბროკერო კომპანიებისა და საფონდო ბაზრის მიმართ. ეკონომიკური, საკანონმდებლო და საბაზრო სიტუაციის გაუარესების კვალდაკვალ ფასიანი ქაღალდებზე მთავარ მამოძრავებელ საშუაშალო რგოლს - საბროკერო კომპანიებს, რომლებიც ისედაც უფუნქციო და შემოსავლის ძირითადი წყაროს გარეშე დარჩნენ - მარეგულირებელი (საქართველოს ეროვნული ბანკი) უზრდის საწესდებო კაპიტალის მოთხოვნებს და აუქმებს სამი ტიპის ლიცენზიას და აღიარებს მხოლოდ გენერალურ ლიცენზიას, რომლის დაკმაყოფილების უნარი ფაქტიურად მხოლოდ კომერციულ ბანკებს და მათ ფილიალებს შეუძლიათ (**ასლანიშვილი 2014: 95**).

2015 წლიდან ლიცენზიის შენარჩუნებისთვის საბროკერო კომპანიას მოეთხოვება 500,000 ლარი. კაპიტალის აღიარების გართულებული სქემის თანახმად კაპიტალის შევსების წყაროდ მიჩნეულია ფაქტიურად მხოლოდ ფულადი რესურსი, რაც ბაზრის საერთო დაცემის ფონზე არ აძლევს დამოუკიდებელ საბროკერო კომპანიას საშუალებას კონკურენცია გაუწიოს კომერციული ბანკის ფილიალებს და ადგილი აქვს საფონდო ინდუსტრიის, როგორც საბანკო სესხის ალტერნატივის ფაქტიურ გაქრობას (**ასლანიშვილი 2014: 95**).

ამ ნაბიჯით საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა ხელი შეუწყო საფონდო ბაზრის კომერციული საბანკო სექტორისადმი (ანუ კონკურენტული სტრუქტურის) დამორჩილების ტენდენციას.

ყურადსაღებია, რომ საფინანსო ბაზრის იმ სეგმენტს, რომელიც მკვეთრ ზრდას განიცდის კრიზისის პირობებში და გაცილებით უფრო რისკიანია - მიკროსაფინანსო კომპანიები - საქართველოს ეროვნული ბანკის მხრიდან მხოლოდ 250,000 ლარის კაპიტალი ესაჭიროება. გამოკვლეულ იქნა თუ რა არგუმენტაცია აქვს საქართველოს ეროვნულ ბანკს ასეთ დისპროპორციასთან დაკავშირებით და რატომ არ აბრუნებს საქართველოს ეროვნული ბანკი მისი წინამორბედის - საქართველოს ფასიანი

ქალაქების ეროვნული კომისიის წინასაკრიზისო სამი ტიპის სალიცენზიო მოთხოვნებს. საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალური წერილის თანახმად ეს პოზიცია განპირობებულია ეროვნული კანონმდებლობით, რომელთან მიახლოების ვალდებულებასაც საქართველო - ევროკავშირის ასოცირების ხელშეკრულებით, რომელიც თურმე მსგავს მოთხოვნებს უწესებს საბროკერო კომპანიებს და მათ კაპიტალს. ყურადსაღებია, რომ არცერთი წესი ან ნორმა თუ რას ეყრდნობა საქალტველოს ბანკი ამ პოზიციის დაფიქსირებისას მის ოფიციალურ წერილში მითითებული არ არის (დანართი 26).**(ასლანიშვილი 2014: 96)**

ფასიანი ქალაქების ორგანიზებული მეორადი ბაზრისათვის ყველაზე მძიმე შედეგი გამოიღო საკანონმდებლო გადაწყვეტილებამ გარიგებათა ფიქსაციის , ანუ ფიქსინგის შესახებ.

2008-2014 წლების განმავლობაში განხორციელებული საკანონმდებლო ცვლილებების შედეგად ბირჟისა და ტრანსპარენტული გარემოს გარეთ დაფიქსირებულ გარიგებათა რაოდენობამ (ე.წ. ფიქსინგი) 3453 შეადგინა, მათმა ჯამური მოცულობამ აქციებში 5,054,520,669 ცალი, ხოლო ჯამური ღირებულება 1,233,305,848 ლარს გაუტოლდა**(ასლანიშვილი 2014: 96)**.

კატეგორია	2008	2009	2010	2011	2012	2013
აქციები	70,669,027	2,954,953,076	1,663,935,776	90,352,271	49101717	225,508,802
ფული	245,978,780	95,757,903	96,051,894	16,840,554	726,721,480	51,955,237
გარიგებები	857	572	835	421	538	230

(წყარო: საქართველოს საფონდო ბირჟა, www.gse.ge;))

ანუ „რუხმა“ (არატრანსპარენტულმა) ბაზარმა ღია ბაზრის ოდენობა 2008 წელს 24 ჯერ, 2009 წელს 32 ჯერ, 2010 წელს 19 ჯერ, 2011 წელს 8 ჯერ, 2012 წელს 90 ჯერ! და 2013 წელს 100 ჯერ გადააჭარბა!

2014 წლის მდგომარეობით საქართველოს მთელი საფონდო ბაზარი რუხმა, არატრანსპარენტულმა ბაზარმა ჩაანაცვლა. უფრო გასაგები რომ იყოს რა არის ეს ფიქსინგი და რატომ არის მისი არსებობა ასეთი ნეგატიური საბაზრო ეკონომიკის, ფასწარმოქმნისა და საქართველოს საინვესტიციო იმიჯისთვის საზიანო, გამოვეყოფთ კვლევის პროცესში დადგენილ რამოდენიმე გარიგებას, რომელიც ამ სურათს აღწერს.

გარიგებების რაოდენობა ათობით ერთეულია 2008 წლიდან მოყოლებული, როდესაც ადგილი ჰქონდა კანონში ცვლილების შეტანას.

1. 2008 წლის დეკემბერში ამ საკანონმდებლო ცვლილების შედეგად ბირჟის გარეთ შესაძლებელი გახდა დაფიქსირებულიყო სს „კავკასიის ენერჯისა და ინფრასტრუქტურის“ აქციაზე ორი გარიგება ერთ დღეს. ფიქსინგის დოკუმენტის თანახმად ერთმა ინვესტორმა აღნიშნული სააქციო საზოგადოების აქციების ნაწილი გაყიდა 0,167 ლარში თითო, ხოლო მეორე ინვესტორმა აქციების მსგავსი ან ზუსტად იგივე რაოდენობა გაყიდა 1,741 ლარში თითო(ასლანიშვილი 2014: 96).

თარიღი	გარიგებები	მინ. ფასი	მაქს. ფასი	მოცულობა	ღირებულება
31/12/08	2	0.1665	1.7414	799,658	762,833.75

ფიქსინგის ამ გარიგებაში არითმეტიკულად მივიღეთ შემდეგი სურათი: გასხვისდა 799,658 აქცია, აქედან 383,329 აქცია გაიყიდა 63,824 ლარში, ხოლო ამავე რაოდენობის - 383,329 აქცია - იმავე დღეს და იმავე ფურცლის თანახმად გაიყიდა 667,529 ლარში. გამოდის, რომ ერთმა ინვესტორმა მეორესგან განსხვავებით ტიპიურ საქონელზე და დროის იმავე მონაკვეთში 600,000 ლარზე მეტი თანხა მიიღო.

საფონდო ბაზარის ორგანიზებული სტრუქტურა, ტრანსპარენტულობა, საბაზრო ფასის ცნება, რომელიც ღია ვაჭრობის დროს ყალიბდება, მსგავს პრეცედენტებს არ იცნობს. საერთაშორისო პრაქტიკის თანახმად მსგავსი გარიგება განსჯის საგანი ხდება მარეგულირებელი ორგანოს მხრიდან, თუმცა საქართველოს კანონმდებლობით ეს ნორმას წარმოადგენს;

2. კვლევის პროცესში დადგენილ იქნა სხვა თავლსაჩინო მაგალითი, თუ რატომ ვერ ვითარდება ფასიანი ქაღალდების მეორადი ვაჭრობა და არ ყალიბდება საბაზრო ფასი საქართველოში: სააქციო საზოგადოება „ხიდმშენი“-ს აქციაზე 2009 წლის მაისში ასევე ფიქსირებით გადაცემულია 131,415 აქცია, ჯამური თანხით 2,490,314 ლარი. ერთი შეხედვით ამაში არაფერია განსაკუთრებული, თუ არა დაფიქსირებული ფასი - თითო აქცია დაფიქსირებულია 18,95 ლარში. გამოკვლეულ იქნა ფასწარმოქმნა ამ სააქციო საზოგადოების აქციაზე და დადგინდა, რომ არც მანამდე (2000 წლიდან) და არც ამ ფიქსაციის შემდეგ 2014 წლის დეკემბრამდე ამ სააქციო საზოგადოების აქცია არ ღირდა 0,50 ლარზე

მეტი. ფასი მერყეობდა 0,10 დან - 0,50 ლარამდე. არც დაფიქსირებული აქციების რაოდენობა აღემატება ბაზარზე გასხვისებულ სხვა დროს ამ აქციაზე ფასწარმოქმნას და არც წილობრივი მონაცემი. 2007 – 2009 წწ აქცის ფასის დიაპაზონი იყო 0,10 – 0,50 და 2009 წლის ივნისში აქცია 0,50 ლარი ღირს. ამ მხრივ არ არსებობს ახსნა თუ რატომ გადაიხადა რუხ ბაზარზე ფიქსაციით (ფულის ბრუნვა უცნობია) ინვესტორმა საქონელში 2,490,314 ლარი, როდესაც ეს საქონელი (აქცია) ღირდა და ღირს 80 – 90,000 ლარი(ასლანიშვილი 2014: 96)

თარიღი	გარიგებები	მინ. ფასი	მაქს. ფასი	მოცულობა	ღირებულება
29/10/07	1	0.1000	0.1000	120,000	12,000.00
8/07/08	1	0.5000	0.5000	159,492	79,746.00
17/02/09	1	0.3000	0.3000	26,853	8,055.90
5/05/09	1	18.9500	18.9500	131,415	2,490,314.25
2/06/09	1	0.5000	0.5000	180,576	90,288.00
4/06/09	1	0.5000	0.5000	898,270	449,135.00

3. კვლევის პროცესში აღმოვაჩინეთ კიდევ ერთი დამაფიქრებელი გარიგება: 2011 წლის ივლისის თვეში ფიქსაციით სააქციო საზოგადოება „ბეჭდვითი სიტყვის კომბინატი“-ს 30,697 ცალი აქცია სხვისდება ერთ დღეში ჯამური თანხით 2,495,269 ლარი. ამ ფიქსინგის დროს ნაჩვენებია აქციების გადაცემის ფასი. სულ დაიდო სამი გარიგება, ხოლო ფასი, რომელიც ამ ერთ დღეს დაფიქსირდა გადაცემებში (ეს არ არის ვაჭრობა) მერყეობდა 1,30 ლარიდან 83,4879 ლარამდე. ანუ ამ აქციაზე (ტიპიურ საქონელზე), დროის ერთ მონაკვეთში ფასის მერყეობა ერთი გარიგებიდან მეორესთან მიმართებაში 64 ჯერ განსხვავდება.

ფას. ქალაქი	მინ. ფასი	მაქს. ფასი	მოცულობა	ღირებულება
BSK	1.3000	83.4879	30 697	2,495,269

4. ამავე პერიოდში ასევე ფიქსინგის გზით და არასაბაზრო ფასწარმოქმნით სხვისდება სააქციო საზოგადოება „გაერთიანებული სატელეკომუნიკაციო კომპანიის“ აქციების მსხვილი წილი. ფიქსინგით გადაცემულ იქნა 42,848,963

აქცია (ანუ საწარმოს წილის 41.5%), სულ 6,000,331 ლარში. აქ უნდა აღინიშნოს, რომ მსგავსი წილი 2006 წლის 15 დეკემბერს იქნა გასხვისებული 89,722,692 ლარში. ანუ 5 (ხუთ) წელიწადში პრივატიზაციის შემდეგ მისი ფასი დაეცა თითქმის 15 ჯერ. ამ გარიგების დეტალებიც, ისევე როგორც სხვა მრავალი ფიქსინგის უცნობია.

ფას. ქალაქი	მინ. ფასი	მაქს. ფასი	მოცულობა	ღირებულება
UTC	0.1400	0.2000	42,848,963	6,000,331

მსგავსი ფაქტები, რაც 2007 – 2008 წწ მომხდარი საკანონმდებლო ცვლილებით არის გამოწვეული მრავალია და ის ტენდენციის ხასიათს ატარებს. კვლევის შედეგად გამოკვეთილ იქნა პრობლემები და გაცემულ იქნა პასუხი კითხვაზე თუ რატომ არ სურს ინვესტორებს საქართველოში ინვესტირება, რატომ არ მუშაობს ფასიანი ქაღალდების მეორადი ორგანიზებული საფონდო ბაზარი და რატომ არ არის საქართველოში არცერთ აქციაზე საბაზრო ფასი.

ამ სიტუაციას კლასიკური ჰიპოთეზა - დადასტურება - დასკვნის მეთოდი სრულიად ესადაგება. ჰიპოთეზა - საბაზრო მექანიზმის მოშლა, არატრანსპარენტულ გარემოში ფასწარმოქმნა იწვევს საბაზრო ფასის გაქრობას, ბაზრის დამახინჯებას და ვაჭრობის გაჩერებას - იქნა დადასტურებული.

2007 – 2008 წლების საკანონმდებლო ცვლილებები ფასიანი ქაღალდების ყიდვა - გაყიდვის ორგანიზებულმა ბაზარმა - საფონდო ბირჟამ - დაკარგა თავისი მთავარი ფუნქცია - იყოს აქციებზე ფასწარმოქმნის საბაზრო ფუნდამენტი. სიტუაციას ართულებს კაპიტალის რესურსის კონკურენტის - საბანკო კომერციული სესხის მიმოწდებელი - კომერციული ბანკების კონტროლი ამ ბაზარზე. შესაბამისად, აქციებით თუ სხვა ფასიანი ქაღალდებით მეორადი ვაჭრობა საქართველოში აქ ჩამოთვლილ და სხვა მრავალი მიზეზთა გამო უპერსპექტივოა.

ყურადსაღებია, რომ ახალი პოლიტიკური რეალიების კვალდაკვალ, 2012 წლის ოქტომბრიდან, საფონდო ბაზრის გადარჩენის და მისი განვითარების მიზნით საქართველოს პარლამენტის საფინანსო - საბიუჯეტო კომიტეტს წარედგინა იმ აუცილებელ ცვლილებათა ნუსხა, რომელიც აუცილებელია სიტუაციის გაჯანსაღებისთვის, ამ კომიტეტმა მსჯელობის გარდა დღემდე ამ კანონის არათუ მიღება, არამედ მისი საპარლამენტო ბიუროს დღის წესრიგში შეტანაც კი ვერ

განახორციელდა(ასლანიშვილი 2014: 96). ამასთანავე, 2014 წლის 16 სექტემბრის მოვლენების შემდეგ, კომერციული ბანკების მიერ დაკომპლექტებულმა და მმართველმა საფონდო ბირჟის ახალმა მენეჯმენტმა უკან გამოიწვია ყველა ის საკანონმდებლო თუ სხვა სახის ინიციატივა, რომელიც ხელს უწყობდა ფასიანი ქაღალდების მეორადი საფონდო ბაზრის განვითარებას. ამ მხრივ ეს ნაბიჯი ლოგიკურია - ფასიანი ქაღალდების ორგანიზებული ბაზარი ქმნის კონკურენტულ გარემოს და ხელს უშლის მონოპოლიურ - კომერციულ სესხს (კომერციულ ბანკებს) საქმიანობაში.

5.3 საქართველოს სახელმწიფოს პოლიტიკა სახელმწიფო ვალისა და სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ და განვითარების პერსპექტივები

5.3.1 საქართველოს სახელმწიფოს პოლიტიკა და მიზნები

თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს სახელმწიფოს პოლიტიკისა და მიზნების შეფასებამდე მიზანშეწონილად მიგვაჩნია იმის შეფასება, თუ რა უჯდება საქართველოს სახელმწიფოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და მათი წლიური მომსახურება (საპროცენტო ხარჯი). ამ მიზნით გაანალიზებულ იქნა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების დაჯამებული რაოდენობა წლის ბოლოს და ამ ვალის მისაღებად სახელმწიფოს მიერ გაწეული ხარჯი.

ანალიზის დროს გამოყენებულ იქნა საქართველოს ეროვნული ბანკის 1997 – 2005 წწ სტატისტიკური დანართები და 2006 – 2014 წწ ფინანსთა სამინისტროს სტატისტიკური ბიულეტენი

წელი	გამოშვებული ემისია	შიდა ვალი წლის ბოლოს	გადახდილი პროცენტები	წლიური %
1997	14,300,000	6,416,000	733,308	11.43
1998	51,500,000	-		
1999	4,800,000	2,600,000	110,476	4.25
2000	36,700,000	6,250,000	745,273	11.92
2001	39,700,000	3,700,000	2,041,668	55.18

2002	257,223,000	57,500,000	19,194,570	33.38
2003	222,100,000	73,300,000	30,035,130	40.98
2004	139,300,000	60,800,000	17324000	28.49
2005	34,900,000	22,900,000	3283538	14.34

როგორც 1997- 2005 წწ ზემოთმოყვანილი სტატისტიკური დანართი ცხადყოფს ამ პერიოდის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და მათი ჯამური მოცულობა წლის ბოლოს იყო საკმაოდ მცირე, თუმცა წლის განმავლობაში გამოშვებული ემისია იყო შედარებით მასშტაბური. რაც მთავარია, ამ პერიოდის ემისიები იყო მოკლევადიანი - 7, 14, 21, 28 დღიანი, იშვიათად თუ ემისიის ვადა იყო 91 და 182 დღიანი და მათი მაქსიმალური ვადა იყო 365 დღე. ამ მხრივ ამ პერიოდის ემისიები ვერ ასრულებდნენ სახელმწიფო პოლიტიკის მიზნების გრძლევადიანი პრიორიტეტის დაფინანსების შესაძლებლობას და მიმართული იყო მხოლოდ მიმდინარე საბიუჯეტო ხარჯის დაფინანსებაზე.

მეორეს მხრივ, აუქციონებზე ფიქსირდებოდა საოცრად მაღალი, სპეკულაციური განაკვეთები, რომელთა წლიური განაკვეთი 400 პროცენტამდე აღიოდა. ამასთანავე, აღნიშნული ემისიების მცირე ვადიანობა არ იწვევდა მასშტაბურ საბიუჯეტო პრობლემებს

ამ მხრივ წლიური საპროცენტო ხარჯი, რაც გაწეულ იქნა სახელმწიფო ბიუჯეტის მიერ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის უზრუნველსაყოფად იყო გაცილებით მაღალი, ვიდრე განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკებს ახასიათებთ, თუმცა ყველაზე მძიმე წლებშიც კი (2001, 2002 და 2003) წლიური განაკვეთი მერყეობდა 33 დან 55 წლიურ განაკვეთამდე.

მომდევნო რამოდენიმე წელს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიას ადგილი არ ჰქონია და მიმოქცევაში არსებული სახელმწიფო ფასიანი ქარალდი იქნა დაფარული. 2010 წლიდან მიმოქცევაში კვლავ გამოჩნდა როგორც სახაზინო ვალდებულება, ასევე

სახაზინო ობლიგაცია. ფინანსთა სამინისტროს მონაცემებით 2011 – 2014 წწ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია შემდეგი პარამეტრით ხასიათდებოდა:

10. ვალის ნაშთი სახეობების მიხედვით

მილიონი აშშ დოლარი/ლარი

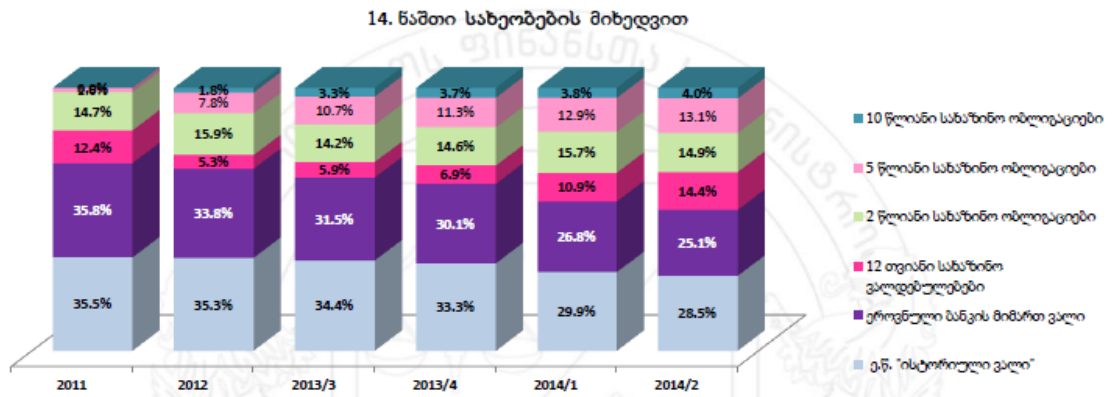
	2011		2012		2013/3		2013/4		2014/1		2014/2	
	USD	GEL	USD	GEL	USD	GEL	USD	GEL	USD	GEL	USD	GEL
სახელმწიფო საშინაო ვალი *	1,133	1,893	1,148	1,902	1,174	1,954	1,162	2,017	1,280	2,246	1,334	2,360
სახაზინო ფასიანი ქაღალდები	325	543	354	587	401	667	424	737	555	971	619	1,096
12 თვიანი სახაზინო ვალდებულებებ	140.7	235.0	60.4	100.0	69.1	115.0	80.6	140.0	139.7	244.2	191.7	339.2
2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	166.4	278.0	182.9	303.0	167.0	278.0	169.9	295.0	201.6	352.4	199.2	352.4
5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	18.0	30.0	89.9	149.0	125.6	209.0	130.7	227.0	165.3	288.9	174.6	306.9
10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები			21.1	35.0	39.1	65.0	43.2	75.0	48.6	85.0	53.7	95.0
ეროვნული ბანკის მიმართ ვალი	406	678	388	643	369	615	350	608	345	603	335	592
ობლიგაციები ეროვნული ბანკისათვის	335.7	560.8	314.4	520.8	288.9	480.8	276.9	480.8	252.2	440.8	249.2	440.8
ობლიგაციები ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის	70.1	117.0	73.7	122.0	80.5	134.0	73.1	127.0	92.7	162.0	85.4	151.0
ე.წ. "ისტორიული ვალი"	403	672	406	672	404	672	387	672	380	672	380	672

სავალუტო კურსები პერიოდის ბოლოსათვის

როგორც ცხრილი და ოფიციალური მონაცემი ცხადყოფს, უკანასკნელ პერიოდში მიმდინარეობს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მასშტაბური ემისია, თუმცა 1997 – 2005 წწ განსხვავება სახეზეა:

- ემისიები გრძელვადიანი;
- საპროცენტო განაკვეთი არის რეგულირებადი და შემოღებულია სახელმწიფოს მხრიდან ზედა ზღვრის ცნება, რაც გამოირიცხავს სპეკულაციურ განაკვეთს;
- შეინიშნება ემისიების სწრაფი ზრდის ტენდენცია.

რაც შეეხება თანამედროვე ეტაპზე მიმოქცევაში მყოფი სახელმწიფო ფასიანი ქარაღდების სახეობებს, ის შემდეგი სტრუქტურით ხასიათდება:

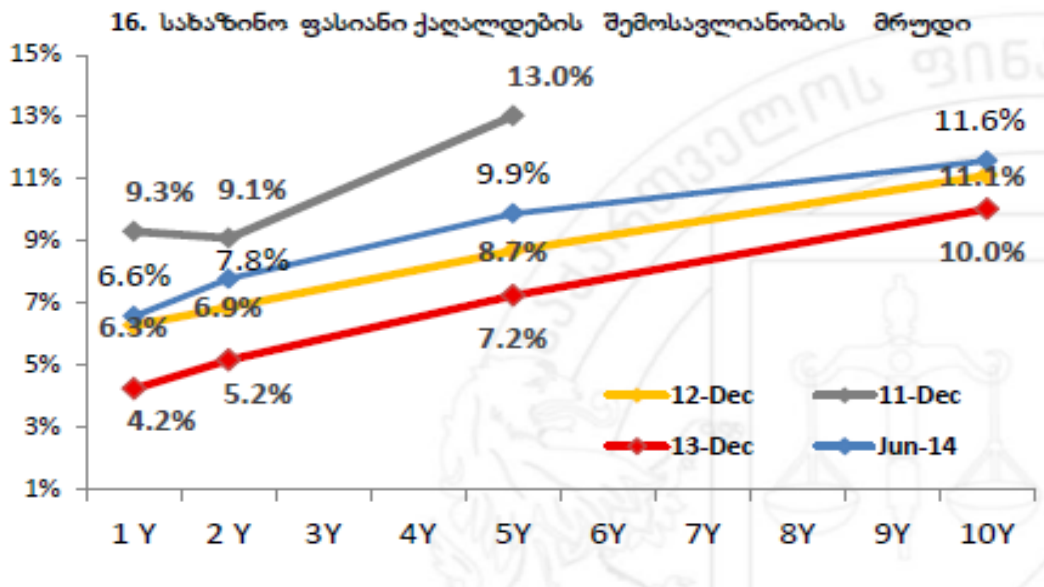


გრაფიკებში მოცემული ორი პარამეტრი - ე.წ. ისტორიული ვალი და ეროვნული ბანკის მიმართ ვალი არ წარმოადგენს ჩვენი კვლევის მიზანს. რაც შეეხება დანარჩენ პარამეტრებს სახეზეა, რომ:

- ნელი ტემპით, თუმცა ზრდის ტენდენცია შეინიშნება ყველაზე გრძელვადიანი- 10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციების ემისიის მხრივ, რაც მისასაღებელი ტენდენციაა;
- ასევე ზრდის ტემპით ხასიათდება 5 წლიანი ობლიგაციები, თუმცა მათი მოცულობა გაცილებით მეტია, ვიდრე 10 წლიანი ობლიგაციები;
- სტაბილურია 2 წლიანი ობლიგაციების ოდენობა და ის ჯამური ემისიების 15 პროცენტს შეადგენს;
- მოკლევადიანი სახაზინო ვალდებულებების ოდენობა კლების ტემპს ავლენს, თუმცა მისი ოდენობა ყველაზე მსხვილია სხვა სახელმწიფო ფასიან ქარაღდებთან შედარებით და ის 25 პროცენტს აღემატება.

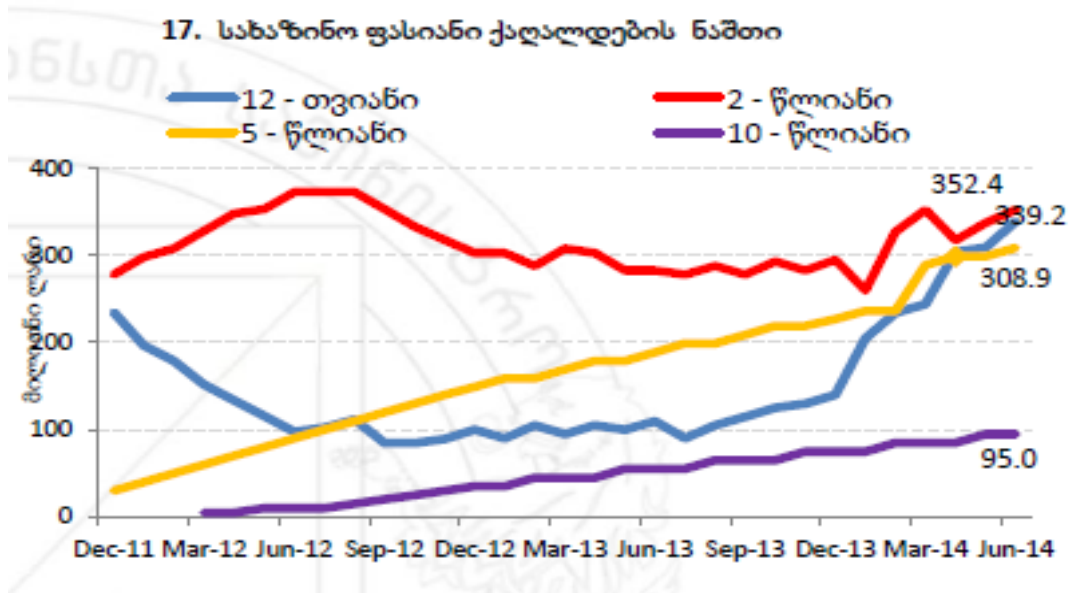
საქართველოს სახაზინო ვალდებულების შემოსავლიანობა მისი სადისკონტო განაკვეთით განისაზღვრება, თუმცა სახაზინო ობლიგაციებს სადისკონტო განაკვეთის გარდა გააჩნია საკუპონო წლიური განაკვეთი, რაც სტიმულია მისი მყიდველი კომერციული ბანკებისთვის და ზრდის საპროცენტო ხარჯს სახელმწიფოსთვის.

ამის ილუსტრაციას წარმოადგენს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ბიულეტენის ცხრილი:



როგორც ცხრილიდან ირკვევა, 5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციის შემოსავლიანობა 7 დან - 13 პროცენტამდე მერყეობს, ხოლო 10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციის შემოსავლიანობა 10 დან 11,6 პროცენტამდეა. შედარებით დაბალია დაფარვამდე ნაკლები ვადის მქონე სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობა. ამ მხრივ საერთაშორისო განვითარებული ბაზრებისგან განსხვავებით საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა 7 ჯერ უფრო მეტ სარგებელს ჰპირდება მყიდველს, თუმცა აქ გასათვალისწინებელია სავალურო და ინფლაციური რისკი, რომლის დაზღვევა საქართველოში არ ხერხდება.

საკმაოდ საინტერესო ტენდენციას ავლენს ფინანსთა სამინისტროს მიერ წარმოდგენილი წლის ბოლოს მდგომარეობით არსებული 2011 – 2014 წწ ნაშთი:



როგორც ცხრილიდან ირკვევა 2011 – 2012 წწ დაწყებული დადებითი ტენდენცია, რაც მოკლევადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის კლებაში ვლინდებოდა, ჩანაცვლდა მათი 2013-2014 წწ მასიური ემისიით. ამასთანავე, ზრდა აღინიშნება ყველა სხვა სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიაში, რაც სახელმწიფო შიგა ვალის მკვეთრი ზრდის ტენდენციის მანიშნებელია.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ვადიანობის ზრდა და დაბალი საპროცენტო განაკვეთი წარმოადგენს სახელმწიფოს მთავარ პრიორიტეტს ამ ბაზრის განვითარების კუთხით. ამ მხრივ ყურადსაღებია თუ რა მდგომარეობა სუფევს საქართველოს ბაზარზე:

18. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების საშუალო შეწონილი ვადიანობა



ფინანსთა სამინისტროს ამ მონაცემების მიხედვით 2012 წლიდან ვერ ხერხდება სახაზინო ფასიანი ქაღალდების საშუალო ვადიანობის ზრდა და ის 2 წელს ოდნავ აღემატება, რაც საკმაოდ სარისკო მაჩვენებელია და არ იძლევა გრძელვადიანი პროექტების დაფინანსების საშუალებას. ამ მხრივ თანემდროვე ეტაპზე შიგა ვალის სწრაფი ზრდა და საშუალო ვადიანობის სიმცირე საკმაოდ სარისკო გადაწყვეტილებაა, რამაც შესაძლოა მძიმე ფინანსური შედეგი გამოიწვიოს სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მომსახურებასა და მათი შემდგომი ემისიის დროს. ამ მხრივ აუცილებელია საშუალო ვადიანობის ზრდა და შიგა ვალის ზრდის ტემპის შემცირება.

საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოქვეყნებული საშინაო ვალის მომსახურების დაჯამებული მონაცემები შემდეგია:

11. საშინაო ვალის მომსახურება

მილიონი აშშ დოლარი/ლარი

	2011		2012		2013/3		2013/4		2014/1		2014/2	
	USD	GEL	USD	GEL	USD	GEL	USD	GEL	USD	GEL	USD	GEL
სულ მომსახურება *	262	437	308	510	63	105	30	53	79	139	64	113
ნომინალი	216.1	361.0	250.5	415.0	46.3	77.0	20.2	35.0	62.9	110.0	54.3	96.0
კუპონი	45.5	75.9	57.3	95.0	16.7	27.9	10.2	17.7	16.5	28.9	9.9	17.5
სახაზინო ობლიგაციები	15.3	25.5	115.8	191.8	34.1	56.8	14.3	24.8	44.8	78.2	37.8	66.8
ნომინალი	-	-	87.5	145.0	24.0	40.0	10.4	18.0	34.3	60.0	33.9	60.0
კუპონი	15.3	25.5	28.2	46.8	10.1	16.8	3.9	6.8	10.4	18.2	3.9	6.8
სახაზინო ვალდებულებები	195.2	326.0	141.8	235.0	18.0	30.0	5.8	10.0	25.7	45.0	14.1	25.0
ნომინალი	195.2	326.0	141.8	235.0	18.0	30.0	5.8	10.0	25.7	45.0	14.1	25.0
კუპონი	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ობლიგაციები და ბაზრის ოპერაციებისათვის	30.6	51.2	31.0	51.3	6.5	10.9	6.2	10.7	4.8	8.5	8.5	15.0
ნომინალი	21.0	35.0	21.1	35.0	4.2	7.0	4.0	7.0	2.9	5.0	6.2	11.0
კუპონი	9.7	16.2	9.9	16.3	2.3	3.9	2.1	3.7	2.0	3.5	2.3	4.0
ობლიგაცია სემ-სთვის	20.5	34.3	19.2	31.9	4.3	7.2	4.2	7.2	4.1	7.2	3.7	6.6
ნომინალი	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
კუპონი	20.5	34.3	19.2	31.9	4.3	7.2	4.2	7.2	4.1	7.2	3.7	6.6

* სავალუტო კურსები პერიოდის შოლონათვის

ამ მხრივ ყურადსაღებია, რომ 2013 წლიდან მკვეთრად მცირდება ვალზე მომსახურების ოდენობა, თუმცა ანალიზის შედეგად მივედით იმ დასკვნამდე, რომ 2011 – 2012 წწ ადგილი ჰქონდა წინა პერიოდის ემისიების დაფარვას და ახალი გრძელვადიანი ემისიების გამოშვებას, რამაც 2011 და 2012 წწ საპროცენტო (მათ შორის საკუპონო) ხარჯი გაზარდა და ის 361 და 415 მლნ ლარს აღწევდა. მომდევნო წლებში კი ემისიების მკვეთრი ზრდის მიუხედავად მიმდინარე წლიური საპროცენტო ხარჯი მცირეა და ის 35 დან 110 მლნ ლარამდე მერყეობს.

თანამედროვე ეტაპზე საქართველოს სახელმწიფოს ოფიციალური და გაცხადებული სტრატეგია და მიზანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და მთლიანობაში სახელმწიფო ვალის მიმართ შემდეგ კომპონენტებს მოიცავს (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <http://mof.ge/5317>):

- სახელმწიფო საგარეო ვალის მდგრადობა საქართველოს სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის ერთ–ერთი მთავარი ძლიერი მხარეა, რაც აღიარებულია ბოლო წლებში საქართველოსთან მომუშავე სარეიტინგო სააგენტოების „Standard & Poor’s“-ის, „Fitch“-ის და „Moody’s“-ის მიერ. აღნიშნული მიღწეულ იქნა წლების მანძილზე სახელმწიფო საგარეო ვალის პრაგმატული და კონსერვატიული მართვის შედეგად, აგრეთვე ქვეყნის მიერ მოზიდული სასესხო რესურსის ეროვნული განვითარების და საინვესტიციო პრიორიტეტების შესაბამისად გამოყენების მეშვეობით. ამჟამად, საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი ძირითადად შეღავათიანია. უცხოური წყაროებიდან მიღებული სესხები გამოიყენება ინფრასტრუქტურის რეაბილიტაციის და ქვეყნის განვითარებისთვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანი სხვა პროექტების დასაფინანსებლად.
- საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო არის ერთადერთი სახელმწიფო უწყება, რომელიც უფლებამოსილია მოიზიდოს სახელმწიფო სესხები უცხო ქვეყნების მთავრობებიდან და რეგიონული და საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებიდან(საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <http://mof.ge/5317>). 2008 წელს ფინანსთა სამინისტრომ განახორციელა ევროობლიგაციების სადებიუტო გამოშვება. აღნიშნულმა ტრანზაქციამ ქვეყანა გააცნო საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებს და მრავალ მსხვილ ინსტიტუციონალურ ინვესტორს და შესაბამისად წარმოადგენდა ქვეყანაში დივერსიფიცირებული კაპიტალის შემოდინების წახალისების სტრატეგიის ერთ–ერთ საკვანძო ელემენტს. 2011 წელს საქართველომ წარმატებით გამოუშვა მეორე, ამჯერად 10-წლიანი ევროობლიგაცია რომლის ფინანსური პარამეტრები მიმზიდველობის თვალსაზრისით გაუთანაბრდა უფრო მაღალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე სუვერენული სახელმწიფოების ფასიან ქაღალდებს. ამ ტრანზაქციის ფარგლებში მოხდა 2008 წელს გამოშვებული 5-წლიანი ევროობლიგაციის წინსწრებით გამოსყიდვა, რამაც მნიშვნელოვნად შეამცირა 2013 წელს ერთჯერადად გადასახდელი ძირითადი თანხა და შესაბამისად კიდევ უფრო ხელსაყრელი გახადა სახელმწიფო ვალის დაფარვის გრაფიკი.

- სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები არის ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული ლარში დენომინირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. სამინისტრო აწარმოებს სახაზინო ვალდებულებების და ობლიგაციების ემისიას შიდა ფინანსური და კაპიტალის ბაზრების განვითარების ხელშეწყობის მიზნით. ფასიანი ქაღალდების ემისია აგრეთვე უზრუნველყოფს ბიუჯეტის დაფინანსების წყაროების დივერსიფიცირებას ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული მაღალი სანდოობის მქონე კაპიტალის მოზიდვის გზით.
- სახელმწიფო ვალის კოეფიციენტები მნიშვნელოვნად შემცირდა 2003 წლიდან. ამას მოჰყვა კოეფიციენტების დროებითი ზრდა 2008-10 წლებში გლობალური ფინანსური და ეკონომიკური კრიზისის ფონზე, რომელმაც უარყოფითად იმოქმედა ეკონომიკური ზრდის ტემპებზე არამართო საქართველოში არამედ მთელს რეგიონში. ვალის კოეფიციენტების კლების ტენდენცია გაგრძელდა 2011 წლიდან, საქართველოში განახლებული სწრაფი ეკონომიკური ზრდის პირობებში და სახელმწიფო ვალის გონივრული მართვიდან გამომდინარე, რომლის მიზანია სახელმწიფო ვალის შენარჩუნება სათანადო ლიმიტების ფარგლებში(საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <http://mof.ge/5317>).
- სხვა ქვეყნებთან შედარება გვიჩვენებს, რომ საქართველოში მთავრობის ვალის დონე გაცილებით უფრო დაბალია ვიდრე ბევრ სხვა წამყვან ქვეყანაში (იხილეთ დანართი 27).
- საქართველოს სახელმწიფოს ვალი ერთ სულ მოსახლეზე გაანგარიშებით შემდეგია: საქართველოს მოსახლეობის რიცხოვნობა 2014 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით 4490500 ადამიანს ითვლის (საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური: <http://geostat.ge/>), ხოლო საქართველოს სახელმწიფო ვალი(საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო: <http://mof.ge/images/file/Public%20Sector%20Debt%20Statistical%20Bulletin%20N2.pdf>) 2014 წლის მეორე კვარტლის ბოლოს ოფიციალურ მონაცემებზე დაყრდნობით 5,415,000,000 დოლარი იყო. შესაბამისად, საქართველოს თითოეულ მოქალაქეს 1,205 აშშ დოლარის საგარეო ვალი აქვს გადასახდელი.

შედარებისთვის, აშშ-ს თითოეულ მოქალაქეს 52,549 აშშ დოლარის საგარეო ვალი აქვს გადასახდელი.

- სახელმწიფო საგარეო ვალის პორტფელი წარმოადგენს მთლიანი სახელმწიფო ვალის 78%-ს. ამ საკრედიტო რესურსის დიდი ნაწილი მიღებულია მრავალმხრივი და ორმხრივი დონორებისგან და ძირითადად შეღავათიანია. სახელმწიფო საგარეო ვალის ასეთი ხელსაყრელი სტრუქტურა საშუალებას იძლევა მიღწეული იქნას ძალიან დაბალი საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი მხოლოდ წლიური 1.9%-ის ოდენობით (იხილეთ დანართი 28).

მზარდი საბიუჯეტო შემოსავლები, დაბალი საშუალო საპროცენტო განაკვეთი და ვალის დაფარვის შეღავათიანი გრაფიკი ძირითადი თანხების დაბალი და ადვილად ხელმისაწვდომი ყოველწლიური გადასახდელებით - ეს არის იმ ძირითადი ფაქტორების ჩამონათვალი, რომლებიც უზრუნველყოფენ მთავრობის საგარეო ვალის მომსახურების კოეფიციენტების სტაბილურად დაბალ დონეს და კლებად ტენდენციას. ნებისმიერი ერთი ფისკალური წლის განმავლობაში ვალის მომსახურებაზე მიიმართება საბიუჯეტო შემოსავლების მხოლოდ ძალიან მცირე ნაწილი, რაც საშუალებას იძლევა რომ საბიუჯეტო ასიგნებები მაქსიმალურად იყოს ორიენტირებული ქვეყნის განვითარების პრიორიტეტებზე და სოციალური პროგრამების დაფინანსებაზე.

5.3.2 სახელმწიფო საშინაო ვალის პარამეტრები 2015 წლის მდგომარეობით და ეკონომიკის გრძელვადიანი რესურსით უზრუნველყოფის მექანიზმი

საქართველოს 2014 და 2015 წლების სახელმწიფო ბიუჯეტის კანონების თანახმად (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <http://mof.ge/GovBudget>) სახელმწიფო საშინაო ვალი, რომელიც 2014 წლის მიწურულს 1,898,356 ათას ლარს შეადგენდა 2015 წლის განმავლობაში 600 მლნ ლარით იქნება გაზრდილი.

ასეთი სწრაფი ტემპით საშინაო ვალის ზრდა მთელ რიგ საფრთხეს შეიცავს, თუმცა თავდაპირველად დასადგენია ის პრიორიტეტები, რისი მიზნითა გამო ხდება საშინაო ვალის ასეთი უპრეცედენტო ტემპით ზრდა.

როგორც ანალიზი ცხადყოფს შიგა ვალის აღებიდან მიღებული სახსრები ძირითადად ბიუჯეტის დასაფინანსებლად იქნა გამოყენებული. საშინაო ვალის ჯამური ზრდა წინასწარ იყო დაგეგმილი, რაზეც მოწმობს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და სახელმწიფო ბიუჯეტის 2014 და 2015 წლების პარამეტრები(საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო: <http://mof.ge/5233>). ამ წყაროების მიხედვით 2014 და 2015 წლებში სახელმწიფოს შიგა ვალის ზრდა წინასწარ დაიგეგმა 600 მლნ ლარით ყოველ წელს, საიდანაც სახელმწიფო 600 მლნ ლარს კომერციული ბანკებიდან სესხულობს (ფასიანი ქაღალდების გამოშვების მეშვეობით) და 200 მლნ ლარს 2014 და 2015 წწ უკან კვლავ ბანკებს ასესხებს.

2014 და 2015 წლების სახელმწიფო ბიუჯეტის მიხედვით 200 მლნ ლარი ყოველწლიურად ეკონომიკის გრძელვადიანი რესურსით უზრუნველყოფის ხელშეწყობისთვის გამოიყენება. ეს გულისხმობს 2 და 5 წლის ვადიანობის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიას წინასწარ განსაზღვრული მოცულობით და მათ შეთავაზებას კომერციული ბანკებისთვის იმავე ვადითა და განაკვეთით, რაც აღემატება შესაბამისი ემისიის საპროცენტო განაკვეთს(საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო: <http://mof.ge/5233>). შედეგად, კომერციულ ბანკებს გაუჩნდება გრძელვადიანი რესურსი ეკონომიკის დაკრედიტებისთვის და ექნებათ

შესაძლებლობა ფასიანი ქაღალდები გამოიყენონ გირაოდ მოკლევადიანი მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად.

დამატებით, 200 მლნ ემისიის სქემის გამოყენება სახელმწიფოს მიერ კერძო ბიზნესის საქმიანობაში პირდაპირ ჩარევას გამორიცხავს. აღნიშნული კომერციული ბანკებისთვის შესაძლებლობას წარმოადგენს და არა ვალდებულებას, რომ მიიღოს წვდომა დამატებით გრძელვადიან ფინანსურ რესურსზე. ეს კი ბანკებს შესაძლებლობას მისცემს გასცენ გრძელვადიანი კრედიტები და ხელი შეუწყონ ბიზნესის გარკვეულწილად განვითარებას. შესაბამისად, სახელმწიფოს კონტრაგენტს მხოლოდ კომერციული ბანკი წარმოადგენს და ეს ურთიერთობა განსაზღვრულია მხოლოდ ამ ტიპის ფასიანი ქაღალდების წესით და ფინანსთა სამინისტროსა და კომერციულ ბანკს შორის დადებული ხელშეკრულებით. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ეს მექანიზმი როგორც ბანკებს გარკვეული გრძელვადიანი რესურსით მოამარაგებს, ასევე საქართველოში ბიზნესის გარკვეულწილად განვითარებასაც შეუწყობს ხელს; თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ 200 მლნ ლარი არც იმდენად დიდი ოდენობის თანხაა, რამაც საქართველოში ბიზნესი მნიშვნელოვნად შეიძლება განავითაროს. 600 მლნ-დან დარჩენილი 400 მლნ ლარი კი 2014 წელს მოხმარდა ბიუჯეტის გადასახდელების დასაფინანსებლად გამოიყენება. ანალოგიური მოქმედების სქემაა გაწერილი 2015 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტში.

ამ მიზნის მისაღწევად 2014 წლის 12 თებერვალს განთავსდა ორწლიანი სახაზინო ობლიგაციები, ჯამური თანხით 43,917 ათასი ლარით, ხოლო 2014 წლის 5 მარტს განთავსებულ იქნა ხუთწლიანი სახაზინო ობლიგაციები, ანალოგიური თანხის ოდენობით. წლიური განაკვეთი ორწლიანი სახაზინო ობლიგაციის შემთხვევაში 6,806 პროცენტი შეადგენდა, ხოლო ხუთწლიანი ობლიგაციის დროს - 10,073 პროცენტი (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო <http://mof.ge/5227>).

მომდევნო მესამე კვარტალში, კერძოდ 2014 წლის 16 ივლისს განთავსებულ იქნა ხუთწლიანი სახაზინო ობლიგაცია, ჯამური თანხით 41,087 ათასი ლარი, რომლის წლიურმა სარგებელმა 9,514 პროცენტი შეადგინა, ხოლო 13 აგვისტოს განთავსებულ იქნა ორწლიანი სახაზინო ობლიგაცია, ჯამური თანხით 43,919 ათასი ლარით, რომლის საპროცენტო განაკვეთმა 7,431 პროცენტი შეადგინა (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო <http://mof.ge/5227>).

ამრიგად, 2014 წლის 2 და 3 კვარტალში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიით მიღებულ იქნა 172,840 ათასი ლარი, რომელიც განთავსდა დეპოზიტზე კომერციულ ბანკებში.

კვლევის დროს აღმოვაჩინეთ ერთ საყურადღებო ფაქტი: საქართველოს 2014 წლის „სახელმწიფო ბიუჯეტის შესახებ“ საქართველოს კანონის 21-ე მუხლის, მე-7 პუნქტის შესაბამისად, ეკონომიკის გრძელვადიანი რესურსით უზრუნველყოფის მექანიზმის ფარგლებში გამოცხადებული იყო 50 000.0 ათასი ლარის 2 წლის ვადის მქონე (12/02/2014) და 50 000.0 ათასი ლარის 5 წლის ვადის მქონე (05/03/2014) სახაზინო ობლიგაციების ემისია. ანალოგიურად მესამე კვარტალშიც გამოცხადებულ იქნა ჯამში 100 მლნ ლარის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის ემისია. ამ 200 მლნ ლარიდან სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების აუქციონზე განთავსდა გამოცხადებული ემისიის 86.42 პროცენტი და შემოსულმა თანხამ შეადგინა 172,840 ათასი ლარი. ამრიგად, 27,160 ათასი ლარი გადახდილ იქნა ემისიის პროცენტის სახით (სადისკონტო ფასიანი ქაღალდები), ხოლო აუქციონებიდან მიღებული ფულადი სახსრები, 172,840 ათასი ლარი, სრულად განთავსდა ვადიანი დეპოზიტის სახით, სახაზინო ობლიგაციების მყიდველ კომერციულ ბანკებში, კომერციული ბანკის მიერ ნაყიდი ფასიანი ქაღალდების ვადიანობის შესაბამისად, კუპონის განაკვეთს დამატებული 1 საპროცენტო პუნქტი.

შესაბამისად, 2014 წლის მეორე კვარტალში განთავსებული ფასიანი ქაღალდების დეპოზიტის საპროცენტო განაკვეთები შეადგენს 2 წლის ვადის მქონე დეპოზიტისთვის 7.800%-ს, ხოლო 5 წლის ვადის მქონე დეპოზიტისთვის 11.073%-ს, ხოლო მესამე კვარტალში განთავსებული 2 წლის ვადის მქონე დეპოზიტისთვის 8.431%-ს, ხოლო 5 წლის ვადის მქონე დეპოზიტისთვის 10.514%-ს.

ანალოგიური მოქმედების სტრატეგიაა განსაზღვრული 2015 წლის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის დროს.

კვლევაში განხორციელდა ამ სქემის ანალიზი და ფინანსთა სამინისტროს მიერ მოწოდებულ ინფორმაციაზე დაყრდნობით მიღებულ იქნა შემდეგი სურათი:

- 2 წლით 43,912,149.52 ლარის სესხის 6.800%-ად აღებით და შემდეგ იმავე პერიოდით სესხის დეპოზიტზე 7.800%-ად განთავსებით, სახელმწიფო დაახლოებით, 439,121.50 ლარის მოგებას მიიღებს მხოლოდ ერთი წლის

განმავლობაში; ხოლო თუ ბანკის საპროცენტო განაკვეთად პირობითად ავიღებთ 13%-ს, ბანკი მხოლოდ 1 წლის განმავლობაში ამ თანხის მხოლოდ ერთჯერადად გასესხებით დაახლოებით, 5 მლნ ლარის მოგებას მიიღებს;

- რაც შეეხება 5 წლით 43,917,000 ლარის ობლიგაციების 10.073%-ად გამოშვებას და იმავე ვადით 11.073%-ად დეპოზიტზე განთავსებას, ანალოგიური კალკულაციით მივიღეთ, რომ სახელმწიფო მხოლოდ ერთი წლის განმავლობაში მოიგებს დაახლოებით 439,170 ლარს, ხოლო ბანკი კი - 5,270,040 ლარს.

ასეთი ანგარიშით თითქოს ჩანს, რომ 200 მლნ ლარის ობლიგაციების გამოშვებით და შემდეგ მათი დეპოზიტზე განთავსებით, სახელმწიფო საბოლოო ჯამში, არ ზარალობს, ხოლო იმ კომერციულ ბანკებს, რომელთაგანაც რეალურად, მთავრობამ ისესხა ფული, შემდეგ კი მათსავე დეპოზიტზე განათავსა, უჩნდებათ დამატებითი ფინანსური რესურსი.

თუმცა ამ სქემას გარკვეული ალოგიკურობა თან ახლავს. ანუ კომერციული ბანკი გასცემს სესხს 5%-ში და მერე სესხულობს ამ თანხას 6%-ში. კომერციული ბანკის მხრიდან ეს ნაბიჯი ბიზნეს ლოგიკაში არ ჯდება. გამოდის რომ ბანკის მენეჯმენტი აზარალებს ბანკის აქციონერებს, თუ რაიმე სხვა ფარული მექანიზმი ან ბენეფიტი არ დევს ამ ოპერაციაში. ამ მხრივ უმჯობესია რომ ღია გახდეს ამ სესხის ხელშეკრულება და გაირკვეს რა ინტერესი აქვთ ბანკებს. გაუგებარია რატომ გააკეთებს ამას ბანკი თუ უფრო ძვირი უჯდება საკრედიტო რესურსი მთავრობისგან. სახეზეა ინფორმაციის აშკარა ნაკლებობა და არაჯანსაღი ელემენტები.

ამ ლოგიკით საერთოდ გაუგებარია თუ რატომ ასესხებს კომერციული ბანკი სახელმწიფოს სესხს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შეძენის გზით. უპრიანი და ლოგიკურია პირდაპირ გასცეს გრძელვადიანი სესხი და ამით არ იზარალებს ერთ პროცენტთან სხვაობას.

ბაზრის კვლევის შედეგად აღმოჩნდა, რომ კომერციულ ბანკებს, რომლებშიც განთავსდა ეს დეპოზიტი საქართველოს ეროვნული ბანკი ნორმატივებს არ მოსთხოვს ანუ რეგულირების განსხვავებული მოდელი არის გავრცელებული. ანუ თუ ჩვეულებრივ საბანკო დეპოზიტზე საქართველოს ეროვნული ბანკი 28

პროცენტიან დარეზერვებას თხოვს, ამ დეპოზიტზე ეს მოთხოვნა არ ვრცელდება. შესაბამისად, ამ მოდელის ფინანსური ნაწილი შემდეგია: თუ ჩვეულებრივი დეპოზიტიდან კომერციული ბანკი იყენებს თანხის 72 პროცენტს, ასეთი დეპოზიტის შემთხვევაში ის გამოიყენებს 100 პროცენტს. ამ მხრივ ფინანსური კუთხით ასეთი სახის ოპერაცია ბანკებისთვის მომგებიანია.

ეს პროექტი საინტერესოა, რადგან ამ გზით ქართულ ეკონომიკას 2014 წელს გაუჩნდა 200 მლნ ლარის გრძელვადიანი და იაფი რესურსი და დაგეგმილია ანალოგიურად 200 მლნ ლარის ემისია 2015 წელს. თანხის შესვლა ეკონომიკაში მოხდება კომერციული ბანკების საშუალებით, რომელთაც ბოლო რამოდენიმე წელი საბალანსო მონაცემების თანახმად გააჩნიათ ჭარბი ლიკვიდობა. ამის მიუხედავად ბანკები არ ახორციელებენ დაბალ პროცენტში და გრძელვადიანადი პერიოდით სახსრების გაცემას.

ასეთი ოპერაციით კი ერთის მხრივ, იზრდება ბიუჯეტის დეფიციტი, მაგრამ ბანკებში განთავსებით სახელმწიფო ბიუჯეტს ერიცხება ერთი პროცენტით მეტი თანხა, ვიდრე სესხი განაკვეთი და სახელმწიფო ამით არ აგებს. მთავარი საკითხია რამდენად ეფექტიანად მოხდება ამ რესურსის გაცემა და ათვისება.

ამ მხრივ, ეს არის პირველი შემთხვევა, როდესაც 600 მლნ ლარის სახაზინო ობლიგაციების ემისიიდან 2014 და 2015 წლებში 200 მლნ განთავსდა(ება) კომერციულ ბანკებში. ეს საბანკო სექტორს საშუალებას მისცემს ფული ეკონომიკაში დააბანდოს. ამ მხრივ არის რეალური მცდელობა მოხდეს მცირე და საშუალო ბიზნესის წახალისება და სტარტაპების დაფინანსება.

და ბოლოს, იქნება თუ არა 2014 – 2015 წწ ჯამურად 400 მლნ ლარის კომერციული ბანკებისგან ვალად აღება და შემდეგ მათი დეპოზიტზე განთავსება ეკონომიკის წახალისების საშუალება, ასეთი დასკვნის გაკეთება მხოლოდ ბანკების მიერ გაცემული სესხების და დაფინანსებული პროექტების განხორციელების შემდეგ იქნება შესაძლებელი.

დასკვნის სახით გვსურს ხაზი გავუსვათ იმ გარემოებას, რომ საქართველოს ეკონომიკა, მისი სახელმწიფო შიგა ვალის არსებული და დაგეგმილი პარამეტრი (2,4 – 2,5 მილიარდი ლარი) და საგარეო დავალიანება 2015 წლის მდგომარეობით მიუახლოვდა იმ ზღვარს, რომლის იქეთ ეკონომიკაში შესაძლებელია საერთაშორისო

გარემოს ანალიზში მოყვანილი აშშ-ს და ევროპის რიგი ქვეყნის მსგავსი მოვლენის მომსწრე გავხდეთ. ამის თავიდან აცილების ერთადერთი გზაა საქართველოს ხელმწიფო ბიუჯეტის პროფიციტის მიღწევა, სახელმწიფო დავალიანების შემცირება და საქართველოს საექსპორტო (კონკურენტუნარიანი) დარგების გაძლიერება.

დასკვნები და წინადადებები

1. მეცნიერებისა და მსოფლიო საუკეთესო პრაქტიკის საფუძველზე შემუშავებული სტრატეგიის პირობებში საქართველომ შეიძლება გადაჭრას მის წინაშე მდგარი ისეთი ამოცანები, როგორცაა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ინვესტორთა მაქსიმალურად ფართო წრისათვის მიწოდება;

ინვესტორისთვის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის შემენის პროცესის მაქსიმალური გამარტივება;

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობასა და სანდოობის ხარისხზე ზრუნვა და მეორადი ბაზრის განვითარება;

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საფინანსო შუამავლობის წახალისება.

ამ ამოცანების წარმატებით გადაჭრის შემთხვევაში საქართველოს სახელმწიფოს ფინანსური შედეგი იქნება:

დაბალპროცენტიანი და გრძელვადიანი ვალი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების გზით;

მყარი და საიმედო საფინანსო სისტემა;

ინვესტორთა ამაღლებული ინტერესი საქართველოს მიმართ.

2. აღნიშნული ამოცანების გადაჭრის დროს წამოჭრილი პრობლემების გადაჭრის გზები დეტალურად არის გადმოცემული შესაბამისი თავებისა და ქვეთავებში. დასკვნაში მოცემულია პრობლემათა ორი ჯგუფის - სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პირველადი განთავსებასა და მეორადი ბაზრის პრობლემები და მათი გადაჭრის ხედვა.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსება

პრობლემა:

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობაში სახეზეა საკანონმდებლო ხარვეზი - საქართველოს კანონმდებლობა სახელმწიფო ფასიან ქაღალდის ემისიის გზით მიღებული თანხის გამოყენება დაშვებულია მხოლოდ:

ა) ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად;

ბ) სახელმწიფო ბიუჯეტის მოკლევადიანი საკასო სხვაობის დასაფარავად.

ამით შეზღუდულია ამ ინსტრუმენტის მიმოქცევისა და გამოყენების არეალი ქართულ საფინანსო სისტემაში.

წინადადება:

კანონის ეს მუხლი ჩამოსაყალიბებელია იმდაგვარად, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი ასრულებდეს შემდეგ ფუნქციებს:

- მოსახლეობაში არსებული ფულადი დანაზოგების აკუმულირება, ასევე ორგანიზაციების დროებით თავისუფალ ფულად სახსრების მობილიზება ბიუჯეტის ხარჯების დასაფინანსებლად;
- ფულადი მიმოქცევის რეგულირება;
- ინვესტიციების წყარო მსხვილი ინფრასტრუქტურული პროექტების;
- ინსტრუმენტი საკრედიტო-საანგარიშსწორებო ოპერაციების შესრულებისას.

პრობლემა:

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსება ხორციელდება მხოლოდ კომერციული ბანკების მეშვეობით, რაც ზღუდავს ინვესტირების პროცესს, იწვევს ინტერესთა კონფლიქტს ბანკსა და ინვესტორს შორის და აძვირებს სახელმწიფოს შიგა ვალს.

წინადადება:

მიზანშეწონილია კანონმდებლობისა და აუქციონების წესების შეცვლა იმდაგვარად, რომ:

- გაფართოვდეს პირველად აუქციონზე ფინანსური შუამავლების დაშვების წესი;
- შემოღებულ იქნას აკრძალვა საკუთარი რესურსის დაბანდებაზე იმ შუამავლებზე, რომლებიც კლიენტებს ემსახურებიან ამ ბაზარზე ან დებულებით სავალდებულო გახდეს მათთვის წერილობით აუქციონამდე აცნობონ კლიენტების მათი დაბანდების მოცულობა და პროცენტები;
- ყველა სახის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია განხორციელდეს საჯარო წესით, ბირჟის მეშვეობით;
- დაინერგოს საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისი სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების შეძენის პირდაპირი წესი, ე.წ. “Treasury Direct”, რომელიც ერთი ფანჯრის პრინციპს ეფუძნება.

პრობლემა

„საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ“ მოქმედი დებულება პირველად აუქციონებში მონაწილეობისათვის მინიმალური განაცხადის ოდენობაა 50000 ლარი, რაც ხელს უშლის წვრილ და საშუალო ინვესტორებს გახდნენ ამ ბაზრის მონაწილენი.

წინადადება:

საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად მიზანშეწონილია მინიმალური საინვესტიციო თანხის შემცირება 100 ლარი ოდენობით თითო განაცხადზე.

პრობლემა

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია და განთავსება ხორციელდება მხოლოდ საქართველოს ეროვნულ ვალუტაში - ლარში. ეს კი ხელს უშლის ადგილობრივ და განსაკუთრებით უცხოელ ინვესტორს რისკების მინიმიზაციაში, რადგან საქართველოში არ არსებობს საბირჟო ინსტრუმენტი, რომელიც დააზღვევს სავალუტო და სხვა რისკებს (სავალუტო ფიუჩერსები). ამის შედეგია საერთაშორისო ბაზართან მიმართებით გაცილებით უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთი და უცხოელი და ადგილობრივი არასაბანკო ინსტიტუტების ინვესტორთა მცირე წილი ამ ბაზარზე.

წინადადება:

მიზანშეწონილად მიგვაჩნია:

- საბირჟო ინსტრუმენტის - სავალუტო ფიუჩერსის დებულებისა და პრაქტიკაში დანერგვა. ამასთანავე, ამ ინსტრუმენტის სავაჭროდ ორგანიზებულ ბაზარზე (არსებულ რეალობაში ეს საქართველოს საფონდო ბირჟა) გატანა;
- საერთაშორისო ანალოგების მსგავსი ინფლაციასა თუ სხვა დამატებით რისკზე ინდექსირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება.

პრობლემა

კომერციულ ბანკებს აქვთ უფლება თავისი შეხედულებისამებრ დააწესონ კლიენტურის მომსახურების ტარიფები. ამ მხრივ არის რისკი ინვესტორთა გარკვეული ჯგუფის ინტერესების შევიწროებისა და მცირე ჯგუფის ინვესტორთა მიმართ პროტექციონიზმის პოლიტიკის გატარებაში.

წინადადება:

დაწესდეს პირველად აუქციონებში ყველა მონაწილისთვის ერთიანი ფიქსირებული საკომისიო, რადგან საკითხი შეეხება სახელმწიფო ფასიან ქალაქს. ხოლო ამ წესის რაიმე სახით დარღვევის შემთხვევაში ჩამოერთვას შუამავალს სახელმწიფო ფასიან ქარაღებებში პირველად აუქციონებში მონაწილეობის უფლება და აგრეთვე დაუწესდეს საჯარიმო სანქცია.

პრობლემა

მიუხედავად აუქციონების ელექტრონულ ფორმატში გადატანისა, არ არის გაუქმებული ძველი ფორმატიც, რაც განაცხადებისა ფურცელზე გადატანას და მათ წარდგენას ავალდებულებს ბანკებს, რაც საკმაოდ მოცულობით ბიუროკრატიულ პროცედურას მოიცავს.

წინადადება:

მიზანშეწონილია ერთიანი საბირჟო ელექტრონული მოედნის შექმნა და ვაჭრობის ორგანიზება სერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად, სადაც მკაცრად იქნება დაცული ინვესტორთა უფლებები სახაზინო ვალდებულებებისა და ობლიგაციების განთავსება და შემდგომში ყიდვა / გაყიდვის პროცესში. ამ მხრივ არსებული

საფონდო ბირჟა და ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის გამოყენება გაადვილებს ამ ვითარების მოგვარებას.

პრობლემა

პრობლემატური საკითხია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების არსებული რეესტრის და ბანკების მიერ სუბრეესტრები წარმოების წესი კლიენტებისა და საკუთარი სახსრების აღიკვეთის კუთხით.

წინადადება:

მიზანშეწონილია შეიქმნას ავტონომიური ორგანო - „სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ზედამხედველობის, გამოშვების, განთავსებისა და მიმოქცევის აუქციონის კომიტეტი“. მისი ფუნქცია იქნება აუქციონების ორგანიზება და ჩატარება, სახაზინო სახლის (Treasury direct) მუშაობის წარმართვა, ხოლო ანგარიშსწორების საკითხებს მოაგვარებს ცენტრალური დეპოზიტარი ან რეგისტრატორული კომპანიები იმ მეთოდოლოგიით, რაც ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე აპრობირებული მრავალწლიანი გამოცდილებით.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ვაჭრობა

პრობლემა:

არსებული წესებითა და დადგენილი ფორმატით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის გასხვისება საკმაოდ რთული პროცედურაა, რაც ხელს უშლის მეორადი ბაზრის განვითარებას.

წინადადება:

სიტუაციის გაიოლებისა და სტიმულირების მიზნით საჭიროა მეორადი ვაჭრობის თანამედროვე საერთაშორისო პრაქტიკის საფუძველზე წარმართვა, ანუ ვაჭრობის ორგანიზებულ ბაზარზე - ბირჟაზე გადატანა. ამის შედეგად ყოველივე

ზემოთაღნიშნული ბიუროკრატიული ნაბიჯი უქმდება და აღიცხვა ანგარიშგებას განახორციელებს ცენტრალური დეპოზიტარი და რეგისტრატორები.

პრობლემა:

საზოგადოებაში არის ცოდნის დეფიციტი თუ რა არის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, სად და როგორ ხდება ფულის დაბანდება და რა უპირატესობა აქვს ამ ინსტრუმენტს სხვა ინვესტიციასთან შედარებით. ყოველივე ეს კი დაბალ ფინანსურ კულტურაზე მიუთითებს.

წინადადება:

საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პოპულარიზაციის მიზნით, საჭიროა საერთაშორისო გამოცდილების გაზიარება. მაგალითად აშშ-ში ბაზრის მარეგულირებელი აქვეყნებს სახელმძღვანელოს, სადაც მარტივი ენით აღწერილია თუ რას წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდი და როგორ შეიძლება ამ ინსტრუმენტის გამოყენება (What every Investor Should know (A handbook from the US SEC)).

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. ასლანიშვილი დ. „საქართველოში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების ისტორია და გაკვეთილები (1997 – 2012წწ)“ - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის საერთაშორისო სამეცნიერო - პრაქტიკული კონფერენცია, ეროვნული ეკონომიკები და გლობალიზაცია ტომი 2, გვ 328 – 334, 27 – 28 ივნისი 2012 წელი, თბილისი, საქართველო;
2. ასლანიშვილი დ. „ევროპის ქვეყნებში მიმდინარე ეკონომიკური კრიზისის მიზეზები“ - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის სამეცნიერო შრომების კრებული (აკადემიკოს ა.გუნიას დაბ. 100 წლისთვის, 5, გვ 298 - 305), , დეკემბერი, 2012 წელი, თბილისი, საქართველო;
3. ასლანიშვილი დ. „ეკონომიკური კრიზისის გავლენა მსოფლიო ეკონომიკაზე“ - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის საერთაშორისო სამეცნიერო - პრაქტიკული კონფერენცია 2013 წლის 28-29 ივნისი, პოსტკომუნისტური ქვეყნების ეკონომიკების აქტუალური პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე 5, გვ 502 – 508 თბილისი, საქართველო;
4. ასლანიშვილი დ. „საფონდო ბაზარი საქართველოში: არსებული რეალობა და გაურკვეველი მომავალი“ - ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ჟურნალი „თსუ მეცნიერება“, 6 გამოცემა, დეკემბერი 2014 წელი, გვ 38 – 40, თბილისი, საქართველო;
5. ასლანიშვილი დ. „ეკონომიკური კრიზისის გავლენა მსოფლიო ეკონომიკაზე“ - კავკასიის უნივერსიტეტის სამეცნიერო შრომების კრებული, გვ 35 – 45, 2013 წელი, თბილისი, საქართველო;
6. ასლანიშვილი დ. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი: სიტუაციური ანალიზი და პერსპექტივა - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის, საერთაშორისო სამეცნიერო - ანალიტიკური

- ჟურნალი „ეკონომისტი“, 4-ე ნომერი, გვ 81 – 86,თბილისი, აგვისტო - სექტემბერი, 2013 წელი თბილისი, საქართველო;
7. ასლანიშვილი დ. საფონდო ბაზარი საქართველოში: არსებული რეალიები და მომავალი - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის, საერთაშორისო სამეცნიერო - ანალიტიკური ჟურნალი „ეკონომისტი“, 3-ე ნომერი, გვ 83 – 96, , მაისი - ივნისი 2014 წელი, თბილისი, საქართველო;
 8. ასლანიშვილი დ. აშშ-ს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი:წარსული, აწმყო და მომავალი, როგორც გაკვეთილი საქართველოსთვის - თსუ, პ.გუგუშვილის სახელობის ეკონომიკის ინსტიტუტის საერთაშორისო სამეცნიერო - პრაქტიკული კონფერენცია 2014 წლის 27-28 ივნისი, ეკონომიკისა და ეკონომიკური მეცნიერების განვითარების აქტუალური პრობლემები (ინსტიტუტის დაარსებიდან 70- წლისთავისადმი მოძღვნილი) გვ 502 - 508), თბილისი, საქართველო;
 9. ასლანიშვილი დ. „გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის სახელმწიფოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი: გამოცდილება საქართველოსთვის„ თსუ პაატა გუგუშვილის ეკონომიკის ინსტიტუტის სამეცნიერო შრომების კრებული 2014 წელი, თბილისი, საქართველო;
 10. ასლანიშვილი დ. ჟურნალი “ფასიანი ქაღალდების ბაზარი” 2000 წელი, 8-ე ნომერი თბილისი, საქართველო;
 11. ბახტაძე ლ, ფინანსური ბაზარი, დამხმარე სახელმძღვანელო, თბილისი, 2006.
 12. დებულეზა "საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ", 1997 წელი, თბილისი, საქართველო;
 13. კოვზანაძე ი, კონტრიძე გ, „თანამედროვე საბანკო საქმე, თეორია და პრაქტიკა“, თბილისი, 2014;
 14. ლორთქიფანიძე მ. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა, თბილისი, 2005;
 15. საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. ავტორთა კოლექტივი ემკ. დოცენტ ვ. სვანაძის რედაქციით. თბილისი 1998;
 16. ქოქიაური ლ. შონია ნ., ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბილისი, 2008;

17. ჯიბუტი მ. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. საგამომცემლო ფირმა სიახლე. 2003;
18. ჯიბუტი ა, ლლონტი ი. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი. თბ., 2003;
19. ჯიბუტი ა., კაკულია რ., ბახტაძე ლ., საჯარო ფინანსები სახელმძღვანელო, თბილისი, საქართველო, 2009;
20. საქართველოს კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ;
21. საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ;
22. საქართველოს კონსტიტუცია;
23. „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი“ სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის 2002 წლის მიმოხილვა.თბ., 2002;
24. „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი“ სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის 2002 წლის მიმოხილვა.თბ., 2003;
25. საქართველოს საფონდო ბაზრის მიმოხილვა. საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი+. თბ., 2008.
26. საქართველოს საფონდო ბაზრის მიმოხილვა. საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი+. თბ., 2011.
27. საქართველოს საფონდო ბაზრის წლიური მიმოხილვა. საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი+. თბ., 2012.
28. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2001 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
29. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2002 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
30. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2003 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
31. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2004 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
32. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2005 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
33. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2006 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
34. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2007 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
35. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2008 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
36. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2009 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
37. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2010 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
38. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2011 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
39. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2012 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო
40. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2013 წლის ანგარიში, თბილისი, საქართველო

41. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, „სახელმწიფო ვალის მართვა და საგარეო დაფინანსება“, <http://www.mof.ge/DebtFinance>;
42. Aslanishvili David – Обзор Мирового Рынка Государственных Ценных Бумаг и их структура., стр 219 – 220 , STATE UNIVERSITY OF MOLDOVA, FACULTY OF ECONOMIC SCIENCES, the 9th International Scientific Conference „Policies and mechanisms of innovation and development of economic, financial and social processes at national and international level”, October 31 – November 01, 2014, Chisinau, Moldova;
43. Alexander, M. Erin, and John J. Seater. (2012) "The nonlinear federal income tax," working paper, North Carolina State University.
44. AN EQUILIBRIUM VALUATION MODEL FOR SECURITIES AND ITS APPLICATION TO U.S. TREASURY BILLS AND GOVERNMENT BONDS by MANDRON, ALIX MARIE SABINE, Ph.D., HEC Montreal (Canada), 1981
45. Barro, Robert J. (1979) "On the determination of the public debt," Journal of Political Economy 87: 940-971.
46. Barro, Robert J. "The Ricardian Approach to Budget Deficits." Journal of Economic Perspectives 3 (Spring 1989): 37-54.
47. Butkiewicz, James L. "The Market Value of Outstanding Government Debt: Comment." Journal of Monetary Economics 11 (May 1983): 373-379.
48. Carter, Susan B., Scott Sigmund Gartner, Michael R. Haines, Alan L. Olmstead, Richard Sutch, and Gavin Wright. (2006) Historical statistics of the United States : earliest times to the present, New York: Cambridge University Press.
49. Corporate Finance: The Core, Global Edition, 3/E. Authors: J. Bark, P. De Marzo
50. Cox, W. Michael. "The Behavior of Treasury Securities: Monthly, 1942-1984." Journal of Monetary Economics 16 (September 1985): 227-240.
51. David Ricardo, "Essay on the Funding System" in The Works of David Ricardo. With a Notice of the Life and Writings of the Author, by J.R. McCulloch, London: John Murray, 1888
52. Dictionary of Finance and Investment Terms, fourth edition, 1995, page 167, Canada
53. Dictionary of Business Terms, second edition, 1994, page 259, Canada

54. Eisner, Robert. "Budget Deficits: Rhetoric and Reality." *Journal of Economic Perspectives* 3 (Spring 1989): 73-93.
55. Federal Reserve Bank of New York: Primary Dealer Policies.
56. Harberger, Arnold C. (1964) .The measurement of waste,. *American Economic Review* 54: 58.76.
57. Historical Tables, Budget of the US Government Office of Management and Budget
www.budget.gov;
58. International Monetary Fund and the World Bank, „Guidelines for Public Debt Management“
59. Jeff Madura - *Financial Institutions and Markets* ; Florida Atlantic University, 2006;
60. John Hull - *Options; Futures and Other Derivatives*; University of Toronto, 2009
61. LIFFE, Bund, *Futures and Options*, LIFFE LTD.1990. London, Great Britain
62. Lindert, Peter H. (2004) *Growing Public: Social Spending and Economic Growth Since the Eighteenth Century*, New York: Cambridge University Press.
63. Nation, State, and Economy CONTRIBUTIONS TO THE POLITICS AND HISTORY OF OUR TIME Ludwig von Mises Translated by Leland B. Yeager *1919, 1983*
64. Public institutions in higher education policies on the Crime Awareness and Campus Security Act of 1990 and the Federal Education and Right to Privacy Act (Buckley Amendment) by Maguire, John C., Ph.D., Illinois State University, 2002, 171 pages
65. Reinhart, Carmen M. Debt-to-GDP Ratios,
<http://www.carmenreinhart.com/data/browse-by-topic/topics/9/>
66. Ricciuti, Roberto. (2003) "Assessing Ricardian equivalence," *Journal of Economic Surveys* 17: 55-78.
67. Ross, 6th edition, *Fundamentals of Corporate Finance*, Chapter 7, page 201 – 237
68. Seater, John J. "Ricardian Equivalence." *Journal of Economic Literature* 31 (March 1993): 142-190
69. Stephen Valdez, *Global Financial Markets*, Macmillan, 2010
70. Tanner, Michael. (2011) "Bankrupt: entitlements and the federal budget," *Policy Analysis #673*, Washington, DC: Cato Institute.

71. The Financial crisis inquiry report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, February, 2011
72. The stock Market, sixth edition, R. J. Teweles, E.S. Bradley, T.M. Teweles, 1997, USA
73. U.S. Department of Commerce. National Economic Accounts,
<http://www.bea.gov/national/>
74. Van Horne and Wachowicz, Fundamentals of Financial Management (13th Edition)
75. What every Investor Should know (A handbook from the US SEC). 1995 Washington DC
76. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan Marcus - Essentials of Investments; Boston University, 2004
77. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика.
78. Воробьев П. В., Лялин В. А. Ценные бумаги и фондовая биржа. – М.: Филинъ, 1998. Колб Роберт В., Родригес Р. Дж., Финансовые институты и рынки, Учебник, Перевод 2-го американского издания, Дело и Сервис, М., 2003. ст. 687.
79. Мысляева И. Н. Государственные и муниципальные финансы. М., ИНФРА-М., 2007.
80. Миллер Роджер Лерой, Ван-Хуз Дэвид Д., Современные деньги и банковское дело: Перевод 3-го английского издания, Инфра-М., М., 2000. ст. 824.
81. Пантелеев П.А. Рынок ценных бумаг. – Инфра-М, 1996 г.
82. Стиглиц Дж. Ю. Экономика государственного сектора. М., ИНФРА-М., 1997.
83. Семенкова Е. В. Операции с ценными бумагами. – М.: Перспектива; ИНФРА-М, 1997.
84. სასარგებლო ბმულები:
85. www.nyse.com
86. www.nasdaq.com
87. www.bloomberg.com
88. http://www.gse.ge/default_geo.asp
89. <http://www.nbg.gov.ge/>
90. www.bundesbank.de/en

91. www.eurex-bonds.com/bonds-en
92. www.deutsche-finanzagentur.de/en
93. http://www.ny.frb.org/markets/pridealers_current.html
94. http://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/Material_Deutsche_Finanzagentur/PDF/Aktuelle_Informationen/bund_fact_sheet.pdf
95. http://www.investgroup.ge/padmin/ge/research_main_page/files/Global_Economic_Crisis_part_1.pdf;
96. http://www.investgroup.ge/padmin/ge/research_main_page/files/Global_Economic_Crisis_part_2.pdf;
97. http://www.investgroup.ge/padmin/ge/research_main_page/files/Global_Economic_Crisis_part3.pdf;
98. http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_en.htm
99. <http://www.economist.com/economist-asks/should-euro-zone-issue-eurobonds>;
100. www.economist.com, The economist, January 15th – 21st ,Euro Crisis, Time for plan B, page 9-10;
101. <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>

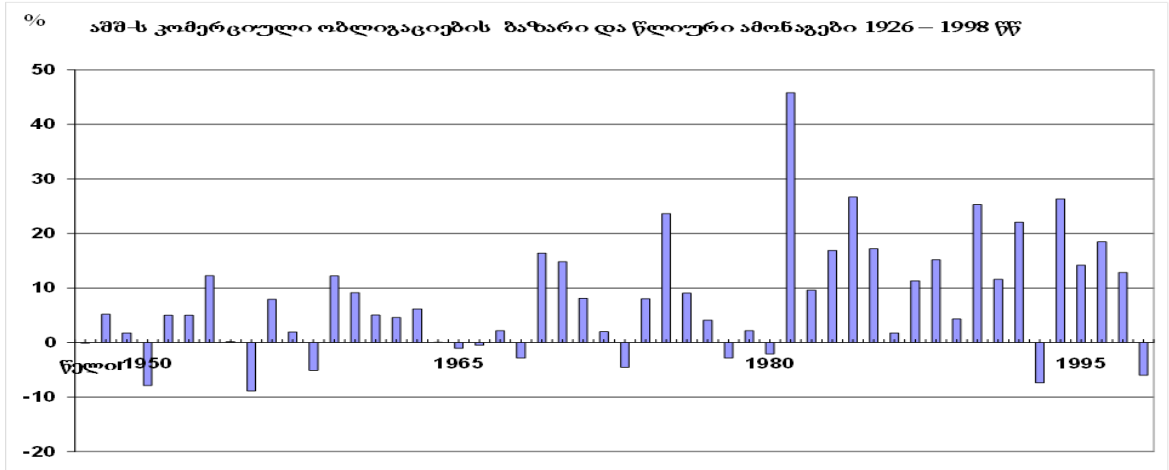
დანართები

დანართი 1

ქვეყანა	სახელმწიფო ვალი (მილიარდი აშშ დოლარი)	ვალის ოდენობა ქვეყნის მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებით	ქვეყნის სახელმწიფო ვალი მთლიან მსოფლიო ვალთან მიმართებით
მსოფლიო	56,308	64%	100.00%
ამერიკის შერთებული შტატები	17,607	73.60%	31.27%
იაპონია	9,872	214.30%	17.53%
ჩინეთი	3,894	31.70%	6.91%
გერმანია	2,592	81.70%	4.60%
იტალია	2,334	126.10%	4.14%
საფრანგეთი	2,105	89.90%	3.74%

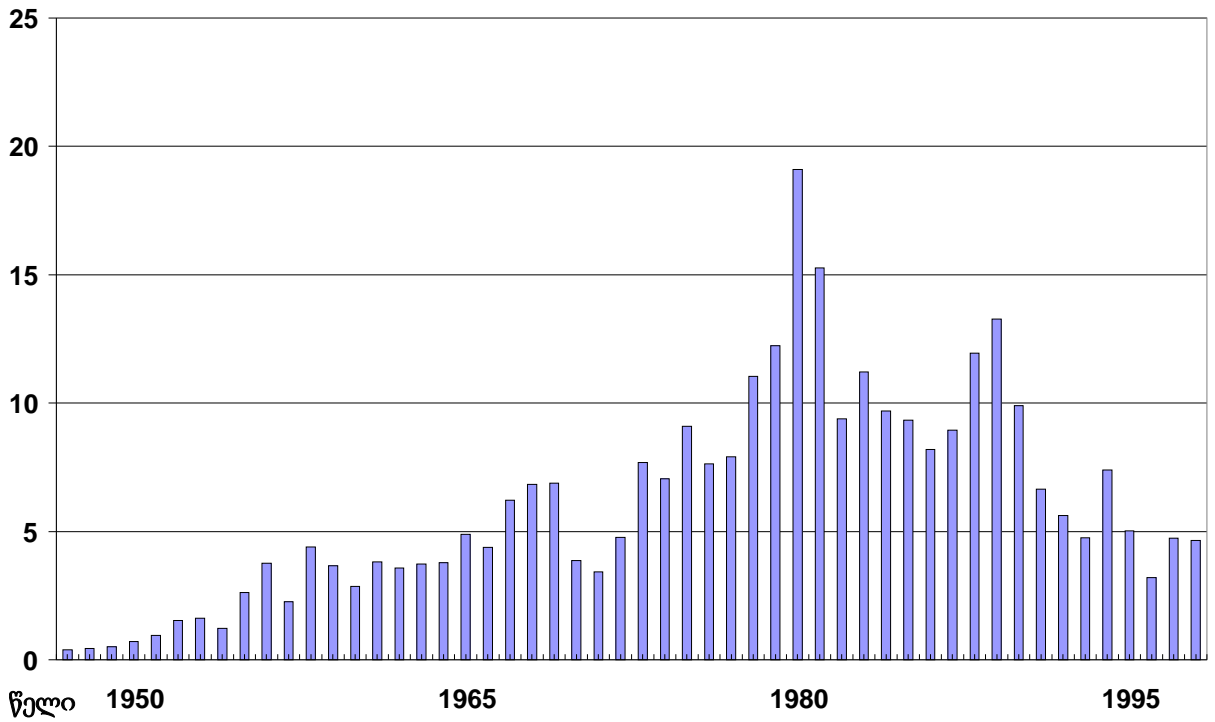
ქვეყანა	სახელმწიფო ვალი (მილიარდი აშშ დოლარი)	ვალის ოდენობა ქვეყნის მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებით	ქვეყნის სახელმწიფო ვალი მთლიან მსოფლიო ვალთან მიმართებით
დიდი ბრიტანეთი	2,064	88.70%	3.67%
ბრაზილია	1,324	54.90%	2.35%
ესპანეთი	1,228	85.30%	2.18%
კანადა	1,206	84.10%	2.14%

დანართი 2



დანართი 3

აშშ-ს სახაზინო ვალდებულებების ბაზარი (წლიური ამონაგები %) 1948 – 1999 წწ



დანართი 4

მფლობელი ქვეყანა	თანხა აშშ მლრდ.	შეფარდება მფლობელი სახელმწიფოს მშპ-თან
ჩინეთი	1,273.5	10%
იაპონია	1,201.4	24%
ბელგია	310.3	61%
კარიბის აუზის ქვეყნები	293.3	n/a
ნავთობმომპოვებელი ქვეყნები	246.4	n/a
ბრაზილია	246.0	11%
ტაივანი	179.1	37%
შვეიცარია	173.7	27%
დიდი ბრიტანეთი	162.9	7%
ჰონგ-კონგი	160.3	57%
ლუქსემბურგი	135.3	223%
რუსეთი	131.8	6%

ირლანდია	108.8	49%
ნორვეგია	88.2	17%
სინგაპური	85.9	30%
ინდოეთი	68.1	4%
მექსიკა	67.2	5%
გერმანია	63.9	2%
საფრანგეთი	57.5	2%
კორეა	55.6	5%
კანადა	55.3	3%
თურქეთი	48.9	6%
ტაილანდი	47.8	12%

დანართი 5

<u>ლიცენზიის მიღება წელი</u>	<u>პირველადი დილერი</u>	<u>ლიცენზიის ჩამორთმევა წელი</u>
1962	BARTOW LEEDS & CO. (ბარტოვ ლიდ ენდ კო)	6/14/1962
1965	C.F. CHILDS & CO., INC (სი ეფ ჩილდს ენდ კო)	6/29/1965
	MALON S. ANDRUS INC. (მალონ ეს ანდრუს ინკ)	11/24/1965

1969	D.W. RICH & CO., INC (დი დაბლ უ რიჩ ენდ კო)	12/31/1969
1970	BLYTH & CO., INC. (ბლიზ ენდ კო)	1/14/1970
1973	PAINE, WEBBER, JACKSON & CURTIS INC.(პეინე, ვებერ, ჯექსონ ენდ კურტის ინკ)	6/27/1973
	F.I. DUPONT & CO (ეფ ი დიუპონტ ენდ კო)	7/18/1973
1974	LEHMAN GOV'T SEC. INC. (ლიმან გოვტ სექ ინკ)	1/29/1974
1978	WHITE, WELD & CO INC. (ვაიტ, ველდ ენდ კო)	4/18/1978
	WEEDEN & CO., INC. (ვიდენ ენდ კო)	5/15/1978
1979	BLYTH EASTMAN DILLON CAPITAL MARKETS (ბლიზ ისტმან დილონ კეპიტალ მარკეტს)	12/31/1979
1980	FIRST PENNCO SEC. INC. (ფიორსტ პენკო სექ ინკ)	8/27/1980
	NUVEEN GOV'T SEC. INC. (ნუვენ გოვტ სექ ინკ)	8/27/1980
	SECOND DISTRICT SECURITIES CO., INC (სეკონდ დისტრიქტ სექიურიტიზ)	8/27/1980
1983	SECURITIES GROUPS (სექიურიტიზ გრუპს)	6/5/1983
	SOUTHERN CALIF S&L ASSOC (საუზერნ კალიფ ეს ენდ ელ)	8/5/1983
1984	N.Y.HANSEATIC CORP. (ენ უ ჰანსიატიკ კორპ)	7/26/1984
	BECKER (ბეკერ)	9/10/1984
1985	FIRST N/B OF BOSTON (ფიორსტ ენ/ბი ბოსტონ)	11/17/1985
1986	NORTHERN TRUST (ნაზერნ ტრასტ)	5/29/1986
	FIRST INTERSTATE (ფიორსტ ინტერსტეიტ)	10/31/1986
1987	WM. E. POLLOCK GOV'T SECURITIES, INC (დაბლმ ი პოლოკ გოვტ სექიურიტიზ)	2/3/1987
	REFCO PARTNERS (რეფკო პარტნერზ)	5/7/1987
	L.F.ROTHSCHILD, UNTERBERG, TOWBIN (ელ ეფ როტშილდ, ანტერბერგ, ტოუბინ)	5/15/1987
	CHASE MANHATTAN GOV'T SECURITIES (ჩეიზ მანხეტენ გოვტ სექიურიტიზ)	6/30/1987
	HUTTON (ჰატონ)	12/31/1987
	LEHMAN (ლიმან)	12/31/1987
1988	FIRST INTERSTATE CAPITAL MARKETS, INC (ფიორსტ ინტერსტეიტ კეპიტალ მარკეტს)	6/17/1988
	BROPHY, GESTAL, KNIGHT AND CO., L.P. (ბროფი, გესტალ, კნაით ენდ კო)	6/19/1988
	MANUFACTURERS HANOVER (მანუფაქჩურს ჰანოვერ)	7/29/1988

	HARRIS TRUST (ჰარრიზ ტრასტ)	8/31/1988
	CONTINENTAL ILL. (კონტინენტალ ილ)	12/14/1988
	CHASE MANHATTAN CAPITAL MARKETS CORP (ჩეიზ მანჰეტან ქეპიტალ მარკეტს კორპ)	12/19/1988
1989	COUNTY NATWEST GOV. SEC., INC. (კაუნტი ნატვესტ გოვ სექ)	1/13/1989
	L.F.ROTHSCHILD & CO., INC. (ელ ეფ როტშილდ ენდ კო)	1/17/1989
	CHEMICAL (ქემიკალ)	3/31/1989
	CITIBANK (სიტობანკ)	4/13/1989
	LLOYDS GOV'T SECURITIES, INC. (ლოიდს გოვთ სექურტიზ)	4/28/1989
	BANKERS TRUST (ბანკერზ ტრასტ)	7/7/1989
	THOMSON MCKINNON SECURITIES INC. (ტომპსონ მაკკინონ სექურტიზ)	7/7/1989
	IRVING SECURITIES, INC. (ირვინგ სექურტიზ)	7/31/1989
	KLEINWORT BENSON GOV'T SEC., INC. (კლეინვორტ ბენსონ გოვთ ინკ)	12/27/1989
1990	FIRST CHICAGO (ფიორსტ ჩიკაგო)	1/1/1990
	BARCLAYS DE ZOETE WEDD GSI (ბარკლაიზ დე ზოეტე ვედ გისიი)	3/1/1990
	DREXEL BURNHAM LAMBERT (დრექსელ ბურნჰამ ლამბერტ)	3/28/1990
	WESTPAC POLLOCK GOV'T SECURITIES INC (ვესტპაკ პოლოკ გოვთ სექურტიზ)	6/27/1990
	MIDLAND-MONTAGU GOV. SEC.,INC. (მიდლანდ მონტაგუ გოვთ სექ)	7/26/1990
	SHEARSON LEHMAN (შირზონ ლიმან)	7/31/1990
	BNY SECURITIES, INC. (ბიენეი სექურტიზ)	8/9/1990
	WERTHEIM SCHRODER & CO., INC. (ვერთჰეიმ შროდერ ენდ კო)	11/8/1990
1991	SECURITY PACIFIC NATIONAL BANK (სექურტი პასიფიკ ნეშონალ ბენკ)	1/17/1991
	PRUDENTIAL-BACHE (პრუდენშიალ ბახ)	2/24/1991
	CONTINENTAL BANK, NATIONAL ASSOC. (კონტინენტალ ბენკ, ნეშონალ ასოციემენ)	8/30/1991
	CHEMICAL SECURITIES, INC. (ქემიკალ სექურტიზ)	12/31/1991
	MANUFACTURERS HANOVER SECURITIES COR (მანუფაქტურზ ჰანოვერ სექურტიზ)	12/31/1991
1992	HARRIS GOVERNMENT SECURITIES (ჰარრიზ გავერმენტ სექურტიზ)	12/30/1992

1993	CRT GOVERNMENT SECURITIES, INC. (სიარტი გავერმენტ სექტორი)	7/5/1993
	CITICORP SECURITIES MARKETS, INC. (სიტიკორპ სექტორი მარკეტს)	7/14/1993
	SMITH BARNEY, HARRIS UPHAM & CO., INC (სმიტ ბარნეი, ჰარის აპჰამ ენდ კო)	8/1/1993
	DISCOUNT CORPORATION OF NEW YORK (დისკაუნტ კორპორეიშენ ოფ ნიუ იორკ)	8/10/1993
	HARRIS-NESBITT THOMSON SEC., INC. (ჰარიზ ნესბიტ ტომსონ სექ)	9/7/1993
	DEUTSCHE BANK GSI (დოიჩე ბენკ გისიი)	9/30/1993
	NATIONSBANK OF NORTH CAROLINA, N.A. (ნეშინსბენკ ოფ ნორთ კაროლინა)	9/30/1993
	THE FIRST BOSTON CORPORATION (ფიორსტ ბოსტონ კორპორეიშენ)	10/11/1993
	SANWA-BGK SECURITIES CO., L.P. (სანვა ბგკ სექტორი კო)	12/31/1993
1994	BANK OF AMERICA NT & SA (ბენკ ოფ ამერიკა ენთი ენდ ესეი)	4/15/1994
	CARROLL MCENTEE & MCGINLEY INC. (ქეროლ მაკენტი ენდ მაკგინლი ინკ)	5/6/1994
	SMITH BARNEY SHEARSON INC. (სმიტ ბარნეი შირსონ ინკ)	5/31/1994
	KIDDER, PEABODY & CO., INCORPORATED (კიდერ, პიბოდი ენდ კო)	12/30/1994
1995	SBC GOVERNMENT SECURITIES, INC. (ესბისი გავერმენტ სექტორი)	1/2/1995
	HARRIS NESBITT THOMSON SEC. INC. (ჰარიზ ნესბიტ ტომსონ სექ)	5/31/1995
	S.G. WARBURG & CO., INC. (ეს ჯი ვარბურგ ენდ კო)	7/26/1995
	LEHMAN GOVERNMENT SECURITIES INC (ლიმან ბრაზერს სექტორი)	8/30/1995
	DEUTSCHE BANK SECURITIES CORPORATION (დოიჩე ბენკ სექტორი კორპორეიშენ)	10/31/1995
1996	UBS SECURITIES INC. (იუბისი სექტორი)	2/29/1996
	CHASE SECURITIES, INC (ჩეისი სექტორი)	3/31/1996
	CHEMICAL SECURITIES INC (ქემიკალ სექტორი)	3/31/1996
	SBC CAPITAL MARKETS INC. (ესბისი ქეპიტალ მარკეტს)	6/2/1996
	BARCLAYS DE ZOETE WEDD SECURITIES INC (ბარკლაიზ დე	6/30/1996

	ზოიჭ ვედ სექურიტიზ)	
	CS FIRST BOSTON CORPORATION (სიეს ფიორსტ ბოსტონ კორპორეიშენ)	12/15/1996
1997	DILLON, READ & CO., INC. (დილონ, რიდ ენდ კო)	9/2/1997
	SBC WARBURG INC. (ესბისი ვარბურგ)	9/2/1997
	BA SECURITIES, INC. (ბიეი სექურიტიზ)	9/30/1997
	NATIONSBANC CAPITAL MARKETS, INC. (ნაშოონსბენქ ქეპიტალ მარკეტს)	9/30/1997
	BT SECURITIES CORPORATION (ბითი სექურიტიზ კორპორეიშენ)	10/22/1997
	CIBC WOOD GUNDY SECURITIES CO (სიაიბისი ვოდ განდი სექურიტიზ)	12/3/1997
	YAMAICHI INT'L (AMERICA), INC. (იამაჩი ინტლ(ამერიკა))	12/4/1997
1998	BZW SECURITIES INC. (ბი ზი დაბლ უ სექურიტიზ)	3/31/1998
	DEAN WITTER REYNOLDS INC. (დინ ვიტერ რეინოლდს ინკ)	4/30/1998
	DEUTSCHE MORGAN GRENFELL/C.J. (დოიჩე მორგან გრინფელ)	5/29/1998
	EASTBRIDGE CAPITAL INC. (ესტბრიჯ ქეპიტალ)	5/29/1998
	SBC WARBURG DILLON READ INC. (ესბიეს ვარბურგ დილონ რიდ)	6/28/1998
	UBS SECURITIES LLC (იუბისი სექურიტიზ)	6/28/1998
	SANWA SECURITIES (USA) CO., (სანვა სექურიტიზ)	7/20/1998
	BANCAMERICA ROBERTSON STEPHEN (ბანკამერიკა რობერტსონ სტეფენ)	8/31/1998
	SALOMON BROTHERS INC. (სალომონ ბრაზერს)	8/31/1998
	SMITH BARNEY INC. (სმიტ ბარნი)	8/31/1998
	BANCAMERICA SECURITIES, INC. (ბანკამერიკა სექურიტიზ)	9/30/1998
	NATIONSBANC MONTGOMERY SECUR, ((ნეიშენსბენქ მონტგომერი სექურიტი)	9/30/1998
	CITICORP SECURITIES, INC. (სიტკორპ სექურიტიზ)	11/30/1998
1999	THE NIKKO SECURITIES CO. INT' (ზი ნიკო სექურიტიზ)	1/3/1999
	FIRST CHICAGO CAPITAL MARKETS (ფიორსტ ჩიკაგო ქეპიტალ მარკეტს)	3/31/1999
	CIBC OPPENHEIMER CORP. (სიაიბისი ოპენჰეიმერ კორპორეიშენ)	5/2/1999
	NATIONSBANC MONTGOMERY SECUR, (ნეიშენსბენქ მონტგომერი სექურიტი)	5/16/1999

	HSBC SECURITIES, INC. (ეიჩესბისი სექურიტიზი)	5/31/1999
	BT ALEX. BROWN INCORPORATED (ბითი ალექს ბრაუნ ინკორპორეიშენ)	6/4/1999
2000	NESBITT BURNS SECURITIES INC. (ნესბიტ ბარნს სექურიტიზი)	2/14/2000
	AUBREY G. LANSTON & CO., INC. (ობრი ჯი ლანსტონ)	4/17/2000
	WARBURG DILLON READ LLC. (ვარბურგ დილან რიდ)	4/28/2000
	PARIBAS CORPORATION (პარიბას კორპორეიშონ)	9/14/2000
	PRUDENTIAL SECURITIES INCORPO (პრუდენშიალ სექურიტიზი ინკორპო)	12/1/2000
	PAINE WEBBER INCORPORATED (პეინე ვებბერ ინკორპორეიშენ)	12/4/2000
	DLJ SECURITIES CORPORATION (დეილჯი კორპორეიშენ)	12/31/2000
2001	DEUTSCHE BANK SECURITIES INC. (დოიჩე ბენქ სექურიტიზი)	1/11/2001
	DRESDNER KLEINWORT BENSON NOR (დრეზდნერ კლეინვორტ ბენსონ)	4/29/2001
	CHASE SECURITIES, INC (ჩეიზ სექურიტიზი)	4/30/2001
	J.P.MORGAN SECURITIES, INC. (ჯიპი მორგან სექურიტიზი)	4/30/2001
	SG COWEN SECURITIES CORP. (ესჯი კოვენ სექურიტიზი)	10/31/2001
2002	DEUTSCHE BANK ALEX. BROWN INC. (დოიჩე ბენქ ალექს ბრაუნ)	3/29/2002
	BMO NESBITT BURNS CORP. (ბემო ნესბიტ ბარნს კორპ)	3/31/2002
	FUJI SECURITIES INC. (ფუჯი სექურიტიზი ინკ)	3/31/2002
	ZIONS FIRST NATIONAL BANK (ზიონს ფიორსტ ნეიშენელ ბენქ)	3/31/2002
	ABN AMRO INCORPORATED (აბიენ ამრო ინკორპორეიშენ)	12/8/2002
2003	CREDIT SUISSE FIRST BOSTON CO (კრედიტ სვიშ ფიორსტ ბოსტონ)	1/16/2003
	SALOMON SMITH BARNEY INC. (სალომონ სმიტ ბარნეი)	4/6/2003
	UBS WARBURG LLC. (იუ ბი სი ვარბურგ)	6/8/2003
2004	BANC ONE CAPITAL MARKETS, INC (ბენქ ონე ქეპიტალ მარკეტს)	8/1/2004
2006	CREDIT SUISSE 1ST BOSTON LLC (კრედიტ სვიშ ფიორსტბოსტონ)	1/16/2006
	ABN AMRO BANK, N.V., NY BR (აბიენ ამრო ბანქ ნიუ იორქ)	9/15/2006
	DRESDNER KLEINWORT WASSERSTEIN SECURITIES LLC (დრეზდნერ კლეინვორტ ვასერშტეინ სექურიტიზი)	9/18/2006
2007	CIBC WORLD MARKETS CORP. (სიაიბისი ვორლდ მარკეტს კორპ)	2/8/2007

	NOMURA SECURITIES INTERNATIONAL, INC (ნომურა სექიურიტიზ ინტერნეიშენელ)	11/30/2007
2008	COUNTRYWIDE SECURITIES CORPORATION (კანტრივაიდ სექიურიტიზ კორპორეიშენ)	7/15/2008
	LEHMAN BROTHERS INC. (ლიმან ბრაზერს)	9/22/2008
	BEAR, STEARNS & CO., INC. (ბიარ შტერნ ენდ კო)	10/1/2008
2009	MERRILL LYNCH GOVERNMENT SEC. INC. (მერილ ლინჩ გავერმენტ სექ)	2/11/2009
	GREENWICH CAPITAL MARKETS, INC. (გრინვიჩ ქეპიტალ მარკეტს)	4/1/2009
	DRESDNER KLEINWORT SECURITIES LLC (დრეზდნერ კლეინვორტ სექიურიტიზ)	6/26/2009
2010	DAIWA SECURITIES AMERICA INC. (დაივა სექიურიტიზ ამერიკა)	4/1/2010
	J.P. MORGAN SECURITIES INC. (ჯი პი მორგან სექიურიტიზ)	9/1/2010
	BANC OF AMERICA SECURITIES LLC (ბენკ ოფ ამერიკა სექიურიტიზ)	11/1/2010
	RBC CAPITAL MARKETS CORPORATION (ერბისი ქეპიტალ მარკეტს კორპორეიშენ)	11/1/2010
2011	MORGAN STANLEY & CO. INCORPORATED (მორგან სტენლი ენდ კო)	5/31/2011
	MF GLOBAL INC. (ემეფ გლობალ)	10/31/2011
2013	JEFFERIES & COMPANY, INC. (ჯეფერის ენდ კომპანი)	3/1/2013

დანართი 6

TARP (Troubled Asset Relief Program) პრობლემური აქტივების დახმარების პროგრამა (მლრდ აშშ დოლარი)

დასახელება	მოცულობა	დაბანდება
AIG – ის (სადაზღვევო კომპანია) დახმარება	70	69.8
აქტივების გარანტიის პროგრამა	12.5	5
საავტომობილო ნაწილების მიმწოდებელი პროგრამა	5	3.5
საავტომობილო ინდუსტრიის მხარდაჭერის პროგრამა	80.1	80
ბანკების კაპიტალიზაციის პროგრამა	218	204.7
TALF (Term Asset- Backed Securities Loan Facility) ფასიანი		
ქალაქებით უზრუნველყოფილი სესხის პროგრამა	70	20

იპოთეკარი მსესხებლების პროგრამა	50	27.3
PPP ანუ ე.წ. “სანაგვე ფონდების” პროგრამა	100	23.3
მიზნობრივი ინვესტიციები – CITI და BofA (სიტი ბანკი და ბენკ ოფ ამერიკა)	40	40
დაბრუნებულია	73	73
ნარჩენი (ანუ დაუბრუნებელი თანხა)	127.4	-
სულ	700	400.6

დანართი 7

	მოცულობა დაბანდება	
საინვესტიციო ბანკი – Bear Stearns დახმარება	29	26.3
კომერციული ფასიანი ქაღალდების გამოსყიდვა	1800	14.3
დოლარის სვოპ კონტრაქტები	29.1	
Government-Sponsored Enterprises (GSEs) სამთავრობო		
სპონსორობით შექმნილი კომპანიების გამოსყიდვა	200	149.7
Government-Sponsored Enterprises (GSEs) ბალანსზე		
რიცხული ვალდებულებების გამოსყიდვა	1250	775.6
TALF (Term Asset- Backed Securities Loan Facility) ფასიანი		
ქაღალდებით უზრუნველყოფილი პროგრამის		
ფარგლებში თანხის გაცემა	1000	43.8
TAF – დაბ იპლ რეიტინგული იპოთეკური ქარაღდების		
გარანტიით თანხის გაცემა	500	109.5
აშშ სახაზინო ვალდებულებათა გამოსყიდვა	300	295.3
სულ	5079	1443.6

- ამ სიაში არ აისახა სხვა შექმნილი პროგრამები, რაზეც მოთხოვნა არ დაფიქსირდა - ჯამური თანხით 1,167 ტრილიონი აშშ დოლარზე.

დანართი 8

	მოხულობა	დაბანდება
2008 წლის სტიმულირების პროგრამა	168	168
უმუშევრობაზე დანამატის ზრდა	8	8
სტუდენტებზე სესხების გარანტიები	195	32.6
„ბარაქ ობამას გეგმა“	787.2	358.2
მაღალტექნოლოგიური მანქანების შექმნის პროგრამა	25	8
ახალი ავტომანქანების შექმნის სტიმულირების პროგრამა	3	3
სულ	1186.2	577.8

დანართი 9

(მლრდ აშშ დოლარი):

	მოცულობა	დაბანდება
NCUA ფონდი მხარდაჭერა	57	57
TLGP – ფინანსური ინსტიტუტების და უპროცენტო დეპოზიტების დაზღვევა სრულ თანხაზე და გარანტიის გაცემა ახალ ვალდებულებებზე	1500	308.4
სულ	1557	365.4

ამ სიაში არ აისახა სხვა შექმნილი პროგრამები, რაზეც მოთხოვნა არ დაფიქსირდა -
ჯამური თანხით 130 მლრდ აშშ დოლარზე.

დანართი 10

(მლრდ აშშ დოლარი)

	მოცულობა	დაბანდება
Fannie May და Freddie Mac (იპოთეკური სესხების		
ფედერალური სააგენტოები)	400	110.6
FHA – ფედერალური საცხოვრებელი სააგენტოს		
მხარდაჭერა	320	20
სულ	720	130.6

დანართი 11

სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების 2012 წლის მეოთხე კვარტლის საემისიო კალენდარი

აუქციონის თარიღი	ანგარიშსწორების თარიღი	ემისიის მოცულობა(ლარი)	ვადიანობა (დღეები)	ვადიანობა (წლები)	დაფარვის თარიღი
24/10/12	25/10/12	10,000,000	1826	5	25/10/17
31/10/12	01/11/12	5,000,000	3561	10	02/08/22
07/11/12	08/11/12	5,000,000	364	1	07/11/13
14/11/12	15/11/12	5,000,000	702	2	18/10/14
21/11/12	22/11/12	10,000,000	1798	5	25/10/17
28/11/12	29/11/12	5,000,000	3533	10	02/08/22
05/12/12	06/12/12	5,000,000	336	1	07/11/13
12/12/12	13/12/12	5,000,000	674	2	18/10/14
19/12/12	20/12/12	10,000,000	1770	5	25/10/17
26/12/12	27/12/12	5,000,000	3505	10	02/08/22

დანართი 12

გამოცხადებული აუქციონები

საქართველოს ეროვნული ბანკის

შეტყობინება N39

საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს

სახაზინო ობლიგაციის აუქციონის ჩატარების შესახებ 14 დეკემბერი 2012 წელი

2012 წლის 19 დეკემბერს შედგება სახაზინო ობლიგაციების აუქციონი. აუქციონზე გამოტანილი იქნება 10 000 000 (ათი მილიონი) ლარის ნომინალური ღირებულების 10 000 სახაზინო ობლიგაცია (დამატებითი ემისია).

ემისიის რეგისტრაციის ნომერია GETC17A25316. სახაზინო ობლიგაციების ვადიანობა შეადგენს 1770 დღეს, დაფარვა განხორციელდება 2017 წლის 25 ოქტომბერს. სახაზინო ობლიგაციის კუპონის განაკვეთი არის 8 პროცენტი. ობლიგაციის კუპონის გადახდა განხორციელდება შემდეგ თარიღებში:

2013 წლის 25 აპრილი; 2013 წლის 25 ოქტომბერი; 2014 წლის 25 აპრილი; 2014 წლის 25 ოქტომბერი;

2015 წლის 25 აპრილი; 2015 წლის 25 ოქტომბერი; 2016 წლის 25 აპრილი; 2016 წლის 25 ოქტომბერი;

2017 წლის 25 აპრილი; 2017 წლის 25 ოქტომბერი;

კომერციულმა ბანკებმა ელექტრონული განაცხადი უნდა წარუდგინონ საქართველოს ეროვნულ ბანკს 2012 წლის 19 დეკემბერს 11:30 საათიდან 12:00 საათამდე, ბლუმბერგის სისტემის მეშვეობით.

სახაზინო ობლიგაციების ანგარიშსწორება განხორციელდება 2012 წლის 20 დეკემბერს. აუქციონში

მონაწილე პირებს შეუძლიათ გააკეთონ კონკურენტული და არა-კონკურენტული განაცხადები. კონკურენტული განაცხადის მინიმალური ოდენობა განისაზღვრება 50 000 (ორმოცდაათი ათასი) ლარით. არაკონკურენტული განაცხადის მაქსიმალური ოდენობაა 20 000 (ოცი ათასი) ლარი. აუქციონის შედეგები გამოქვეყნდება ეროვნული ბანკისა და ფინანსთა სამინისტროს ვებ გვერდებზე არაუგვიანეს 18:00 საათისა.

აუქციონში მონაწილეობის მსურველები გაცნობილი უნდა იყვნენ „საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახაზინო ვალდებულების და სახაზინო ობლიგაციების გამოშვების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ „დებულებას და აღიარებდნენ მის სავალდებულო შესრულებას.

საბაზრო ოპერაციების ჯგუფი

დანართი 13

ობლიგაცია საქართველოს ეროვნული ბანკისთვის რეესტრი №

სარეგისტრაციო ი.ო. ნომერი	განახლების თარიღი	ფასიანი ქაღალდების მფლობელი	ბანკის კოდი	ობლიგაცია სებ-ისთვის ნომინალური ღირებულება	კუპონის წლიური %	დაფარვის თარიღი
1	2	3	4	6	7	8

დანართი 14

ობლიგაციების რეესტრი №

ნომერი	დასახელობა ბანკის კოდი	პირადი ანგარიში	ობლიგაციების რაოდენობა	ნომინალური ღირებულება	კუპონის წლიური %	დაფარვის რიცხვი,	გასხვისებული (დაგირავებული) ობლიგაციები	გასხვისებული (დაგირავებული) ობლიგაციების ახალი მფლობელის

				გარიგების დღეს	(დაგირავების)	გარიგების დღეს	(დაგირავების)			რიცხვი, თვე, წელი	რაოდენობა	თანხა ნომინალში	საანგარიშსწორებო ფასი	ბანკის კოდი	პირადი ანგარიში	რაოდენობა	ლიტრებულება
1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17

დანართი 15

საქართველოს ეროვნულ ბანკს

განცხადება – გარიგება

(რიცხვი, თვე წელი)

ობლიგაციების გასხვისება/დაგირავების თაობაზე

ობლიგაციების გამსხვისებელი/დამგირავებელი ----

ბანკის კოდი, პირადი ანგარიშის ნომერი ----

ხელმოწერა ბ. ა.

ახალი მფლობელი ----

ბანკის კოდი პირადი ანგარიშის ნომერი ----

ხელმოწერა ბ. ა.

ობლიგაციის ნომერი	გარიგების სახე (გასხვისება, დაგირავება)	რაოდენობა	გარიგების საანგარიშსწორებო ფასი	ობლიგაციების ნომინალური ღირებულება	ობლიგაციების დაფარვის თარიღი
1	2	3	4	5	6

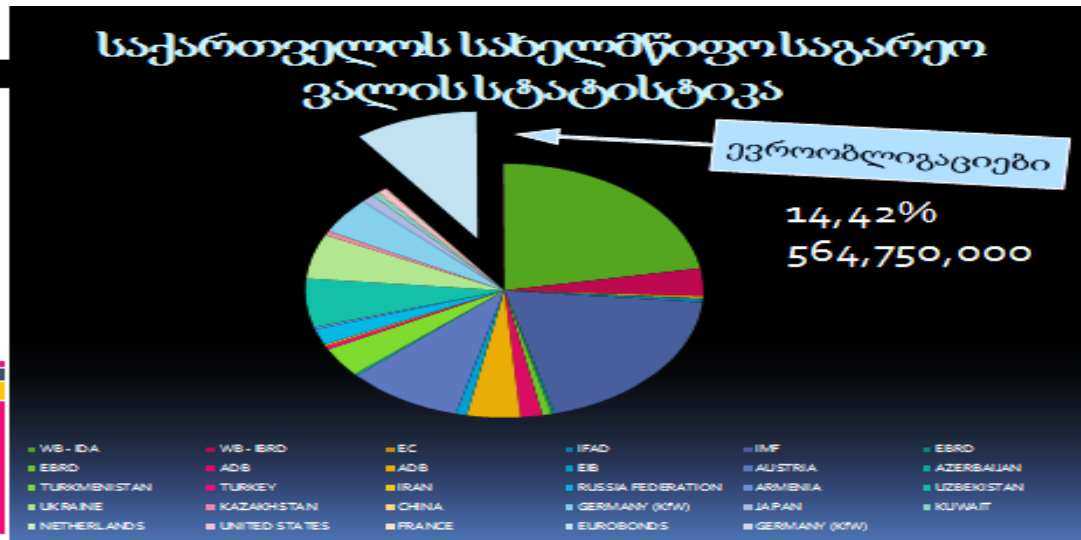
გარიგება დადასტურებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ. ხელმოწერა:

დანართი 16

სადეპოზიტო სერტიფიკატების 2014 წლის მე-4 კვარტლის და 2015 წლის სამისიო კალენდარი

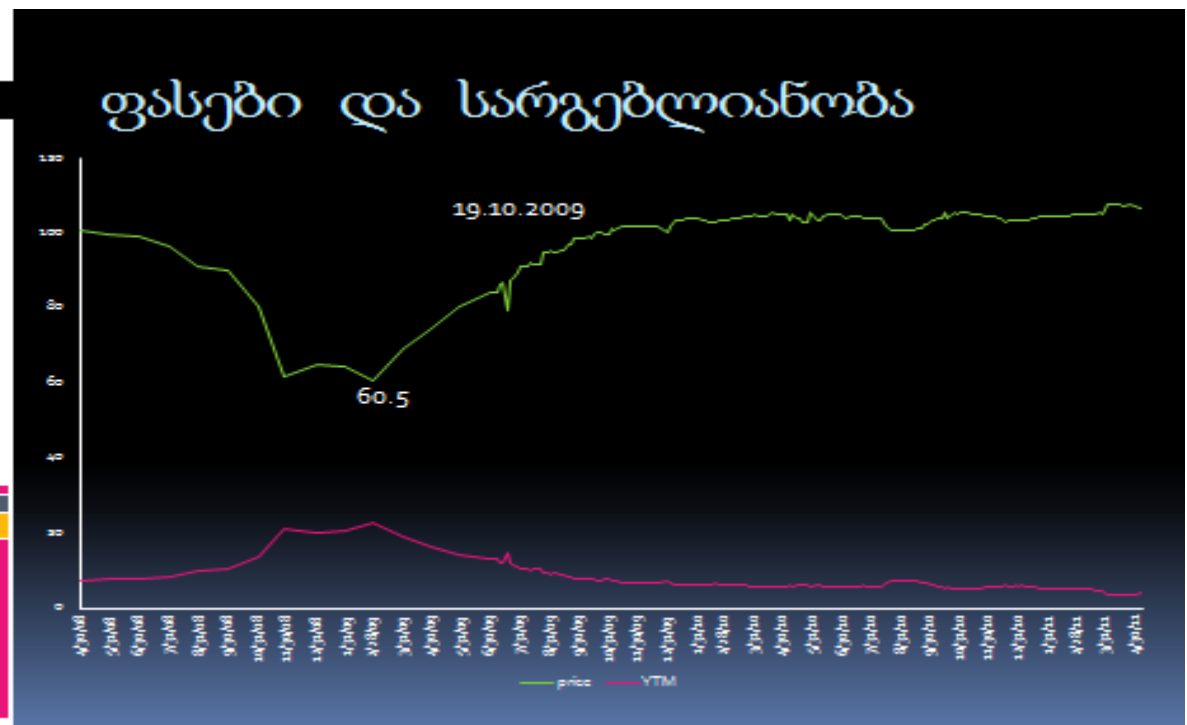
აუქციონის თარიღი	ანგარიშსწორების თარიღი	არსებული კალენდარის მიხედვით ემისიის მოცულობა (ლარი)	ვადიანობა (დღეები)	დაფარვის თარიღი
01/10/14	02/10/14	20,000,000	182	02/04/15
08/10/14	09/10/14	35,000,000	91	08/01/15
15/10/14	16/10/14	20,000,000	182	16/04/15
22/10/14	23/10/14	35,000,000	91	22/01/15
29/10/14	30/10/14	20,000,000	182	30/04/15
05/11/14	06/11/14	35,000,000	91	05/02/15
12/11/14	13/11/14	20,000,000	182	14/05/15
19/11/14	20/11/14	35,000,000	91	19/02/15
26/11/14	27/11/14	20,000,000	182	28/05/15
03/12/14	04/12/14	35,000,000	91	05/03/15
10/12/14	11/12/14	20,000,000	182	11/06/15
17/12/14	18/12/14	35,000,000	91	19/03/15
24/12/14	25/12/14	20,000,000	182	25/06/15
30/12/14	31/12/14	35,000,000	92	02/04/15
06/01/15	08/01/15	20,000,000	182	09/07/15
14/01/15	15/01/15	35,000,000	91	16/04/15
21/01/15	22/01/15	20,000,000	182	23/07/15
28/01/15	29/01/15	35,000,000	91	30/04/15
04/02/15	05/02/15	20,000,000	182	06/08/15
11/02/15	12/02/15	35,000,000	91	14/05/15
18/02/15	19/02/15	20,000,000	182	20/08/15
25/02/15	26/02/15	35,000,000	91	28/05/15
04/03/15	05/03/15	20,000,000	182	03/09/15
11/03/15	12/03/15	35,000,000	91	11/06/15
18/03/15	19/03/15	20,000,000	182	17/09/15
25/03/15	26/03/15	35,000,000	91	25/06/15
01/04/15	02/04/15	20,000,000	182	01/10/15
07/04/15	08/04/15	35,000,000	92	09/07/15
15/04/15	16/04/15	20,000,000	182	15/10/15
22/04/15	23/04/15	35,000,000	91	23/07/15
29/04/15	30/04/15	20,000,000	182	29/10/15

06/05/15	07/05/15	35,000,000	91	06/08/15
13/05/15	14/05/15	20,000,000	182	12/11/15
20/05/15	21/05/15	35,000,000	91	20/08/15
27/05/15	28/05/15	20,000,000	182	26/11/15
03/06/15	04/06/15	35,000,000	91	03/09/15
10/06/15	11/06/15	20,000,000	182	10/12/15
17/06/15	18/06/15	35,000,000	91	17/09/15
24/06/15	25/06/15	20,000,000	182	24/12/15
01/07/15	02/07/15	35,000,000	91	01/10/15
08/07/15	09/07/15	20,000,000	183	08/01/16
15/07/15	16/07/15	35,000,000	91	15/10/15
22/07/15	23/07/15	20,000,000	182	21/01/16
29/07/15	30/07/15	35,000,000	91	29/10/15
05/08/15	06/08/15	20,000,000	182	04/02/16
12/08/15	13/08/15	35,000,000	91	12/11/15
19/08/15	20/08/15	20,000,000	182	18/02/16
26/08/15	27/08/15	35,000,000	91	26/11/15
02/09/15	03/09/15	20,000,000	183	04/03/16
09/09/15	10/09/15	35,000,000	91	10/12/15
16/09/15	17/09/15	20,000,000	182	17/03/16
23/09/15	24/09/15	35,000,000	91	24/12/15
30/09/15	01/10/15	20,000,000	182	31/03/16
07/10/15	08/10/15	35,000,000	92	08/01/16
13/10/15	15/10/15	20,000,000	182	14/04/16
21/10/15	22/10/15	35,000,000	91	21/01/16
28/10/15	29/10/15	20,000,000	182	28/04/16
04/11/15	05/11/15	35,000,000	91	04/02/16
11/11/15	12/11/15	20,000,000	183	13/05/16
18/11/15	19/11/15	35,000,000	91	18/02/16
25/11/15	26/11/15	20,000,000	183	27/05/16
02/12/15	03/12/15	35,000,000	92	04/03/16
09/12/15	10/12/15	20,000,000	182	09/06/16
16/12/15	17/12/15	35,000,000	91	17/03/16
23/12/15	24/12/15	20,000,000	182	23/06/16
30/12/15	31/12/15	35,000,000	91	31/03/16



დანართი 18

საქართველოს სახელმწიფო ევრობლიგაციების ემისია



დანართი 19

საქართველოს სახელმწიფო ევრობლიგაციების მეორე ემისია

მეორე ემისია

Issuer:	Georgia
Ratings:	Ba3 (stable) / B+ (positive) / B+ (positive)
Issue format:	144A / Reg S
Issue size:	US\$500mm
Pricing date:	April 7, 2011
Settlement date:	April 12, 2011 (T+3)
Maturity date:	April 12, 2021
Coupon:	6.875%
Price:	98.233%
Yield:	7.125%
Benchmark:	UST 3.625% due 2021
Spread to benchmark:	356.5bps
Spread to mid swaps:	346.4bps
Joint lead manager and bookrunner:	Goldman Sachs and J.P Morgan
Governing law:	English
Listing:	London Stock Exchange

გილოცავთ დამდეგ შობა-ახალ წელს!!!

2002 წ. №1 - №58 აუქციონების მონაცემები	
ჯამური ემისია	254,300,000
ჯამური მოთხოვნა	353,909,300
ჯამური განთავსება	244,723,100

2002 წლის გადაფარვის კოეფიციენტები (2002 წლის იანვარ-დეკემბერი)	
გადაფარვის საშუალო კოეფ.	1.5456
დაფიქსირებული მაქს. კოეფ.	4.0836
დაფიქსირებული მინ. კოეფ.	0.2995

საპროცენტო მაჩვენებლები (2002 წლის იანვარ-დეკემბერი)	
საშუალო სპარ. განაკვეთი	44.11
დაფიქსირებული მაქს. განაკვეთი	300.53
დაფიქსირებული მინ. განაკვეთი	10.00

აუქციონების მაჩვენებლები (2002 წლის იანვარ-დეკემბერი)	
საშუალო ემისია/აუქციონზე	4,384,483
მაქსიმალური ემისია	10,000,000
მინიმალური ემისია	1,000,000

საქართველოს სახაზინო ვალდებულებების დაფარვის გრაფიკი			
ბაზოვანი	მაჟორანობა	დაფარვა	ბანოვანი
02-Oct-02	98	08-Jan-03	5,000,000.00
16-Oct-02	91	15-Jan-03	4,000,000.00
23-Oct-02	91	22-Jan-03	6,000,000.00
07-Aug-02	182	05-Feb-03	1,500,000.00
14-Aug-02	182	12-Feb-03	5,500,000.00
06-Nov-02	105	19-Feb-03	5,000,000.00
13-Nov-02	112	05-Mar-03	5,000,000.00
20-Nov-02	112	12-Mar-03	5,000,000.00
27-Nov-02	112	19-Mar-03	1,500,000.00
04-Dec-02	112	26-Mar-03	2,000,000.00
11-Dec-02	112	02-Apr-03	4,000,000.00
18-Dec-02	126	23-Apr-03	4,000,000.00
18-Dec-02	133	30-Apr-03	5,000,000.00
სახაზინო ვალდებულ. ჯამური ვალი			53,500,000.00

სახაზინო ვალდებულებების მეორადი ბაზარი			
აუქციონი	გარიგება	რაოდენობა	პროცენტი
№ 10	28-Jun-02	900	30.00
№ 10	28-Jun-02	10	29.00
№ 21	02-Jul-02	500	29.99
№ 35	18-Jul-02	255	42.00
№ 33	27-Sep-02	400	28.00

შენიშვნა: 1 ცალი სახაზინო ვალდებულება შეადგენს 100 ლარს
 წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, საქართველოს ეროვნული ბანკის აუქციონის კომიტეტი, შპს "ინვესტიკონტრაქტი"

- 2002 წლის იანვარ - დეკემბერში ჩატარებულ იქნა 58-ი აუქციონი
- საშუალო საპროცენტო განაკვეთმა შეადგინა 44.11%
- გადაფარვის საშუალო კოეფიციენტი 1.5456, რაც 0.0027 პუნქტით ნაკლებია 9 თვის მაჩვენებელზე.
- სახაზინოების ჯამური მიმდინარე შიდა ვალი შეადგენს 53.5 მლნ ლარს.

სახაზინო ვალდებულებების პირველადი ბაზარი

- გასული წელი ცხადად მტკვებებს იმაზე რომ სახაზინო ვალდებულებების ბაზარი მზარდი ტენდენციით გამოირჩევა. 2002 წლის მაისის თვიდან მოთხოვნა ყოველთვის აღემატებოდა გამოშვებული ემისიის ოდენობას. ამ პერიოდში საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ და საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა 58 აუქციონი ჩაატარა. აუქციონები ტარდებოდა კვირაში ერთხელ.
- 2002 წლის იანვარ - დეკემბერის განმავლობაში გამოშვებულ იქნა 22 ემისია, მათ შორის 28 დღიანი და 112 დღიანი ემისია 5 ჯერ იყო გამოშვებული, ხოლო 91 დღიანი 8 ჯერ.
- აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ რვაჯერ შედგა ერთი და იმავე დღეს ორი ემისიის განთავსება.
- ემისიის საშუალო ვადიანობამ 71.67 დღე შეადგინა, ხოლო საშუალო პროცენტმა კი 44.11%. სტატისტიკის მიხედვით (2002 წლის იანვარ - დეკემბერი) ყველაზე მაქსიმალური საპროცენტო განაკვეთი 300.53 ტოლი იყო, რაც 6 მარტს 35 დღიან ემისიაზე დაფიქსირდა, ხოლო მინიმალური საპროცენტო განაკვეთი 10% წლიურს შეადგენს.
- აღსანიშნავია, რომ მაქსიმალური გადაფარვის კოეფიციენტი 7 აგვისტოს გამოშვებულ 182 დღიან ემისიაზე დაფიქსირდა და 4.0836 შეადგინა.
- გადაფარვის კოეფიციენტის ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი 9 იანვარს 3-ე აუქციონზე დაფიქსირდა და შეადგინა 0.2995.
- მიმდინარე სახელმწიფო შიდა ვალი 53.5 მლნ. ლარს შეადგენს.
- 2003 წლის იანვარის თვეში ჯამში იფარება 15 მლნ. ლარის ემისია, თებერვალში 12 მლნ. ლარის, მარტში - 13.5 მლნ. ლარის, აპრილში - 13 მლნ. ლარის.
- აღსანიშნავია, რომ წინა წელთან შედარებით ერთ დღეს არ იფარება ორი ემისია ერთდროულად.
- ჯამური ემისიების მოცულობაში ყველაზე დიდი წილი უკავია 28 დღიან სახაზ. ვალდებულებებს - 11.99% (30.5მლნ). შემდეგი არის 91 დღიანი - 28.2 მლნ. ლარზე - 11.09% და მესამე ადგილი უკავია 63 დღიან სახაზინო ვალდებულებებს თანხით - 19 მლნ ლარზე (7.47%).
- გამოშვებული 58 ემისიიდან მიმოქცევაში შემდეგი აუქციონები: 38-ე, 40, 47, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57-ე და 58-ე.
- იანვრის თვეში (პირველი კვარტლის დასაწყისში) ფინანსთა სამინისტრო და ეროვნული ბანკი ძირითადად ორიენტირებული იყო მოკლევადიან დაფინანსებაზე. 6 გამოშვებული ემისიიდან ყველა ერთის გარდა დაიფარა წლის პირველ კვარტალში. აქედან 11 709 100 ლარის სახ. ვალდ., რომელიც გამოშვებულ იქნა 2001 წელს.
- 2002 წლის მეორე ნახევრიდან აქცენტი გადაიტანა ექვს გრძელვადიან დაფარვაზე ამ მხრივ შეიძლება ითქვას, რომ ქართული სახაზინო ვალდებულებების მიმდინარე ვადიანობა შეადგენს 4 თვეს (ბოლო კვარტლის მიხედვით), რაც მისასაღებელი ფაქტია აღნიშნული ინსტრუმენტის გამოყენების თვალსაზრისით.
- აღსანიშნავია, რომ მკვეთრად იმატა მეორადი ბაზრის მოცულობამ და მის მიმართ ინვესტორთა ინტერესმა. შეიძლება ითქვას, რომ სახაზინო ვალდებულებებმა ფეხი მოიკიდეს ქართული საფინანსო ბაზრის ინსტრუმენტებს შორის და მოწინავე პოზიცია უკავიათ.

სახაზინო ვალდებულებების ძირითადი მარკინგალები
(2002 წლის იანვარ - დეკემბერი)

აუქციონი	გამოშვება	ვალიანობა	დაფარვა	განთავსება	გადაფ.კოეფ.	მინიმუმი (%)	მაქსიმუმი (%)	საშუალო (%)
58	18-Dec-02	133	30-Apr-03	5,000,000.00	1.3544	32.00	89.70	41.48
57	18-Dec-02	126	23-Apr-03	4,000,000.00	1.3480	32.00	88.00	39.21
56	11-Dec-02	112	02-Apr-03	4,000,000.00	1.1281	45.00	115.00	71.81
55	04-Dec-02	112	26-Mar-03	2,000,000.00	1.6902	36.00	47.50	42.06
54	27-Nov-02	112	19-Mar-03	1,500,000.00	2.3383	35.00	49.98	42.89
53	20-Nov-02	112	12-Mar-03	5,000,000.00	1.1961	15.00	83.80	62.20
52	13-Nov-02	112	05-Mar-03	5,000,000.00	1.7179	36.00	54.80	43.46
51	06-Nov-02	105	19-Feb-03	5,000,000.00	1.0000	32.00	42.99	38.34
50	23-Oct-02	91	22-Jan-03	6,000,000.00	1.6589	30.00	49.00	42.61
49	16-Oct-02	91	15-Jan-03	4,000,000.00	1.9250	15.00	45.40	34.16
48	09-Oct-02	63	11-Dec-02	4,000,000.00	1.5169	33.99	44.00	40.23
47	02-Oct-02	98	08-Jan-03	5,000,000.00	1.5526	15.00	52.50	39.88
46	25-Sep-02	70	04-Dec-02	4,000,000.00	1.9509	30.00	44.00	39.27
45	18-Sep-02	70	27-Nov-02	1,500,000.00	3.0839	25.56	39.00	31.56
44	11-Sep-02	70	20-Nov-02	5,000,000.00	1.2751	30.25	52.00	44.93
43	04-Sep-02	70	13-Nov-02	5,000,000.00	1.7167	30.00	52.00	41.87
42	29-Aug-02	48	16-Oct-02	5,000,000.00	1.5891	35.00	51.90	44.40
41	21-Aug-02	77	06-Nov-02	7,000,000.00	1.0872	30.00	89.90	45.64
40	14-Aug-02	182	12-Feb-03	5,500,000.00	1.5859	33.00	94.00	80.32
39	07-Aug-02	35	11-Sep-02	3,500,000.00	1.9219	28.00	35.50	32.73
38	07-Aug-02	182	05-Feb-03	1,500,000.00	4.0836	32.00	85.00	72.27
37	31-Jul-02	49	18-Sep-02	1,500,000.00	1.7215	28.00	37.50	32.67
36	24-Jul-02	49	11-Sep-02	1,500,000.00	3.0069	20.99	39.00	32.99
35	17-Jul-02	98	23-Oct-02	6,000,000.00	1.4858	10.00	61.90	44.65
34	10-Jul-02	91	09-Oct-02	4,000,000.00	1.3391	32.00	123.00	59.60
33	10-Jul-02	84	02-Oct-02	4,000,000.00	1.5326	25.99	43.00	35.41
32	03-Jul-02	63	04-Sep-02	5,000,000.00	1.1875	27.00	139.00	59.32
31	03-Jul-02	49	21-Aug-02	6,000,000.00	1.2110	10.00	43.50	29.42
30	26-Jun-02	91	25-Sep-02	4,000,000.00	2.0939	27.35	36.50	31.16
29	19-Jun-02	56	14-Aug-02	4,500,000.00	1.7789	24.50	40.00	33.33
28	12-Jun-02	56	07-Aug-02	6,000,000.00	1.3960	25.78	78.98	34.89
27	05-Jun-02	35	10-Jul-02	7,000,000.00	1.7514	10.00	36.00	30.92
26	29-May-02	21	19-Jun-02	1,000,000.00	3.8431	24.80	29.50	27.98
25	22-May-02	21	12-Jun-02	4,500,000.00	1.7178	30.45	44.00	39.51
24	15-May-02	35	19-Jun-02	1,600,000.00	1.5357	30.00	46.99	35.96
23	08-May-02	28	05-Jun-02	7,512,900.00	0.9391	30.00	245.00	84.06
22	01-May-02	63	03-Jul-02	9,986,200.00	0.9980	20.00	245.00	46.91
21	24-Apr-02	126	28-Aug-02	3,500,000.00	1.3759	10.00	39.50	36.89
20	17-Apr-02	91	17-Jul-02	3,500,000.00	2.0515	10.00	46.00	29.90
19	10-Apr-02	28	08-May-02	9,000,000.00	1.5238	10.00	43.30	36.71
18	03-Apr-02	28	01-May-02	6,000,000.00	1.4731	10.00	47.00	40.35
17	27-Mar-02	91	26-Jun-02	3,500,000.00	1.3561	10.00	52.00	37.56
16	20-Mar-02	91	19-Jun-02	1,000,000.00	2.1665	30.00	47.90	40.00
15	13-Mar-02	42	24-Apr-02	5,000,000.00	1.2022	36.00	69.70	49.99
14	06-Mar-02	35	10-Apr-02	5,347,800.00	0.8227	10.00	300.53	52.40
13	27-Feb-02	28	27-Mar-02	3,000,000.00	1.8475	10.00	44.99	34.50
12	27-Feb-02	140	17-Jul-02	819,000.00	0.8190	54.98	188.88	81.40
11	20-Feb-02	14	06-Mar-02	4,000,000.00	1.0919	36.00	77.50	46.51
10	20-Feb-02	140	10-Jul-02	1,000,000.00	1.2826	48.00	84.00	54.84
9	13-Feb-02	28	13-Mar-02	3,895,700.00	0.8657	10.00	190.00	52.46
8	13-Feb-02	140	03-Jul-02	1,000,000.00	1.4286	40.14	84.00	78.13
7	06-Feb-02	21	27-Feb-02	5,000,000.00	1.3298	29.99	50.00	44.35
6	30-Jan-02	21	20-Feb-02	6,000,000.00	1.0622	10.00	116.00	35.99
5	23-Jan-02	14	06-Feb-02	3,170,700.00	0.6341	19.57	150.00	39.36
4	16-Jan-02	14	30-Jan-02	8,000,000.00	1.2237	10.00	45.00	21.32
3	09-Jan-02	91	10-Apr-02	658,800.00	0.2995	54.99	190.90	93.24
2	09-Jan-02	7	16-Jan-02	4,500,000.00	1.0000	10.00	16.00	10.36
1	02-Jan-02	7	09-Jan-02	4,232,000.00	0.5290	10.00	39.99	11.77

ბიზნესი მონაცემები
კორპორატიული ურთიერთობები: დავით ასლანიშვილი: david@investcontract.ge

e-mails: მიმოხილვა: investcontract@investcontract.ge,
კვლევა: research@investcontract.ge,
შეთავაზება: stockoffer@investcontract.ge

სახაზინო ვალდებულებების განთავსების ცხრილი			
თარიღი	განთავსება	დაფარვა	სალდო
08/01/03	5,000,000	5,000,000	0
15/01/03	4,000,000	4,000,000	0
22/01/03	5,000,000	6,000,000	(1,000,000)
29/01/03	8,000,000		8,000,000
05/02/03	4,000,000	1,500,000	2,500,000
12/02/03	5,000,000	5,500,000	(500,000)
19/02/03	6,000,000	5,000,000	1,000,000
26/02/03	4,500,000		4,500,000
05/03/03	2,500,000	5,000,000	(2,500,000)
12/03/03	5,000,000	5,000,000	0
19/03/03	2,000,000	1,500,000	500,000
26/03/03	2,000,000	2,000,000	0
02/04/03	2,000,000	4,000,000	(2,000,000)
09/04/03	3,000,000		3,000,000
16/04/03	5,000,000	5,000,000	0
23/04/03	6,000,000	4,000,000	2,000,000
30/04/03	7,000,000	5,000,000	2,000,000
07/05/03	6,000,000	4,000,000	2,000,000
14/05/03	3,000,000		3,000,000
21/05/03	5,000,000	5,000,000	0
28/05/03	7,000,000	8,000,000	(1,000,000)
04/06/03	4,000,000	4,000,000	0
11/06/03	5,000,000	5,000,000	0
18/06/03	4,500,000	6,000,000	(1,500,000)
25/06/03	5,600,000	4,500,000	1,100,000
02/07/03	5,100,000	2,500,000	2,600,000
09/07/03	5,500,000	5,000,000	500,000
16/07/03	7,000,000	2,000,000	5,000,000
23/07/03	7,000,000	2,000,000	5,000,000
30/07/03	7,000,000	7,000,000	0
06/08/03	3,000,000	2,000,000	1,000,000
13/08/03	6,000,000	3,000,000	3,000,000
20/08/03	3,000,000	5,000,000	(2,000,000)
27/08/03	3,500,000	6,000,000	(2,500,000)
03/09/03	4,100,000	7,000,000	(2,900,000)
10/09/03	4,700,000	5,413,100	(713,100)
17/09/03	3,000,000	3,000,000	0
24/09/03	2,500,000	5,000,000	(2,500,000)
08/10/03	3,000,000	4,000,000	(1,000,000)
15/10/03		5,000,000	(5,000,000)
22/10/03	1,500,000	4,500,000	(3,000,000)
29/10/03	3,500,000		3,500,000
05/11/03	2,500,000		2,500,000
12/11/03	2,500,000	5,323,600	(2,823,600)
19/11/03		5,500,000	(5,500,000)
26/11/03	7,000,000	7,000,000	0
03/12/03	2,600,000	7,000,000	(4,400,000)
10/12/03	5,000,000	7,000,000	(2,000,000)
17/12/03	3,500,000	3,000,000	500,000
24/12/03	8,000,000	6,000,000	2,000,000
31/12/03	5,500,000	3,000,000	2,500,000
ჯამი	222,100,000	207,236,700	14,863,300

სახაზინო ვალდებულებების პირველადი ბაზარი

2003 წლის განმავლობაში საქართველოს ეროვნული ბანკის და ფინანსთა სამინისტროს მიერ ჩატარებულ იქნა 49 აუქციონი. წლის მანძილზე გამოშვებულ იქნა 222,100,000 ლარის სახაზინო ვალდებულებების ემისია, ამასთანავე ჯამურმა მოთხოვნამ 369,076,200 ლარი შეადგინა. წლის მანძილზე ბიუჯეტის რეალური შიდა ვალი 14 მლნ. ლარით გაიზარდა და 67.5 მლნ. ლარი შეადგინა. წინა წელთან შედარებით გაიზარდა აუქციონების საშუალო ვადა და 13143 დღე შეადგინა (2002 წლის მიხედვით საშუალო ვადა 7167 დღეს შეადგენდა). თითქმის უცვლელია საშუალო საპროცენტო განაკვეთი - 44 პროცენტი წლიური. 2002 წლის მანქვებულთან შედარებით გაზარდეს გადამფარვის საშუალო კოეფიციენტი და 1.7115 შეადგინა. მცირედით ზრდა აღინიშნა ემისიის საშუალო პროცენტობაში. 2003 წლის შედეგების მიხედვით საშუალო ემისიამ 4.5 მლნ. ლარი შეადგინა. სახაზინო ვალდებულებების პროცენტების ტანხის გასტუმრებაზე სახელმწიფო ბიუჯეტიდან მხოლოდ გასულ წელს გაცემულ იქნა 30.1 მლნ. ლარი. აღსანიშნავია, რომ 2003 წლის მეოთხე კვარტალში სახელმწიფოს მხრიდან გატარდა მკვეთრი კონსერვატორული პოლიტიკა ბაზრის მიმართ, რის შედეგადაც სახაზინო ვალდებულებების ჯამური ვალიდრომელიც მეოთხე კვარტლის დასაწყისში 90 მლნ. ლარს უტოლდებოდა დაივიდა 67.5 მლნ. ლარზე. აღნიშნულ პერიოდში ქვეყანაში მიმდინარეობდა მწვავე პოლიტიკური პროცესები და სახელმწიფოს მხრიდან გადადგმული ეს ნაბიჯი ლოგიკური იყო. ამ მხრივ მეოთხე კვარტალში თავიდან აცილებულ იქნა უმართავი პროცესების დაწყება საფინანსო სფეროში, რაც საგარეო დეფიციტს ეკონომიკურ კრიზისში. 2004 წლის მანძილზე დასაფარი 67.5 მლნ. ლარის სახაზინო ვალდებულებებიდან 8.8 მლნ. ლარი იანერის, ხოლო 8.5 მლნ. ლარი თებერვლის თვეში იფარება. მომდევნო თვეებში დასაფარი თანხა მნიშვნელოვნად იზრდება. ჩვენი ვარაუდით იანვარ - მარტის განმავლობაში არ არის მოსალოდნელი სახაზინო ვალდებულებების ემისიის შემცირების ტენდენცია. საგარეო დეფიციტის მიმდინარე დადგინების მცირედით ზრდაც, ამასთანავე ზაფხულის პერიოდში მოსალოდნელია ჯამური ვალის და თანხის ზრდა (თუ ცხადია ქვეყანაში ავგილი არ ექნება რაიმე სერიოზულ პოლიტიკურ და ეკონომიკურ ექსცესებს).

სახაზინო ვალდებულებათა მეორედი ბაზარი

2003 წლის განმავლობაში სახაზინო ვალდებულებათა მეორედი ბაზარი შესამჩნევ აქტიურობით გამოირჩეოდა. 2003 წლის მეორე ნახევარში განმავლობაში "საინვესტიციო ბანკი ინვესტკონტრაქტის" მიერ კლიენტების დავალების საფუძველზე გასხვისებულ იქნა 4 857 800 ლარის სახაზინო ვალდებულებები. იმავდროულად გაიზარდა ყიდვა/გაყიდვის მონაწილეობა არაგადი. 2003 წლის განმავლობაში ჩვენი მომხმარებლებით ისარგებლა მოიცავს 17 კომერციულმა ბანკმა, 9 არასაბანკო საფინანსო ინსტიტუტმა და 200 ზე მეტმა ფიზიკურმა პირმა. აღსანიშნავია, რომ გარდა ამისა აბსოლუტური უმრავლესობა მოდის ჩვენი ქვეყნის რეზიდენტ პირებზე. საგარეო ინვესტორთა დაინტერესება ამ ბაზრით მინიმალურია. გარდა ამისა საპროცენტო განაკვეთი დროის მონაკვეთის მიხედვით რეგულირდება და პირდაპირ კავშირშია სეზონურობასთან და ვადასთან. თუ ზაფხულის პერიოდში განაკვეთი 37 - 40 პროცენტის ფარგლებში მერყეობდა, შემოდგომის ცალკეულ დღეებში ის 100 პროცენტსაც კი აღწარბდა. ინვესტორთა განსაკუთრებულ ინტერესს იწვევდა ის სახაზინოები, რომელთა დაფარვა 30 დღეს არ აღემატებოდა, რაც მათი მხრიდან გამოწვეული დაბალი ნდობის მანქვებულად უნდა მივიჩნიოთ. ეს შიდა და გარე ფაქტორების ზემოქმედებით, არჩევნები და მაკროეკონომიკური არასტაბილურობა, აგრეთვე ლარის კურსის ინფლაციით ნომებრ/დეკემბრის პერიოდში. მიმდინარე პერიოდში საპროცენტო განაკვეთი 33 - 36 პროცენტის ფარგლებში მერყეობს, ხოლო ძირითად მოთხოვნა თებერვალი - მარტის თვის დაფარვის მქონე სახაზინო ვალდებულებების მიმართ არის კონცენტრირებული. აღსანიშნავია აქტიულობის ზრდაც, თუმცა ბევრი რამ დამოკიდებულია ქვეყანაში მომდევნო ორი თვის მანძილზე მოსალოდნელი პოლიტიკური და ეკონომიკური ძვრებით და საპარლამენტო არჩევნებით.

2003 წლის ყველაზე მაღალი (+) და დაბალი (-) %

მაქსიმუმი	მინიმუმი	საშუალო(+)	საშუალო(-)
198.77%	24.00%	76.86%	28.53%

2003 წლის აუქციონების მონაცემები

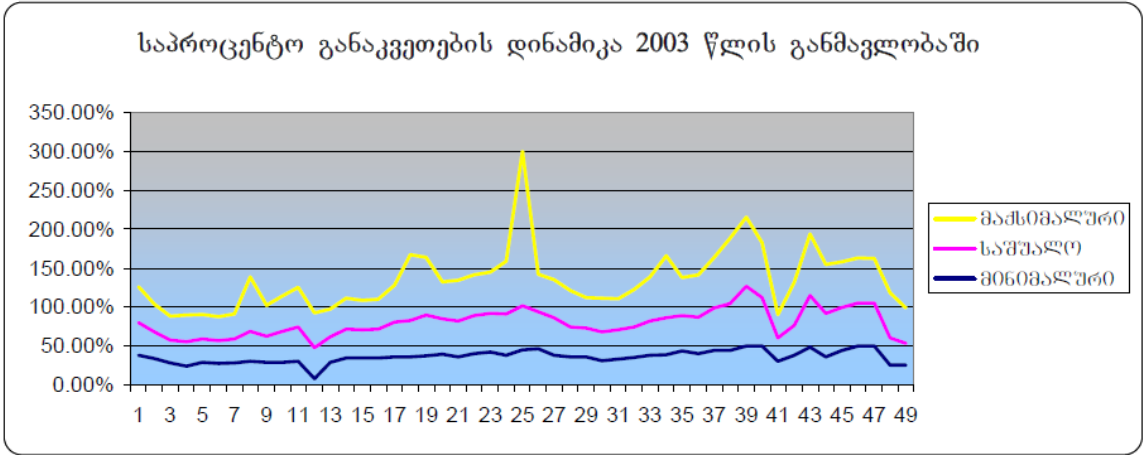
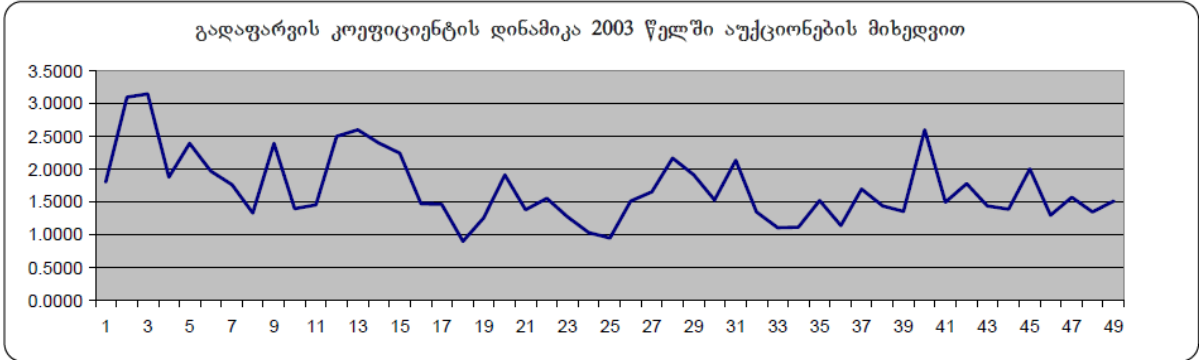
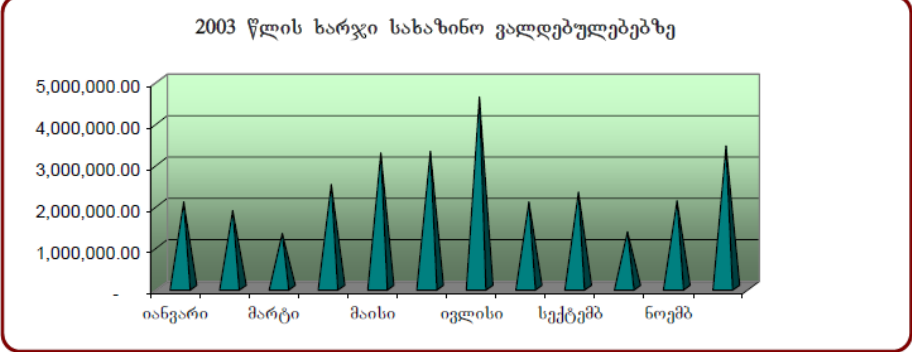
ჯამური ემისია	222,100,000.00
ჯამური მოთხოვნა	369,076,200.00
ჯამური განთავსება	221,236,700.00

2003 წლის სახაზინო ვალდებულებების ძირითადი გასაშუალოებული მაჩვენებლები

საშუალო ვადიანობა	საშუალო მოთხოვნა	საშუალო ემისია	საშუალო ვადაფ. კოეფ	საშ. საპრ. განაკვე
131,43 დღე	7,532,167.35 ლარი	4,532,653.06 ლარი	1.7115	43.92%

2003 წლის სახაზინო ვალდებულებებზე გაწეული ხარჯები კვარტლების მიხედვით

იანვარი	2,062,195.97
თებერვა	1,849,758.22
მარტი	1,300,465.41
აპრილი	2,488,270.74
მაისი	3,251,351.84
ივნისი	3,281,998.66
ივლისი	4,604,521.82
აგვისტო	2,071,747.54
სექტემბ	2,307,071.86
ოქტომბ	1,348,308.87
ნოემბ	2,093,625.76
დეკემბ	3,424,479.10



2003 წლის საქართველოს სახაზინო ვალდებულებათა მაჩვენებლები

აუქციონის №	გამოშვების თარიღი	ვადიანობა დღეებში	ემისია	მოთხოვნა ნომინალში	საანგარიშსწორებო თანხა	გადაფარვის კოეფიციენტი	მინიმალური საპროცენტო განაკვეთი	საშუალო საპროცენტო განაკვეთი	მაქსიმალური საპროცენტო განაკვეთი
1	8-Jan-03	98	5,000,000	9,037,400	4,494,582.39	1.8075	38.00%	41.88%	46.00%
2	15-Jan-03	112	4,000,000	12,413,200	3,618,630.97	3.1033	33.80%	34.35%	35.80%
3	22-Jan-03	119	5,000,000	15,766,100	4,560,002.47	3.1532	27.80%	29.60%	30.99%
4	29-Jan-03	119	8,000,000	15,091,100	7,264,588.20	1.8864	24.00%	31.05%	34.70%
5	5-Feb-03	119	4,000,000	9,583,400	3,642,102.83	2.3959	28.80%	30.14%	31.60%
6	12-Feb-03	119	5,000,000	9,882,900	4,557,419.34	1.9766	27.00%	29.79%	30.98%
7	19-Feb-03	119	6,000,000	10,610,300	5,453,660.11	1.7684	28.00%	30.72%	32.00%
8	26-Feb-03	119	4,500,000	6,002,300	3,997,059.50	1.3338	30.00%	38.59%	70.00%
9	5-Mar-03	119	2,500,000	6,002,300	2,249,774.68	2.4009	28.50%	34.11%	39.70%
10	12-Mar-03	119	5,000,000	7,019,600	4,432,668.30	1.4039	29.00%	39.26%	46.00%
11	19-Mar-03	119	2,000,000	2,927,000	1,748,481.15	1.4635	30.00%	44.12%	51.00%
12	26-Mar-03	119	2,000,000	5,012,400	1,768,610.46	2.5062	7.50%	40.13%	45.00%
13	2-Apr-03	126	2,000,000	5,211,100	1,797,112.63	2.6056	29.00%	32.70%	35.80%
14	9-Apr-03	126	3,000,000	7,222,300	2,656,173.30	2.4074	34.00%	37.50%	40.00%
15	16-Apr-03	126	5,000,000	11,239,700	4,439,930.43	2.2479	34.00%	36.54%	37.70%
16	23-Apr-03	126	6,000,000	8,866,700	5,317,655.24	1.4778	34.00%	37.17%	38.75%
17	30-Apr-03	91	7,000,000	10,304,000	6,300,857.66	1.4720	36.00%	44.51%	47.50%
18	7-May-03	126	6,000,000	5,413,100	4,662,389.20	0.9022	36.00%	46.64%	85.00%
19	14-May-03	126	3,000,000	3,777,600	2,540,461.78	1.2592	37.00%	52.40%	74.44%
20	21-May-03	126	5,000,000	9,584,100	4,316,576.13	1.9168	39.00%	45.86%	47.70%
21	28-May-03	98	7,000,000	9,670,200	6,229,221.05	1.3815	36.00%	46.09%	52.50%
22	4-Jun-03	126	4,000,000	6,236,300	3,420,144.80	1.5591	40.00%	49.15%	52.00%
23	11-Jun-03	126	5,000,000	6,380,300	4,267,504.24	1.2761	42.00%	49.72%	53.25%
24	18-Jun-03	126	4,500,000	4,672,900	3,802,268.37	1.0384	38.00%	53.16%	68.00%
25	25-Jun-03	140	5,600,000	5,323,600	4,328,083.93	0.9506	45.00%	56.19%	198.77%
26	2-Jul-03	259	5,100,000	7,726,600	3,822,141.72	1.5150	46.00%	47.50%	48.50%
27	9-Jul-03	133	5,500,000	9,127,900	4,681,948.73	1.6596	38.00%	47.95%	49.50%
28	16-Jul-03	133	7,000,000	15,210,700	6,147,445.74	2.1730	36.00%	38.06%	47.00%
29	23-Jul-03	133	7,000,000	13,436,600	6,176,997.44	1.9195	36.00%	36.56%	39.70%
30	30-Jul-03	133	7,000,000	10,717,300	6,166,944.55	1.5310	31.00%	37.07%	43.00%
31	6-Aug-03	133	3,000,000	6,424,700	2,637,070.79	2.1416	33.00%	37.77%	39.70%
32	13-Aug-03	133	6,000,000	8,112,300	5,249,844.10	1.3521	35.00%	39.21%	48.00%
33	20-Aug-03	133	3,000,000	3,323,300	2,580,936.94	1.1078	37.69%	44.56%	56.00%
34	27-Aug-03	140	3,500,000	3,925,500	2,960,400.63	1.1216	38.70%	47.52%	80.00%
35	3-Sep-03	140	4,100,000	6,251,900	3,493,886.70	1.5249	43.70%	45.23%	48.70%
36	10-Sep-03	140	4,700,000	5,390,200	3,986,891.22	1.1469	40.00%	46.63%	55.00%
37	17-Sep-03	140	3,000,000	5,093,100	2,480,410.00	1.6977	44.00%	54.61%	65.00%
38	24-Sep-03	140	2,500,000	3,603,600	2,031,740.22	1.4414	44.00%	60.09%	84.00%
39	8-Oct-03	140	3,000,000	4,074,200	2,316,946.87	1.3581	50.00%	76.86%	88.45%
40	22-Oct-03	140	1,500,000	3,904,200	1,212,035.88	2.6028	50.00%	61.94%	71.00%
41	29-Oct-03	147	3,500,000	5,246,100	3,122,708.38	1.4989	30.00%	30.00%	30.00%
42	5-Nov-03	147	2,500,000	4,453,500	2,164,036.72	1.7814	38.00%	38.55%	55.00%
43	12-Nov-03	147	2,500,000	3,616,900	1,974,578.53	1.4468	48.50%	66.07%	79.00%
44	26-Nov-03	140	7,000,000	9,776,400	5,767,758.99	1.3966	36.00%	55.70%	62.95%
45	3-Dec-03	140	2,600,000	5,212,600	2,146,658.03	2.0048	44.00%	55.06%	59.00%
46	10-Dec-03	140	5,000,000	6,507,200	4,128,485.33	1.3014	50.00%	55.04%	58.00%
47	17-Dec-03	140	3,500,000	5,513,000	2,889,584.07	1.5751	50.00%	55.07%	57.00%
48	24-Dec-03	140	8,000,000	10,820,000	7,053,352.12	1.3525	25.00%	34.99%	57.98%
49	31-Dec-03	140	5,500,000	8,358,500	4,957,441.35	1.5197	25.00%	28.53%	45.00%
		ჯამი	222,100,000	369,076,200	192,016,204.21				

გთხოვთ მოგვწეროთ:
საინვესტიციო ბანკი "ინვესტკონტრაქტი"
კაპიტალის და საწონის ბაზრის მმართველობა
ტელ: (+99532) - 22 59 07; ფაქსი: (+99532) - 22 59 07;
მოსაშვილის 24, ქ. თბილისი
საქართველო, 380062

კორპორ. ურთიერთობები:
კვლევა, რეიტინგი:
კვირის მიმოხილვა:
სახაზინოების შეთავაზება:
აქციათა შეთავაზება:

david@investcontract.ge
research@investcontract.ge
investcontract@investcontract.ge
tbilloffer@investcontract.ge
stockoffer@investcontract.ge

სახაზინო ვალდებულებების ბანი/დავ. ცხრილი			
თარიღი	ვალა	განთავსება	დაფარვა
14-Jan-04	140	3 500 000	3 500 000,00
21-Jan-04	140	5 000 000	4 100 000,00
28-Jan-04	245	4 500 000	4 700 000,00
04-Feb-04	245	3 000 000	3 000 000,00
11-Feb-04	182	2 500 000	2 500 000,00
18-Feb-04	182	3 000 000	-
25-Feb-04	182	3 000 000	3 000 000,00
04-Mar-04	189	4 000 000	-
10-Mar-04	364	3 500 000	1 500 000,00
17-Mar-04	182	10 000 000	5 100 000,00
24-Mar-04	182	10 000 000	3 500 000,00
31-Mar-04	364	3 000 000	2 500 000,00
07-Apr-04	147	3 000 000	2 500 000,00
14-Apr-04	140	3 000 000	7 000 000,00
21-Apr-04	140	7 000 000	2 600 000,00
28-Apr-04	140	3 500 000	5 000 000,00
05-May-04	140	5 000 000	3 500 000,00
12-May-04	140	3 500 000	8 000 000,00
19-May-04	140	5 000 000	5 500 000,00
02-Jun-04	189	4 000 000	3 500 000,00
09-Jun-04	364	3 000 000	5 000 000,00
16-Jun-04	182	4 000 000	-
23-Jun-04	364	3 000 000	-
ჯამური მონაკვეთები	99 000 000		76 000 000

სახაზინო ვალდებულებების პირველადი ბაზარი

მიმდინარე წლის პირველ ნახევარში ჩატარებულ იქნა სახაზინო ვალდებულებათა 23 აუქციონი. გამოშვებულ იქნა 99,000,000 ლარის სახაზინო ვალდებულებების ემისია, ხოლო დაფარულ იქნა 76,000,000 ლარის თანხა. ამასთანავე ჯამურმა მოთხოვნამ 243 მლნ ლარს გადააჭარბა. 2004 წლის პირველ ნახევარში რეალური შიდა ვალი 23 მლნ. ლარით გაიზარდა და 92.5 მლნ. ლარს გაუტოლდა. აუქციონების საშუალო ვალა 242.57 დღეს შეადგენს, ხოლო საშუალო საპროცენტო განაკვეთი 24.11 პროცენტს შეადგენს. გადაფარვის კოეფიციენტი 2.6915 შეადგენს. ემისიის საშუალო მოცულობამ 4,391,304 ლარი შეადგინა. აუქციონების ჩატარება/განთავსება კვლავინდებურად ქართული "კონკურენტუნარიანი" ტექნოლოგიით მიმდინარეობს - ყველა აუქციონში მონაწილე კლიენტი ვალდებულია აუქციონამდე ერთი დღით ადრე წარადგინოს კომერციულ ბანკში საკუთარი ღია განაცხადი, სადაც აღნიშნულია მისი თანხები და საპროცენტო განაკვეთი, ხოლო კომერციული ბანკი(ები) აღნიშნული მონაცემების საფუძველიან "დამუშავების" შემდეგ ახდენს საკუთარი თანხების და საპროცენტო განაკვეთების ცხრილის შედგენას და ეროვნულ ბანკში წარდგენას. იმის გათვალისწინებით, რომ არსებულ რეალობაში ამგვარი გზით ხორციელდება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიის განთავსება არ უნდა გვიკვირდეს არც ქვეყნის ჩამორჩენილობა და არც ინვესტიციების არქონა საქართველოში. ამის ფონზე კომენტარს არ საჭიროებს ქართული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მომგებიანობის დონე, რომელიც საერთაშორისო ბაზარზე არსებულ განაკვეთს 20 - 25 ჯერ აღემატება.

ნახევარწლიური პროცენტის მაქსიმუმ/მინიმუმები			
მაქსიმუმი	მაქს. მინიმუმი	მაქს. საშუალო	მაქს.მომ. აშშ დოლ.
42.70%	17.00%	40.23%	73.15%

მიმოხილვის მიზნით სახაზინო ვალდებულებები			
გამოშვება	ვალა	დაფარვა	განთავსება
28-Jan-04	245	29-Sep-04	4 500 000
04-Feb-04	245	06-Oct-04	3 000 000
11-Feb-04	182	11-Aug-04	2 500 000
18-Feb-04	182	18-Aug-04	3 000 000
25-Feb-04	182	25-Aug-04	3 000 000
04-Mar-04	189	09-Sep-04	4 000 000
10-Mar-04	364	09-Mar-05	3 500 000
17-Mar-04	182	15-Sep-04	10 000 000
24-Mar-04	182	22-Sep-04	10 000 000
31-Mar-04	364	30-Mar-05	5 000 000
07-Apr-04	364	06-Apr-05	3 000 000
14-Apr-04	364	13-Apr-05	3 000 000
21-Apr-04	196	03-Nov-04	7 000 000
28-Apr-04	364	27-Apr-05	3 500 000
05-May-04	196	17-Nov-04	5 000 000
12-May-04	364	11-May-05	3 500 000
19-May-04	196	01-Dec-04	5 000 000
02-Jun-04	189	08-Dec-04	4 000 000
09-Jun-04	364	08-Jun-05	3 000 000
16-Jun-04	182	15-Dec-04	4 000 000
23-Jun-04	364	22-Jun-05	3 000 000
სახაზინო ვალდებულებების ჯამი			92 500 000

სახაზინო ვალდებულებათა მეორედი ბაზარი

2004 წლის პირველი ნახევრის განმავლობაში პასუხი ვერ გავა კითხვას აქვს თუ არა ფულადი ბაზრის ჩამოყალიბებას პერსპექტივა საქართველოში. იქნება შთაბეჭდილება, რომ სახაზინო ვალდებულებების ბაზარი და მასთან დაკავშირებული თემატიკა ტაბუირებულ საკითხადაა ქვეული ქართულ საფინანსო სინამდვილეში. კვლავინდებურად ბატონობს "რუხი" თუ "ნაცრისფერი" გარიგებები, რომლის მოცულობამ სხვადასხვა შეფასებებით (რეალურის დადგენა შეუძლებელია) 30 - 40 მლნ აშშ დოლარს აღწევს. ნათელია, რომ ყოველგვარი ინფორმაცია ცალკეული გარიგების მოცულობაზე, რეფინანსირების განაკვეთზე თუ სხვა საკითხებზე უპასუხოდ რჩება და ძალზედ დამახინჯებულია. ეს თავისთავად ქმნის არბიტრაჟის შესაძლებლობას და აფრთხობს საშუალო და მცირე ზომის ინვესტორებს. ერთადერთი ცივილური გამოსავალია - რეალური საბაზრო მექანიზმების შემოღება და ღია, სავაჭრო ვაჭრობათა წარმართვა საბირჟო ვლემენტების გამოყენებით.

სახაზინო ვალდებულებებზე გავრეული ხარჯი					
იანვარი	თებერვალი	მარტი	აპრილი	მაისი	ივნისი
1 884 333,96	1 306 497,24	3 640 336,67	2 334 417,59	1 759 893,21	1 752 328,38

სახაზინო ვალდებულებების მაკროკარაქტერისტიკები				
საშუალო ვადიანობა	საშუალო მოთხოვნა	საშუალო ემისია	საშუალო გადაფ. კოეფ	საშ. საპრ. განაკ.
242,57 დღე	10,583,104.00 ლარი	4,391,304 ლარი	2,6915	24,11

2004 წლის ემისიათა ძირითადი სტატისტიკური მანვენებლები

№	გამოშვების თარიღი	დღეები დაფარვამდე	დაფარვის დღე	მოთხოვნა	ემისია	განთავსება	გადაფარვის კოეფიციენტი	საშუალო შეწონილი %	მოშვებიაანობა % აშშ დოლარში	მოშვებიაანობა % აშშ დოლარში მაქსიმალური განაკვეთით
23	23-Jun-04	364	22-Jun-05	12 441 700	3 000 000	2 538 499,42	4,1472	18,23	18,23	20,30
22	16-Jun-04	182	15-Dec-04	11 190 900	4 000 000	3 631 670,96	2,7977	20,34	20,34	22,50
21	09-Jun-04	364	8-Jun-05	10 738 200	3 000 000	2 491 406,35	3,5794	20,47	20,47	22,00
20	02-Jun-04	189	8-Dec-04	10 154 100	4 000 000	3 586 094,89	2,5385	22,29	22,29	24,00
19	19-May-04	196	1-Dec-04	11 549 400	5 000 000	4 526 945,37	2,3099	19,46	19,46	24,00
18	12-May-04	364	11-May-05	5 074 600	3 500 000	2 766 423,35	1,4499	26,59	28,57	35,08
17	05-May-04	196	17-Nov-04	9 506 500	5 000 000	4 446 738,07	1,9013	23,17	27,53	30,42
16	28-Apr-04	364	27-Apr-05	8 019 600	3 500 000	2 926 027,28	2,2913	19,67	23,11	28,59
15	21-Apr-04	196	03-Nov-04	11 108 100	7 000 000	6 185 554,03	1,5869	24,52	30,56	37,74
14	14-Apr-04	364	13-Apr-05	7 214 900	3 000 000	2 533 368,75	2,4050	18,47	22,18	28,91
13	07-Apr-04	364	06-Apr-05	8 285 000	3 000 000	2 520 632,35	2,7617	19,07	24,04	35,43
12	31-Mar-04	196	13-Oct-04	12 497 900	5 000 000	4 469 148,43	2,4996	22,12	31,34	37,48
11	24-Mar-04	182	22-Sep-04	14 645 200	10 000 000	8 906 205,70	1,4645	24,63	34,01	44,66
10	17-Mar-04	182	15-Sep-04	12 367 400	10 000 000	8 945 534,68	1,2367	23,64	37,65	52,77
9	10-Mar-04	364	09-Mar-05	6 473 800	3 500 000	2 887 984,63	1,8497	21,25	19,98	32,60
8	04-Mar-04	189	09-Sep-04	8 748 000	4 000 000	3 599 462,64	2,1870	21,49	28,20	29,44
7	25-Feb-04	182	25-Aug-04	12 047 700	3 000 000	2 744 878,23	4,0159	18,64	32,91	34,78
6	18-Feb-04	182	18-Aug-04	13 882 500	3 000 000	2 705 260,06	4,6275	21,85	38,07	38,12
5	11-Feb-04	182	11-Aug-04	11 089 000	2 500 000	2 229 620,90	4,4356	24,32	40,72	40,91
4	04-Feb-04	245	06-Oct-04	11 683 700	3 000 000	2 525 083,65	3,8946	28,02	44,61	46,78
3	27-Jan-04	245	28-Sep-04	14 476 400	4 500 000	3 702 284,48	3,2170	32,10	49,08	52,79
2	21-Jan-04	140	09-Jun-04	12 477 200	5 000 000	4 381 189,24	2,4954	36,82	69,38	69,56
1	14-Jan-04	140	02-Jun-04	7 739 600	3 500 000	3 032 095,51	2,2113	40,23	73,15	75,89

შპს "საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი"
კაპიტალის და საწინააღმდეგო ბაზრის მმართველობა
ტელ: (+99532) - 22 59 07;
ფაქსი: (+99532) - 22 59 07;

კვირის მმართველობა :
ბიზნეს სინკლემბი :
კვლევა, რეიტინგი:
აქციონერების მმართველობა:
სახაზინო მმართველობა:

info@investgroup.ge
news@investgroup.ge
research@investgroup.ge
stocks@investgroup.ge
tbills@investgroup.ge

დანართი 23

სახელმწიფო ობლიგაციების აუქციონების შედეგები (2006 – 2007 წწ)

<https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=557>

ვალიან ობა(დღე)	აუქციონის ჩატარების თარიღი	ობლიგაციის გამოშვების თარიღი	დაფარვის თარიღი	მოთხოვნა	განთავსება ნომინალში	საანგარიშსწო რები ფასი	კუპონი (13%)	საპროცენტო განაკვეთი(%)		
								მინიმალური	მაქსიმალური	საშუალო
281	08.12.06	15.05.06	15.09.07	11,150,000	10,000,000	10,299,839	13	12.85	13.00	13.00
369	11.12.06	15.05.06	15.12.07	10,070,000	10,000,000	10,310,495	13	13.00	13.00	13.00
458	13.12.06	15.05.06	15.03.08	10,070,000	10,000,000	10,317,745	13	13.00	13.00	13.00
545	18.12.06	15.05.06	15.06.08	10,000,000	10,000,000	10,010,667	13	13.00	13.00	13.00
816	20.12.06	15.05.06	15.03.09	8,000,000	8,000,000	7,714,932	13	15.00	15.00	15.00
641	18.06.07	15.03.07	15.12.08	5,000,000	5,000,000	5,141,105	13	11.00	11.00	11.00
641	25.06.07	15.03.07	15.12.08	5,000,000	5,000,000	5,151,728	13	11.00	11.00	11.00

სახაზინო ვალდებულებების აუქციონის შედეგები
(თანხა – ლარებში)

ვადიანობა	აუქციონის ჩატარების თარიღი	მონაწილეთა რაოდენობა	გამარჯვებულთა რაოდენობა	ემისიის მოცულობა	მოთხოვნის მოცულობა	განთავსება	საპროცენტო განაკვეთები, %		
							მინიმალური	საშუალო შეწონილი	მაქსიმალური
7	03.01.02	2	2	8000.0	4232.0	4232.0	10.00	11.77	390.99
7	09.01.02	5	2	4500.0	7911.1	4500.0	10.00	10.36	16.00
14	16.01.02	9	6	8000.0	9789.8	8000.0	10.00	21.32	45.00
14	23.01.02	7	7	5000.0	3170.7	3170.7	19.57	39.36	150.00
14	20.02.02	9	9	4000.0	4367.4	4000.0	36.00	46.51	77.50
21	30.01.02	11	11	6000.0	6373.1	6000.0	10.00	35.99	116.00
21	06.02.02	9	8	5000.0	6648.9	5000.0	29.99	44.35	50.00
21	22.05.02	11	10	4500.0	7730.3	4500.0	30.45	39.51	44.00
21	29.05.02	10	3	1000.0	3843.1	1000.0	24.80	27.98	29.50
28	18.08.99	8	4	500.0	962.6	500.0	12.98	14.76	15.95
28	15.09.99	6	4	700.0	1881.6	700.0	12.99	13.62	14.24
28	27.10.99	5	1	500.0	1345.7	500.0	11.89	12.56	13.99
28	24.11.99	5	1	500.0	1133.6	500.0	12.80	13.16	13.89
28	22.12.99	2	1	700.0	746.0	700.0	11.85	12.52	13.45
28	12.01.00	4	4	700.0	1081.6	700.0	12.00	12.77	13.50
28	26.01.00	3	2	700.0	1200.0	700.0	11.25	11.80	12.45
28	09.02.00	5	5	1000.0	1140.6	1000.0	9.97	11.78	12.75
28	23.02.00	6	5	900.0	2631.0	900.0	9.50	11.01	12.00
28	08.03.00	6	5	1100.0	2640.9	1100.0	9.00	9.99	11.00
28	22.03.00	4	3	1100.0	1629.0	1100.0	9.00	9.81	10.10
28	05.04.00	6	5	1300.0	1621.5	1300.0	9.00	9.63	10.10
28	19.04.00	7	5	1300.0	2754.0	1300.0	8.50	9.74	10.00
28	17.05.00	5	2	1500.0	1603.0	1500.0	9.00	16.39	24.95
28	24.05.00	5	2	900.0	2424.0	900.0	9.00	9.78	10.87
28	14.06.00	6	5	1700.0	2371.1	1700.0	10.00	16.80	20.97
28	21.06.00	3	3	1100.0	650.0	650.0	23.48	31.17	35.00
28	12.07.00	4	3	1700.0	1986.0	1700.0	24.00	28.19	28.94
28	19.07.00	5	4	700.0	1582.0	700.0	20.97	23.68	23.95
28	02.08.00	4	4	900.0	1696.0	900.0	18.99	22.63	23.19
28	09.08.00	4	4	1200.0	1350.0	1200.0	13.99	21.40	28.00
28	16.08.00	5	2	750.0	2049.0	750.0	18.50	18.79	18.98
28	30.08.00	6	2	950.0	2623.5	950.0	15.45	16.31	16.47
28	06.08.00	6	4	1700.0	3340.0	1700.0	14.00	16.67	18.00
28	13.09.00	5	4	1000.0	2903.0	1000.0	14.00	15.29	15.94
28	27.09.00	5	4	1300.0	2373.9	1300.0	13.00	13.62	19.94
28	04.10.00	6	4	1700.0	3529.0	1700.0	10.10	11.96	13.34
28	11.10.00	5	4	1100.0	2266.0	1100.0	8.98	10.71	12.44
28	25.10.00	3	1	1600.0	2200.0	1600.0	8.00	8.23	8.50
28	08.11.00	3	1	1650.0	3150.0	1650.0	7.44	7.72	8.44
28	13.12.00	3	3	1100.0	968.0	1100.0	6.00	19.14	22.96
28	10.01.01	2	1	1000.0	1650.0	1000.0	19.77	19.77	19.77
28	31.01.01	6	4	1800.0	4080.0	1800.0	13.98	16.54	17.44
28	21.02.01	4	4	1750.0	1950.0	1750.0	16.00	18.17	20.00
28	21.03.01	2	2	1800.0	980.0	980.0	21.94	26.99	29.39
28	28.03.01	2	2	1000.0	350.0	350.0	22.99	26.82	32.61
28	18.04.01	1	1	1050.0	1050.0	1050.0	28.77	28.77	28.77
28	25.04.01	5	5	550.0	992.3	550.0	22.00	26.54	28.77
28	16.05.01	4	4	1100.0	1389.0	1100.0	21.99	28.75	33.33
28	30.05.01	3	3	1000.0	1293.0	1000.0	27.77	32.13	34.37
28	13.06.01	6	5	1500.0	3213.1	1500.0	20.27	27.95	30.99
28	27.06.01	6	2	1500.0	3525.0	1500.0	17.99	20.39	20.99

28	18.07.01	7	7	1500.0	1335.5	1335.5	16.39	20.55	29.93
28	01.08.01	6	4	1000.0	2050.5	1000.0	16.25	22.37	28.22
28	15.08.01	5	3	1500.0	2351.5	1500.0	17.88	22.16	24.01
28	13.02.02	12	12	4000.0	3895.7	3895.7	10.00	52.46	190.00
28	27.02.02	8	5	3000.0	5542.6	3000.0	10.00	34.50	44.99
28	03.04.02	12	6	6000.0	8838.8	6000.0	10.00	40.35	47.00
28	10.04.02	9	7	9000.0	13714.3	9000.0	10.00	36.71	40.35
28	08.05.02	11	11	8000.0	7512.9	7512.9	30.00	84.06	245.00
35	06.03.02	9	9	6500.0	5347.8	5347.8	10.00	52.40	300.53
35	15.05.02	10	7	1600.0	2457.1	1600.0	30.00	35.96	46.99
35	05.06.02	11	10	7000.0	12260.1	7000.0	10.00	30.92	36.00
35	07.08.02	12	9	3500.0	6726.5	3500.0	28.00	32.73	35.50
42	13.03.02	9	6	5000.0	6010.8	5000.0	36.00	49.99	69.70
49	03.07.02	9	8	6000.0	7266.1	6000.0	10.00	29.42	43.50
49	24.07.02	11	10	1500.0	4510.4	1500.0	20.99	32.99	39.00
49	31.07.02	8	7	1500.0	2582.2	1500.0	28.00	32.67	37.50
49	28.08.02	10	7	5000.0	7945.3	5000.0	35.00	44.40	51.90
56	12.06.02	12	11	6000.0	8376.0	6000.0	25.78	34.89	78.98
56	19.06.02	12	9	4500.0	8004.9	4500.0	24.50	33.33	40.00
63	01.05.02	11	11	10000.0	9986.2	9986.2	20.00	46.91	245.00
63	03.07.02	9	8	5000.0	5937.4	5000.0	27.00	59.32	139.00
63	09.10.02	12	8	4000.0	6067.4	4000.0	33.99	40.23	44.00
70	04.09.02	11	11	5000.0	8583.5	5000.0	30.00	41.87	52.00
70	11.09.02	9	9	5000.0	6375.5	5000.0	30.25	44.93	52.00
70	18.09.02	8	8	1500.0	4625.8	1500.0	25.56	31.56	39.00
70	25.09.02	11	9	4000.0	7803.5	4000.0	30.00	39.27	44.00
77	21.08.02	12	12	7000.0	7610.6	7000.0	30.00	45.64	89.90
84	10.07.02	10	9	4000.0	6130.3	4000.0	25.99	35.41	43.00
91	13.10.99	3	2	900.0	932.0	900.0	12.99	15.84	19.99
91	10.11.99	1	1	1000.0	148.0	148.0	16.00	19.75	24.00
91	03.05.00	2	2	1000.0	353.3	353.3	9.99	10.97	12.5
91	07.06.00	4	4	1000.0	1320.0	1000.0	9.49	38.63	47.80
91	01.11.00	2	2	1750.0	2375.0	1750.0	11.49	22.55	27.99
91	22.11.00	3	3	1700.0	1800.0	1700.0	16.10	24.98	29.83
91	06.12.00	2	2	1700.0	1800.0	1700.0	28.44	29.25	29.83
91	07.02.01	3	3	1500.0	1700.0	1500.0	16.98	21.28	29.99
91	28.02.01	1	1	1950.0	800.0	800.0	20.97	20.97	20.97
91	07.03.01	1	1	1900.0	1300.0	1300.0	29.99	32.45	35.99
91	10.05.01	4	4	1600.0	2366.1	1600.0	27.97	32.28	35.91
91	23.05.01	5	5	1000.0	1911.0	1000.0	28.49	31.41	33.65
91	06.06.01	5	5	1500.0	1744.4	1500.0	26.00	41.44	45.99
91	04.07.01	6	6	1000.0	2302.3	1000.0	17.77	21.07	24.99
91	11.07.01	7	7	2000.0	3022.5	2000.0	18.05	21.32	24.99
91	25.07.01	7	7	1750.0	1704.0	1704.0	19.00	28.85	45.00
91	08.08.01	6	6	1750.0	1962.3	1750.0	24.04	40.96	46.00
91	22.08.01	5	5	1300.0	1590.0	1300.0	22.29	31.60	39.99
91	29.08.01	5	5	1300.0	1220.6	1220.6	27.29	24.35	42.99
91	09.05.01	5	4	1700.0	2283.5	1700.0	30.97	40.65	45.00
91	12.09.01	5	5	1200.0	2240.0	1200.0	24.00	35.14	39.99
91	10.10.01	6	5	2200.0	2565.0	2200.0	28.90	41.28	45.00
91	24.10.01	2	2	1900.0	703.0	703.0	37.77	42.86	58.90
91	07.11.01	4	4	1900.0	797.2	797.2	37.77	51.82	109.90
91	09.01.02	4	2	2200.0	658.8	658.8	54.99	93.24	190.90

91	20.03.02	8	4	1000.0	2166.5	1000.0	30.00	40.00	47.00
91	27.03.02	10	9	3500.0	4746.4	3500.0	10.00	37.56	52.00
91	17.04.02	9	7	3500.0	7180.2	3500.0	10.00	29.90	46.00
91	26.06.02	11	8	4000.0	8375.5	4000.0	27.35	31.16	36.50
91	10.07.02	11	10	4000.0	5356.2	4000.0	32.00	59.60	123.00
91	16.10.02	12	9	5000.0	7699.9	5000.0	15.00	34.16	45.40
91	23.10.02	11	9	6000.0	9953.4	6000.0	30.00	42.61	49.00
91	30.04.03	12	11	7000.0	10304.0	7000.0	36.00	44.51	47.50
98	17.07.02	13	12	6000.0	8914.5	6000.0	10.00	44.65	61.90
98	02.10.02	12	11	5000.0	7763.2	5000.0	15.00	39.88	52.50
98	08.01.03	10	4	5000.0	9037.4	5000.0	38.00	41.88	46.00
98	28.05.03	11	8	7000.0	9670.2	7000.0	36.00	46.09	52.50
105	06.11.02	10	10	7000.0	9185.7	7000.0	32.00	38.34	42.99
112	13.11.02	10	9	5000.0	8589.3	5000.0	36.00	43.49	54.80
112	20.11.02	11	9	5000.0	5980.5	5000.0	15.00	62.20	83.80
112	27.11.02	10	6	1500.0	3507.5	1500.0	35.00	42.89	49.98
112	04.12.02	11	8	4000.0	5380.4	4000.0	36.00	42.06	47.50
112	11.12.02	10	7	4000.0	4512.5	4000.0	45.00	71.81	115.00
112	15.01.03	13	4	4000.0	12413.2	4000.0	33.80	34.35	35.80
119	22.01.03	12	10	5000.0	15766.1	5000.0	27.80	29.60	30.99
119	29.01.03	11	9	8000.0	15091.1	8000.0	24.00	31.05	34.70
119	05.02.03	10	10	4000.0	9583.4	4000.0	28.80	30.14	31.60
119	12.02.03	11	11	5000.0	9882.9	5000.0	27.00	29.79	30.98
119	19.02.03	13	12	6000.0	10610.3	6000.0	28.00	30.72	32.00
119	26.02.03	13	10	4500.0	6002.3	4500.0	30.00	38.59	70.00
119	05.03.03	12	8	2500.0	3742.7	2500.0	28.50	34.11	39.70
119	12.03.03	13	13	5000.0	7019.6	5000.0	29.00	39.26	46.00
119	19.03.03	13	12	2000.0	2927.0	2000.0	30.00	44.12	51.00
119	26.03.03	13	9	2000.0	5012.4	2000.0	30.00	40.13	45.00
126	24.04.02	9	5	4000.0	4815.5	4000.0	10.00	36.89	39.50
126	18.12.02	11	9	4000.0	5392.1	4000.0	32.00	39.21	88.00
126	02.04.03	9	8	2000.0	5211.1	2000.0	29.00	32.70	35.80
126	10.04.03	11	6	3000.0	7222.3	3000.0	34.00	37.50	40.00
126	16.04.03	12	9	5000.0	11239.7	5000.0	34.00	36.54	37.70
126	23.04.03	12	9	6000.0	8866.7	6000.0	34.00	37.17	38.75
126	07.05.03	12	12	6000.0	5413.1	5413.1	36.00	46.64	85.00
126	14.05.03	9	8	3000.0	3777.6	3000.0	37.00	52.40	74.44
126	21.05.03	10	7	5000.0	9584.1	5000.0	39.00	45.86	47.70
126	04.06.03	11	10	4000.0	6236.3	4000.0	40.00	49.11	52.00
126	11.06.03	10	10	5000.0	6380.3	5000.0	42.00	49.72	53.25
126	18.06.03	10	10	4500.0	4672.9	4500.0	38.00	53.16	68.00
126	25.06.03	9	9	5600.0	5265.9	5265.9	45.00	56.49	198.77
133	18.12.02	15	9	5000.0	6771.8	5000.0	32.00	41.48	89.70
133	09.07.03	10	8	5500.0	9127.9	5500.0	38.00	47.95	49.50
133	16.07.03	14	8	7000.0	15210.7	7000.0	36.00	38.06	47.00
133	23.07.03	11	8	7000.0	13436.0	7000.0	36.00	36.56	39.70
133	30.07.03	9	8	7000.0	10717.3	7000.0	31.00	37.07	43.00
133	06.08.03	8	6	3000.0	6424.7	3000.0	33.00	37.77	39.70
133	13.08.03	8	8	6000.0	8112.3	6000.0	35.00	39.21	48.00
133	20.08.03	10	10	3000.0	3323.3	3000.0	37.69	44.56	56.00
133	27.08.03	6	6	3500.0	3952.5	3500.0	38.70	47.52	80.00
140	13.02.02	8	6	1000.0	1428.6	1000.0	40.14	78.13	84.00
140	20.02.02	5	4	1000.0	1282.6	1000.0	48.00	54.84	84.00
140	27.02.02	3	3	1000.0	819.0	819.0	54.98	81.40	188.88
140	03.09.03	8	5	5500.0	7651.9	5500.0	43.70	45.23	48.70
140	10.09.03	9	9	4700.0	5390.2	4700.0	40.00	46.63	55.00

140	17.09.03	10	9	3000.0	5093.1	3000.0	44.00	54.61	65.00
140	24.09.03	8	8	2500.0	3603.6	2500.0	44.00	60.09	84.00
140	08.10.03	10	10	3000.0	4074.2	3000.0	50.00	76.86	88.45
140	22.10.03	11	7	1500.0	3904.2	1500.0	50.00	61.94	71.00
140	26.11.03	8	7	7000.0	9776.4	7000.0	36.00	55.70	62.95
140	03.12.03	10	9	7000.0	9612.6	7000.0	44.00	55.06	59.00
140	10.12.03	9	7	5000.0	6507.2	5000.0	50.00	55.04	58.00
140	17.12.03	8	8	3500.0	5513.0	3500.0	50.00	55.07	57.00
140	24.12.03	8	7	8000.0	10820.0	8000.0	25.00	34.99	57.98
140	31.12.03	8	3	5500.0	8358.5	5500.0	25.00	28.53	45.00
140	14.01.04	9	7	3500.0	7739.6	3500.0	36.00	40.23	42.70
140	21.01.04	10	5	5000.0	12477.2	5000.0	35.50	36.82	37.00
147	29.10.03	10	5	3500.0	5246.1	3500.0	30.00	30.00	30.00
147	05.11.03	8	3	2500.0	4453.5	2500.0	38.00	38.55	55.00
147	12.11.03	8	7	2500.0	3616.9	2500.0	48.50	66.07	79.00
182	07.08.02	9	6	1500.0	6125.4	1500.0	32.00	72.27	85.00
182	14.08.02	11	9	5500.0	8722.5	5500.0	33.00	80.32	94.00
182	11.02.04	11	4	2500.0	11089.0	2500.0	23.97	24.32	24.50
182	18.02.04	10	6	3000.0	13882.5	3000.0	20.00	21.85	21.90
182	25.02.04	10	5	3000.0	12047.7	3000.0	17.28	18.64	20.40
182	17.03.04	11	9	10000.0	12367.4	10000.0	17.00	23.64	37.87
182	24.03.04	12	8	10000.0	14645.2	10000.0	17.00	24.63	34.85
182	16.06.04	10	8	4000.0	11190.9	4000.0	17.00	20.34	22.50
182	16.03.05	7	5	2000.0	6631.7	2000.0	12.00	13.33	14.20
182	30.03.05	7	5	2000.0	4346.3	2000.0	12.00	13.33	13.49
182	20.04.05	9	5	2000.0	8327.9	2000.0	9.00	9.66	10.50
182	04.05.05	6	3	2000.0	6130.0	2000.0	7.90	9.34	9.40
182	01.06.05	3	2	2000.0	3060.0	2000.0	8.88	9.49	10.30
189	04.03.04	8	6	4000.0	8748.0	4000.0	17.00	21.49	22.70
189	02.06.04	10	8	4000.0	10154.1	4000.0	17.00	22.29	24.00
189	18.05.05	6	4	2000.0	4722.9	2000.0	8.50	9.41	9.78
196	07.04.04	11	8	5000.0	12497.9	5000.0	17.00	22.12	28.00
196	21.04.04	11	9	7000.0	11108.1	7000.0	17.00	24.52	31.50
196	05.05.04	11	9	5000.0	9506.5	5000.0	17.00	23.17	26.00
196	19.05.04	8	4	5000.0	11549.4	5000.0	17.00	19.46	24.00
245	28.01.04	11	7	4500.0	14476.4	4500.0	26.00	32.10	35.50
252	04.02.04	11	8	3000.0	11683.7	3000.0	26.00	28.02	30.00
259	02.07.03	6	2	5100.0	7726.6	5100.0	46.00	47.12	48.50
364	10.03.04	9	3	3500.0	6473.8	3500.0	17.00	21.25	34.00
364	31.03.04	8	4	3000.0	8285.0	3000.0	17.00	19.07	30.00
364	14.04.04	8	3	3000.0	7214.9	3000.0	17.00	18.47	25.00
364	28.04.04	9	6	3500.0	8019.6	3500.0	17.00	19.67	25.00
364	13.05.04	7	7	3500.0	5074.6	3500.0	20.00	26.59	33.00
364	09.06.04	9	5	3000.0	10738.2	3000.0	17.00	20.47	22.00
364	23.06.04	9	5	3000.0	12441.7	3000.0	17.00	18.23	20.30
364	07.07.04	13	5	2000.0	11608.4	2000.0	14.50	15.35	16.00
364	14.07.04	11	4	3000.0	11433.4	3000.0	12.00	12.00	12.00
364	21.07.04	8	4	2000.0	7659.8	2000.0	12.00	12.52	13.00
364	28.07.04	6	5	3000.0	6323.6	3000.0	12.50	14.06	16.00
364	04.08.04	7	5	2000.0	3857.2	2000.0	11.00	14.66	16.00
364	11.08.04	7	5	2000.0	6411.0	2000.0	13.00	14.23	15.00
364	08.09.04	7	5	3000.0	6164.0	3000.0	11.40	12.54	13.00
364	15.09.04	6	5	3000.0	4390.0	3000.0	13.00	14.27	15.00
364	22.09.04	8	5	3000.0	6096.0	3000.0	11.00	14.25	14.90
364	29.09.04	8	8	3000.0	7005.3	3000.0	12.90	13.79	14.00

364	13.10.04	8	8	3000.0	5031.3	3000.0	12.80	13.38	13.70
364	20.10.04	7	6	3000.0	3009.4	3000.0	12.90	13.44	13.80
364	03.11.04	8	7	2100.0	3773.6	2100.0	12.10	13.69	14.30
364	10.11.04	7	6	2100.0	3211.0	2100.0	12.90	13.63	14.00
364	17.11.04	7	7	2100.0	3143.6	2100.0	13.00	14.05	15.50
364	20.01.05	7	5	1300.0	3312.3	1300.0	12.75	13.31	13.90
364	26.01.05	8	7	1500.0	4760.5	1500.0	12.90	13.20	13.50
364	02.02.05	8	3	1500.0	3818.5	1500.0	12.75	12.79	13.00
364	09.02.05	7	6	2000.0	5410.3	2000.0	12.00	12.74	12.90
364	16.02.05	6	6	2000.0	2467.9	2000.0	12.45	13.06	13.78
364	23.02.05	5	4	2000.0	3642.6	2000.0	12.50	15.87	19.90
364	09.03.05	7	4	1500.0	3808.4	1500.0	12.89	15.30	14.62
364	23.03.05	7	5	1600.0	4144.9	1600.0	12.50	13.68	14.00
364	13.04.05	6	3	1700.0	4390.7	1700.0	11.90	12.76	12.89
364	27.04.05	7	5	1800.0	6646.8	1800.0	9.40	10.44	10.95
364	11.05.05	5	5	2000.0	5450.0	2000.0	9.40	10.43	11.75
364	25.05.05	4	4	2000.0	3270.0	2000.0	9.40	10.62	10.80
364	08.06.05	3	3	2000.0	4030.0	2000.0	9.80	18.54	19.80

ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატების აუქციონების შედეგები

<https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=619&lng=geo>

(ლარი)

აუქციონის ნომერი	ვადაიანობა (დღე)	ემისიის თარიღი	დაფარვის თარიღი	ემისიის მოცულობა	მოთხოვნის მოცულობა	განთავსება ნომინალში	საანგარიშ-სწორებო ფასი	დისკონტი	საპროცენტო განაკვეთები(%)		
									მინიმალური	მაქსიმალური	საშუალო შეწონილი
1	28	18.09.06	16.10.06	2,000,000	1,100,000	1,100,000	1,090,740	9,260	9.95	12.00	11.07
2	91	19.09.06	19.12.06	1,000,000	1,512,000	412,000	400,279	11,721	11.50	11.99	11.74
3	28	20.09.06	18.10.06	2,000,000	800,000	600,000	594,649	5,351	11.48	11.98	11.73
4	91	21.09.06	21.12.06	1,000,000	2,300,000	400,000	388,390	11,610	11.99	11.99	11.99
5	28	22.09.06	20.10.06	3,000,000	3,600,000	1,600,000	1,585,451	14,549	11.90	12.00	11.96
6	28	25.09.06	23.10.06	3,000,000	1,500,000	1,500,000	1,486,329	13,671	11.99	11.99	11.99
7	91	26.09.06	26.12.06	1,000,000	525,000	525,000	509,749	15,251	12.00	12.00	12.00
8	28	27.09.06	25.10.06	3,000,000	2,000,000	2,000,000	1,981,787	18,213	11.95	11.99	11.98
9	91	28.09.06	28.12.06	1,000,000	1,029,000	1,000,000	971,590	28,410	11.50	11.97	11.73
10	28	29.09.06	27.10.06	3,000,000	2,005,000	2,005,000	1,986,723	18,277	11.99	12.00	11.99
14	28	09.10.06	6.11.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,878	9,122	12.00	12.00	12.00
19	28	20.10.06	17.11.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,886	9,114	11.99	11.99	11.99
20	28	23.10.06	20.11.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,886	9,114	11.99	11.99	11.99
22	28	27.10.06	24.11.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,886	9,114	11.99	11.99	11.99
23	28	30.10.06	27.11.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,886	9,114	11.99	11.99	11.99
26	28	6.11.06	4.12.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,886	9,114	11.99	11.99	11.99
31	28	17.11.06	15.12.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,886	9,114	11.99	11.99	11.99
32	28	20.11.06	18.12.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,886	9,114	11.99	11.99	11.99
34	28	24.11.06	22.12.06	1,000,000	1,000,000	1,000,000	990,886	9,114	11.99	11.99	11.99
35	28	27.11.06	25.12.06	1,000,000	2,000,000	1,000,000	990,894	9,106	11.98	11.98	11.98
37	126	30.11.06	5.04.07	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,801,115	198,885	12.00	12.00	12.00
38	154	1.12.06	4.05.07	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,759,049	240,951	12.00	12.00	12.00
39	31	4.12.06	4.01.07	5,000,000	8,164,000	5,000,000	4,949,636	50,364	11.94	12.00	11.98

40	56	5.12.06	30.01.07	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,909,609	90,391	12.00	12.00	12.00
41	91	6.12.06	7.03.07	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,854,756	145,244	12.00	12.00	12.00
42	126	7.12.06	12.04.07	5,000,000	4,800,000	4,800,000	4,609,071	190,929	12.00	12.00	12.00
43	154	8.12.06	11.05.07	5,000,000	4,600,000	4,600,000	4,378,325	221,675	12.00	12.00	12.00
44	28	11.12.06	08.01.07	5,000,000	5,375,000	5,000,000	4,955,152	44,848	11.00	12.00	11.80
45	56	12.12.06	06.02.07	5,000,000	5,325,000	5,000,000	4,909,622	90,378	11.98	12.00	12.00
46	91	13.12.06	14.03.07	5,000,000	5,650,000	5,000,000	4,854,950	145,050	11.75	12.00	11.98
47	126	14.12.06	19.04.07	5,000,000	4,800,000	4,800,000	4,609,071	190,929	12.00	12.00	12.00
48	154	15.12.06	19.04.07	5,000,000	4,900,000	4,900,000	4,663,868	236,132	12.00	12.00	12.00
49	28	18.12.06	15.01.07	10,000,000	21,350,000	10,000,000	9,911,051	88,949	11.25	12.00	11.70
50	56	19.12.06	13.02.07	5,000,000	5,115,000	5,000,000	4,909,611	90,389	11.99	12.00	12.00
51	91	20.12.06	21.03.07	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,854,756	145,244	12.00	12.00	12.00
52	126	21.12.06	26.04.07	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,801,115	198,885	12.00	12.00	12.00
53	154	22.12.06	25.05.07	5,000,000	5,900,000	5,000,000	4,759,049	240,951	12.00	12.00	12.00
54	14	25.12.06	08.01.07	10,000,000	18,550,000	10,000,000	9,959,032	40,968	10.00	11.00	10.72
55	28	25.12.06	22.01.07	10,000,000	25,250,000	10,000,000	9,914,126	85,874	10.50	12.00	11.29
56	14	26.12.06	09.01.07	30,000,000	37,500,000	30,000,000	29,875,349	124,651	10.35	11.00	10.88
57	91	26.12.06	27.03.07	15,000,000	17,400,000	15,000,000	14,565,963	434,037	11.70	12.00	11.95
58	14	27.12.06	10.01.07	15,000,000	20,500,000	15,000,000	14,937,220	62,780	10.73	11.00	10.96
59	28	27.12.06	24.01.07	15,000,000	18,350,000	15,000,000	14,863,368	136,632	11.75	12.00	11.98
62	8	27.12.06	04.01.07	30,000,000	41,050,000	30,000,000	29,933,262	66,738	9.69	11.00	10.17
60	7	28.12.06	04.01.07	30,000,000	6,274,000	6,274,000	6,260,934	13,066	10.49	11.00	10.88
61	14	28.12.06	11.01.07	15,000,000	5,000,000	5,000,000	4,979,126	20,874	10.75	11.00	10.93
63	28	28.12.06	25.01.07	15,000,000	18,950,000	15,000,000	14,863,229	136,771	11.95	12.00	12.00
64	14	29.12.06	12.01.07	15,000,000	5,000,000	5,000,000	4,979,145	20,855	10.80	11.00	10.92
65	28	29.12.06	26.01.07	15,000,000	5,400,000	5,400,000	5,351,048	48,952	10.99	12.00	11.93
66	7	29.12.06	05.01.07	30,000,000	10,900,000	10,900,000	10,878,067	21,933	10.00	11.00	10.51
67	5	30.12.06	04.01.07	15,000,000	15,928,000	15,928,000	15,904,165	23,835	10.33	11.00	10.94
1	7	05.01.07	12.01.07	5,000,000	7,900,000	5,000,000	4,990,257	9,743	9.75	10.75	10.18
2	28	05.01.07	02.02.07	2,000,000	9,400,000	2,000,000	1,983,415	16,585	10.90	10.90	10.90
3	28	08.01.07	05.02.07	2,000,000	5,800,000	2,000,000	1,983,815	16,185	10.50	10.85	10.63
4	7	09.01.07	16.01.07	5,000,000	18,400,000	5,000,000	4,991,671	8,329	8.50	8.90	8.70
5	91	10.01.07	11.04.07	4,000,000	10,650,000	4,000,000	3,898,530	101,470	9.99	10.99	10.44
6	7	11.01.07	18.01.07	5,000,000	19,700,000	5,000,000	4,993,297	6,703	7.00	7.00	7.00
7	28	12.01.07	09.02.07	2,000,000	4,200,000	2,000,000	1,988,218	11,782	7.50	7.95	7.72
8	28	15.01.07	12.02.07	2,000,000	8,150,000	2,000,000	1,989,333	10,667	6.99	6.99	6.99
9	7	16.01.07	23.01.07	5,000,000	18,150,000	5,000,000	4,994,485	5,515	5.49	5.95	5.76
10	91	17.01.07	18.04.07	4,000,000	12,200,000	4,000,000	3,903,628	96,372	8.50	10.20	9.90
11	7	18.01.07	25.01.07	5,000,000	19,300,000	5,000,000	4,995,347	4,653	4.49	4.95	4.86
12	28	22.01.07	19.02.07	2,000,000	6,000,000	2,000,000	1,991,673	8,327	5.45	5.45	5.45
13	7	23.01.07	30.01.07	5,000,000	17,000,000	5,000,000	4,996,669	3,331	3.37	3.68	3.48
14	91	24.01.07	25.04.07	4,000,000	11,550,000	4,000,000	3,934,765	65,235	6.45	6.95	6.65
15	7	25.01.07	1.02.07	5,000,000	18,300,000	5,000,000	4,997,135	2,865	2.99	2.99	2.99
16	28	26.01.07	23.02.07	2,000,000	7,200,000	2,000,000	1,992,777	7,223	4.50	4.95	4.72
17	28	29.01.07	26.02.07	2,000,000	7,000,000	2,000,000	1,993,173	6,827	4.45	4.48	4.46
18	7	30.01.07	06.02.07	5,000,000	18,590,000	5,000,000	4,997,520	2,480	2.49	2.75	2.59
19	91	31.01.07	02.05.07	2,000,000	6,000,000	2,000,000	1,969,556	30,444	6.20	6.20	6.20

20	7	1.02.07	8.02.07	5,000,000	16,000,000	5,000,000	4,997,751	2,249	2.25	2.39	2.35
21	28	02.02.07	02.03.07	6,000,000	19,820,000	6,000,000	5,981,036	18,964	3.95	4.30	4.13
22	28	05.02.07	05.03.07	6,000,000	25,300,000	6,000,000	5,980,929	19,071	3.94	4.25	4.16
23	91	06.02.07	08.05.07	4,000,000	8,400,000	4,000,000	3,934,283	65,717	6.45	6.95	6.70
24	7	06.02.07	13.02.07	5,000,000	18,400,000	5,000,000	4,997,643	2,357	2.35	2.89	2.46
25	28	07.02.07	07.03.07	6,000,000	18,800,000	6,000,000	5,980,756	19,244	4.11	4.28	4.19
26	91	08.02.07	10.05.07	4,000,000	8,000,000	4,000,000	3,928,264	71,736	6.85	7.85	7.33
27	7	08.02.07	15.02.07	5,000,000	17,800,000	5,000,000	4,997,601	2,399	2.34	2.84	2.50
28	28	09.02.07	09.03.07	6,000,000	20,850,000	6,000,000	5,980,624	19,376	4.15	4.38	4.22
29	28	12.02.07	12.03.07	6,000,000	17,550,000	6,000,000	5,979,044	20,956	4.25	6.50	4.57
30	91	13.02.07	15.05.07	4,000,000	9,130,000	1,130,000	1,107,442	22,558	7.33	8.95	8.17
31	7	13.02.07	20.02.07	5,000,000	10,400,000	5,000,000	4,997,399	2,601	2.38	3.38	2.71
32	28	14.02.07	14.03.07	6,000,000	12,200,000	4,000,000	3,981,066	18,934	5.45	6.95	6.20
33	91	15.02.07	17.05.07	4,000,000	9,300,000	2,900,000	2,837,969	62,031	8.25	8.94	8.77
34	7	15.02.07	22.02.07	5,000,000	11,500,000	5,000,000	4,997,027	2,973	2.74	3.50	3.10
35	28	16.02.07	16.03.07	6,000,000	14,500,000	5,000,000	4,975,417	24,583	5.50	6.99	6.44
36	28	19.02.07	19.03.07	6,000,000	11,500,000	1,500,000	1,492,068	7,932	6.85	6.99	6.93
37	91	20.02.07	22.05.07	4,000,000	6,750,000	750,000	733,552	16,448	8.98	9.00	8.99
38	7	20.02.07	27.02.07	5,000,000	8,300,000	5,000,000	4,996,570	3,430	3.33	3.88	3.58
39	28	21.02.07	21.03.07	6,000,000	8,500,000	6,000,000	5,968,727	31,273	6.83	6.83	6.83
40	91	22.02.07	24.05.07	4,000,000	7,250,000	2,250,000	2,200,675	49,325	8.99	8.99	8.99
41	7	22.02.07	1.03.07	5,000,000	6,950,000	1,950,000	1,948,597	1,403	3.65	3.95	3.75
42	28	23.02.07	23.03.07	6,000,000	8,500,000	6,000,000	5,968,105	31,895	6.85	6.98	6.97
43	28	26.02.07	26.03.07	6,000,000	10,000,000	6,000,000	5,968,082	31,918	6.88	7.00	6.97
44	91	27.02.07	29.05.07	4,000,000	4,890,000	4,000,000	3,912,220	87,780	8.99	9.00	9.00
45	7	27.02.07	06.03.07	5,000,000	7,250,000	5,000,000	4,995,644	4,356	3.90	5.00	4.55
46	28	28.02.07	28.03.07	6,000,000	8,000,000	6,000,000	5,968,029	31,971	6.90	7.00	6.98
47	91	1.03.07	31.05.07	4,000,000	5,000,000	4,000,000	3,912,228	87,772	8.99	9.00	9.00
48	7	1.03.07	8.03.07	5,000,000	7,475,000	5,000,000	4,995,214	4,786	4.97	5.00	5.00
49	28	2.03.07	30.03.07	9,000,000	15,120,000	9,000,000	8,951,929	48,071	7.00	7.00	7.00
50	28	5.03.07	2.04.07	9,000,000	15,500,000	9,000,000	8,952,081	47,919	6.93	6.98	7.00
51	91	6.03.07	05.06.07	7,000,000	8,300,000	7,000,000	6,846,386	153,614	8.99	9.00	9.00
52	7	6.03.07	13.03.07	5,000,000	8,000,000	5,000,000	4,995,269	4,731	4.75	5.00	4.94
53	28	7.03.07	04.04.07	9,000,000	14,000,000	9,000,000	8,952,066	47,934	6.94	7.00	6.98
54	27	9.03.07	5.04.07	9,000,000	13,500,000	9,000,000	8,953,776	46,224	6.95	7.00	6.95
55	29	12.03.07	10.04.07	9,000,000	11,970,000	9,000,000	8,950,273	49,727	6.97	7.00	6.99
56	91	13.03.07	12.06.07	7,000,000	10,200,000	7,000,000	6,846,479	153,521	8.98	9.00	8.99
57	7	13.03.07	20.03.07	5,000,000	7,500,000	5,000,000	4,995,218	4,782	4.98	5.00	4.99
58	28	14.03.07	11.04.07	9,000,000	15,300,000	9,000,000	8,951,954	48,046	6.99	7.00	7.00
59	91	15.03.07	14.06.07	7,000,000	7,200,000	7,000,000	6,846,383	153,617	8.99	9.00	9.00
60	7	15.03.07	22.03.07	5,000,000	12,300,000	5,000,000	4,995,214	4,786	4.99	5.00	5.00
61	28	16.03.07	13.04.07	9,000,000	20,500,000	9,000,000	8,952,013	47,987	6.98	7.00	6.99
62	28	19.03.07	16.04.07	9,000,000	16,830,000	9,000,000	8,952,048	47,952	6.98	7.00	6.98
63	91	20.03.07	19.06.07	7,000,000	8,000,000	7,000,000	6,846,379	153,621	9.00	9.00	9.00
64	7	20.03.07	27.03.07	5,000,000	7,000,000	5,000,000	4,995,216	4,784	4.98	5.00	4.99
65	28	21.03.07	18.04.07	9,000,000	11,021,000	9,000,000	8,951,945	48,055	6.99	7.00	7.00

66	91	22.03.07	21.06.07	7,000,000	8,204,000	7,000,000	6,846,407	153,593	8.99	9.00	9.00
67	7	22.03.07	29.03.07	5,000,000	7,000,000	5,000,000	4,995,218	4,782	4.98	4.99	5.00
68	28	23.03.07	20.04.07	9,000,000	11,000,000	9,000,000	8,951,929	48,071	7.00	7.00	7.00
69	28	26.03.07	23.04.07	9,000,000	10,000,000	9,000,000	8,951,929	48,071	7.00	7.00	7.00
70	91	27.03.07	26.06.07	7,000,000	8,423,000	7,000,000	6,846,412	153,588	8.99	9.00	9.00
71	7	27.03.07	03.04.07	5,000,000	6,800,000	5,000,000	4,995,211	4,789	4.98	5.00	5.00
73	14	27.03.07	10.04.07	10,000,000	13,500,000	10,000,000	9,977,049	22,951	5.99	6.00	6.00
72	28	28.03.07	25.04.07	9,000,000	9,830,000	9,000,000	8,951,929	48,071	7.00	7.00	7.00
76	7	28.03.07	04.04.07	10,000,000	11,070,000	1,070,000	1,068,975	1,025	5.00	5.00	5.00
74	91	29.03.07	28.06.07	7,000,000	8,500,000	7,000,000	6,846,414	153,586	8.99	9.00	9.00
75	7	29.03.07	05.04.07	5,000,000	7,500,000	2,500,000	2,497,605	2,395	5.00	5.00	5.00
78	14	29.03.07	12.04.07	10,000,000	12,000,000	7,000,000	6,983,935	16,065	5.99	6.00	6.00
77	28	30.03.07	27.04.07	9,000,000	9,000,000	9,000,000	8,951,929	48,071	7.00	7.00	7.00
80	91	03.04.07	03.07.07	7,000,000	8,450,000	7,000,000	6,846,402	153,598	8.99	9.00	9.00
81	7	03.04.07	10.04.07	5,000,000	6,100,000	1,100,000	1,098,948	1,052	4.99	5.00	4.99
84	28	04.04.07	02.05.07	9,000,000	14,000,000	9,000,000	8,951,967	48,033	6.99	7.00	6.99
82	91	05.04.07	05.07.07	7,000,000	9,000,000	7,000,000	6,846,426	153,574	8.99	9.00	9.00
83	7	05.04.07	12.04.07	5,000,000	7,000,000	2,000,000	1,998,088	1,912	4.99	4.99	4.99
85	91	10.04.07	10.07.07	7,000,000	11,110,000	7,000,000	6,846,477	153,523	8.99	9.00	8.99
87	29	11.04.07	10.05.07	9,000,000	13,720,000	9,000,000	8,950,273	49,727	6.98	7.00	6.99
88	91	12.04.07	12.07.07	7,000,000	9,500,000	7,000,000	6,846,438	153,562	8.99	9.00	9.00
89	7	12.04.07	19.04.07	5,000,000	7,000,000	5,000,000	4,995,214	4,786	4.99	5.00	5.00
90	28	13.04.07	11.05.07	9,000,000	9,000,000	9,000,000	8,951,929	48,071	7.00	7.00	7.00
91	28	16.04.07	14.05.07	9,000,000	12,879,000	9,000,000	8,951,988	48,012	6.98	6.99	7.00
92	91	17.04.07	17.07.07	7,000,000	7,000,000	7,000,000	6,846,379	153,621	9.00	9.00	9.00
93	7	17.04.07	24.04.07	5,000,000	10,000,000	5,000,000	4,995,210	4,790	5.00	5.00	5.00
94	28	18.04.07	16.05.07	9,000,000	6,115,000	6,115,000	6,082,354	32,646	6.99	7.00	7.00
95	91	19.04.07	19.07.07	7,000,000	7,130,000	7,000,000	6,846,382	153,618	8.99	9.00	9.00
96	7	19.04.07	26.04.07	5,000,000	16,000,000	5,000,000	4,995,306	4,694	4.90	4.90	4.90
97	28	20.04.07	18.05.07	9,000,000	22,501,000	9,000,000	8,954,359	45,641	6.50	6.90	6.64
98	28	23.04.07	21.05.07	9,000,000	23,001,000	9,000,000	8,955,483	44,517	6.48	6.48	6.48
99	91	24.04.07	24.07.07	7,000,000	9,000,000	7,000,000	6,846,379	153,621	9.00	9.00	9.00
100	7	24.04.07	01.05.07	5,000,000	15,000,000	5,000,000	4,996,455	3,545	3.50	3.90	3.70
101	28	25.04.07	23.05.07	9,000,000	11,000,000	9,000,000	8,953,296	46,704	5.95	7.00	6.80
102	91	26.04.07	26.07.07	7,000,000	7,850,000	7,000,000	6,846,379	153,621	9.00	9.00	9.00
103	7	26.04.07	03.05.07	5,000,000	12,000,000	5,000,000	4,996,150	3,850	3.90	4.20	4.02
104	28	27.04.07	25.05.07	9,000,000	21,001,000	9,000,000	8,954,701	45,299	6.30	6.85	6.59
105	28	30.04.07	28.05.07	9,000,000	11,670,000	9,000,000	8,952,385	47,615	6.70	7.00	6.93
106	91	01.05.07	31.07.07	7,000,000	10,000,000	7,000,000	6,846,736	153,264	8.95	9.00	8.98
107	7	01.05.07	08.05.07	5,000,000	16,000,000	5,000,000	4,996,250	3,750	3.88	3.98	3.91
110	28	02.05.07	30.05.07	9,000,000	14,157,000	9,000,000	8,952,808	47,192	6.55	7.00	6.87
108	91	03.05.07	02.08.07	7,000,000	8,500,000	7,000,000	6,846,414	153,586	8.99	9.00	9.00
109	7	03.05.07	10.05.07	5,000,000	11,000,000	5,000,000	4,996,208	3,792	3.89	4.15	3.96
111	28	04.05.07	01.06.07	9,000,000	16,500,000	9,000,000	8,952,783	47,217	6.80	7.00	6.88
112	28	07.05.07	04.06.07	9,000,000	9,000,000	9,000,000	8,951,929	48,071	7.00	7.00	7.00
113	91	08.05.07	07.08.07	7,000,000	7,000,000	7,000,000	6,846,379	153,621	9.00	9.00	9.00

114	7	08.05.07	15.05.07	5,000,000	15,000,000	5,000,000	4,996,359	3,641	3.80	3.80	3.80
115	91	10.05.07	09.08.07	7,000,000	10,903,000	7,000,000	6,846,400	153,600	8.99	9.00	9.00
116	7	10.05.07	17.05.07	5,000,000	15,000,000	5,000,000	4,996,502	3,498	3.49	3.75	3.65
117	28	11.05.07	08.06.07	9,000,000	16,702,000	9,000,000	8,952,298	47,702	6.75	7.00	6.95
118	28	14.05.07	11.06.07	9,000,000	17,879,000	9,000,000	8,952,228	47,772	6.85	7.00	6.96
119	91	15.05.07	14.08.07	7,000,000	7,000,000	7,000,000	6,846,379	153,621	9.00	9.00	9.00
120	7	15.05.07	22.05.07	5,000,000	10,000,000	5,000,000	4,996,656	3,344	3.49	3.49	3.49
121	28	16.05.07	13.06.07	9,000,000	12,000,000	9,000,000	8,952,043	47,957	6.95	7.00	6.98
122	91	17.05.07	16.08.07	7,000,000	10,000,000	7,000,000	6,846,426	153,574	8.99	9.00	9.00
123	7	17.05.07	24.05.07	5,000,000	9,500,000	5,000,000	4,996,451	3,549	3.44	5.00	3.70
124	28	18.05.07	15.06.07	9,000,000	15,315,000	9,000,000	8,952,055	47,945	6.85	7.00	6.98
125	28	21.05.07	18.06.07	9,000,000	16,724,000	9,000,000	8,952,502	47,498	6.79	7.00	6.92
126	91	22.05.07	21.08.07	7,000,000	13,500,000	7,000,000	6,846,510	153,490	8.99	9.00	8.99
127	7	22.05.07	29.05.07	5,000,000	15,000,000	5,000,000	4,996,656	3,344	3.49	3.49	3.49
128	28	23.05.07	20.06.07	9,000,000	20,567,000	9,000,000	8,952,252	47,748	6.85	7.00	6.95
129	91	24.05.07	23.08.07	7,000,000	12,000,000	7,000,000	6,846,498	153,502	8.99	9.00	8.99
130	7	24.05.07	31.05.07	5,000,000	8,000,000	5,000,000	4,995,411	4,589	4.55	5.00	4.79
131	28	25.05.07	22.06.07	9,000,000	24,000,000	9,000,000	8,952,127	47,873	6.89	7.00	6.97
132	28	28.05.07	25.06.07	9,000,000	23,000,000	9,000,000	8,952,134	47,866	6.95	6.98	6.97
133	90	29.05.07	27.08.07	7,000,000	14,300,000	7,000,000	6,848,526	151,474	8.97	8.97	8.97
134	7	29.05.07	05.06.07	5,000,000	13,500,000	5,000,000	4,996,761	3,239	3.38	3.38	3.38
135	28	30.05.07	27.06.07	9,000,000	33,004,000	9,000,000	8,955,597	44,403	6.45	6.47	6.46
136	91	31.05.07	30.08.07	7,000,000	18,966,000	7,000,000	6,850,292	149,708	8.67	8.88	8.77
137	7	31.05.07	07.06.07	5,000,000	15,966,000	5,000,000	4,997,112	2,888	2.95	3.11	3.01
138	28	01.06.07	29.06.07	10,000,000	32,804,000	10,000,000	9,954,739	45,261	5.49	6.11	5.93
139	28	04.06.07	02.07.07	10,000,000	30,008,000	10,000,000	9,956,594	43,406	5.45	5.90	5.68
140	91	05.06.07	04.09.07	7,000,000	15,810,000	7,000,000	6,855,419	144,581	8.29	8.47	8.46
141	7	05.06.07	12.06.07	5,000,000	10,000,000	5,000,000	4,997,364	2,636	2.75	2.75	2.75
142	28	06.06.07	04.07.07	10,000,000	17,004,000	10,000,000	9,954,136	45,864	4.95	7.00	6.01
143	91	07.06.07	06.09.07	7,000,000	12,690,000	7,000,000	6,855,918	144,082	7.99	9.00	8.43
144	7	07.06.07	14.06.07	5,000,000	16,200,000	5,000,000	4,997,171	2,829	2.55	3.15	2.95
145	28	08.06.07	06.07.07	10,000,000	21,000,000	10,000,000	9,950,348	49,652	5.65	6.99	6.50
146	28	11.06.07	09.07.07	15,000,000	28,000,000	15,000,000	14,920,664	79,336	6.75	7.00	6.93
147	91	12.06.07	11.09.07	8,000,000	17,000,000	8,000,000	7,825,339	174,661	8.85	9.00	8.95
148	7	12.06.07	19.06.07	5,000,000	10,000,000	5,000,000	4,996,646	3,354	3.50	3.50	3.50
149	182	13.06.07	12.12.07	8,000,000	8,000,000	8,000,000	7,620,042	379,958	10.00	10.00	10.00
150	28	13.06.07	11.07.07	15,000,000	29,381,000	15,000,000	14,920,879	79,121	6.75	7.00	6.91
151	91	14.06.07	13.09.07	8,000,000	8,000,000	8,000,000	7,824,433	175,567	9.00	9.00	9.00
152	7	14.06.07	21.06.07	5,000,000	10,000,000	5,000,000	4,996,847	3,153	3.29	3.29	3.29
153	28	15.06.07	13.07.07	15,000,000	19,301,000	15,000,000	14,920,006	79,994	6.94	7.00	6.99
154	28	18.06.07	16.07.07	15,000,000	17,724,000	15,000,000	14,919,888	80,112	6.99	7.00	7.00
155	91	19.06.07	18.09.07	8,000,000	11,000,000	8,000,000	7,824,683	175,317	8.94	9.00	8.99
156	7	19.06.07	26.06.07	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,996,613	3,387	3.19	3.88	3.54
157	182	20.06.07	19.12.07	8,000,000	8,000,000	8,000,000	7,620,042	379,958	10.00	10.00	10.00
158	28	20.06.07	18.07.07	15,000,000	17,240,000	15,000,000	14,919,897	80,103	6.99	7.00	7.00
159	91	21.06.07	20.09.07	8,000,000	14,220,000	8,000,000	7,824,598	175,402	8.98	9.00	8.99

160	7	21.06.07	28.06.07	5,000,000	8,000,000	5,000,000	4,995,216	4,784	4.99	5.00	4.99
161	28	22.06.07	20.07.07	15,000,000	4,650,000	4,650,000	4,625,194	24,806	6.99	7.00	6.99
162	28	25.06.07	23.07.07	15,000,000	28,136,000	15,000,000	14,919,935	80,065	6.99	7.00	7.00
163	91	26.06.07	25.09.07	8,000,000	20,000,000	8,000,000	7,824,671	175,329	8.88	8.89	8.99
164	7	26.06.07	3.07.07	5,000,000	10,000,000	5,000,000	4,995,289	4,711	4.90	4.99	4.92
165	182	27.06.07	26.12.07	8,000,000	12,500,000	8,000,000	7,620,132	379,868	9.99	10.00	10.00
166	28	27.06.07	25.07.07	15,000,000	23,500,000	15,000,000	14,920,015	79,985	6.97	7.00	6.99
167	91	28.06.07	27.09.07	8,000,000	14,800,000	8,000,000	7,825,768	174,232	8.93	8.93	8.93
168	7	28.06.07	05.07.07	5,000,000	8,500,000	5,000,000	4,996,015	3,985	2.99	4.48	4.16
169	28	29.06.07	27.07.07	15,000,000	23,285,000	15,000,000	14,928,578	71,422	5.97	6.24	6.47
170	28	02.07.07	30.07.07	11,000,000	18,685,000	11,000,000	10,948,401	51,599	5.86	6.38	6.14
171	91	03.07.07	02.10.07	8,000,000	24,800,000	8,000,000	7,828,036	171,964	8.75	8.88	8.81
172	7	03.07.07	10.07.07	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,996,416	3,584	3.74	3.74	3.74
173	184	04.07.07	04.01.08	5,000,000	10,600,000	5,000,000	4,763,767	236,233.41	9.33	9.97	9.84
174	28	04.07.07	01.08.07	11,000,000	27,686,000	11,000,000	10,949,906	50,094.10	5.85	6.09	5.96
175	91	05.07.07	04.10.07	8,000,000	17,200,000	8,000,000	7,839,728	160,271.59	7.97	8.43	8.20
176	7	05.07.07	12.07.07	5,000,000	22,000,000	5,000,000	4,996,723	3,277.30	3.25	3.60	3.42
177	28	06.07.07	03.08.07	11,000,000	33,500,000	11,000,000	10,953,385	46,615.17	5.12	5.67	5.55
178	28	09.07.07	06.08.07	11,000,000	29,500,000	11,000,000	10,957,033	42,966.81	4.98	5.29	5.11
179	91	10.07.07	09.10.07	8,000,000	26,600,000	8,000,000	7,849,749	150,251	7.44	7.94	7.68
180	7	10.07.07	17.07.07	5,000,000	20,000,000	5,000,000	4,997,173	2,827	2.95	2.95	2.95
181	182	11.07.07	09.01.08	5,000,000	15,700,000	5,000,000	4,782,261	217,739	8.97	9.25	9.13
182	28	11.07.07	08.08.07	11,000,000	33,000,000	11,000,000	10,961,015	38,985	4.50	4.75	4.64
183	91	12.07.07	11.10.07	8,000,000	27,500,000	8,000,000	7,861,382	138,618	6.97	7.18	7.07
184	7	12.07.07	19.07.07	5,000,000	21,000,000	5,000,000	4,998,083	1,917	2.00	2.00	2.00
185	28	13.07.07	10.08.07	11,000,000	47,000,000	11,000,000	10,965,355	34,645	3.95	4.24	4.12
186	28	16.07.07	13.08.07	11,000,000	43,000,000	11,000,000	10,967,982	32,018	3.44	4.00	3.81
187	91	17.07.07	16.10.07	8,000,000	30,000,000	8,000,000	7,871,483	128,517	6.37	6.75	6.55
188	7	17.07.07	24.07.07	5,000,000	15,000,000	5,000,000	4,997,895	2,105	1.98	2.22	2.20
189	182	18.07.07	16.01.08	5,000,000	16,300,000	5,000,000	4,802,638	197,362	7.98	8.44	8.24
190	28	18.07.07	15.08.07	11,000,000	31,000,000	11,000,000	10,968,367	31,633	3.14	4.14	3.76
191	91	19.07.07	18.10.07	8,000,000	21,350,000	8,000,000	7,880,954	119,046	5.74	6.32	6.06
192	7	19.07.07	26.07.07	12,000,000	24,000,000	12,000,000	11,993,861	6,139	1.97	3.45	2.67
193	28	20.07.07	17.08.07	11,000,000	39,000,000	11,000,000	10,967,443	32,557	3.09	4.24	3.87
194	7	20.07.07	27.08.07	12,000,000	33,000,000	12,000,000	11,993,099	6,901	2.24	3.23	3.00
195	28	23.07.07	20.08.07	11,000,000	30,500,000	11,000,000	10,961,775	38,225	3.47	4.97	4.55
196	7	23.07.07	30.07.07	12,000,000	30,500,000	12,000,000	11,992,961	7,039	2.48	3.49	3.06
197	91	24.07.07	23.10.07	8,000,000	14,900,000	8,000,000	7,876,218	123,782	5.89	6.74	6.30
198	7	24.07.07	31.07.07	12,000,000	17,000,000	12,000,000	11,990,763	9,237	2.97	4.73	4.02
199	182	25.07.07	23.01.08	5,000,000	11,260,000	5,000,000	4,794,423	205,577	8.22	8.94	8.60
200	28	25.07.07	22.08.07	11,000,000	21,590,000	11,000,000	10,955,441	44,559	4.48	6.98	5.30
201	7	25.07.07	01.08.07	12,000,000	14,000,000	12,000,000	11,988,799	11,201	3.98	5.00	4.87
202	91	26.07.07	25.10.07	8,000,000	12,550,000	8,000,000	7,849,919	150,081	6.88	8.49	7.67
203	7	26.07.07	-	-	აუქციონზე ბანკების განაცხადების წარმოუდგენლობის გამო, თანხა არ განთავსებულა						
204	28	27.07.07	24.08.07	11,000,000	6,000,000	6,000,000	5,967,953	32,047	7.00	7.00	7.00
205	7	27.07.07	03.08.07	12,000,000	4,000,000	4,000,000	3,997,325	2,675	3.49	3.49	3.49
206	28	30.07.07	27.08.07	11,000,000	14,400,000	11,000,000	10,941,324	58,676	6.97	7.00	6.99
207	7	30.07.07	06.08.07	12,000,000	3,500,000	3,500,000	3,496,669	3,331	4.95	4.99	4.97
208	91	31.07.07	30.10.07	8,000,000	12,000,000	8,000,000	7,825,625	174,375	8.93	8.94	8.94

209	7	31.07.07	07.08.07	12,000,000	19,000,000	12,000,000	11,989,366	10,634	3.00	5.00	4.63
210	182	01.08.07	30.01.08	7,000,000	10,255,000	7,000,000	6,670,658	329,342	8.55	9.96	9.90
211	28	01.08.07	29.08.07	15,000,000	15,000,000	15,000,000	14,919,882	80,118	7.00	7.00	7.00
212	91	02.08.07	01.11.07	10,000,000	12,800,000	10,000,000	9,781,860	218,140	8.85	8.96	8.94
213	7	02.08.07	09.08.07	20,000,000	2,500,000	2,500,000	2,497,647	2,353	4.90	4.97	4.95
214	28	03.08.07	31.08.07	15,000,000	16,500,000	15,000,000	14,919,894	80,106	6.99	7.00	7.00
215	28	06.08.07	03.09.07	15,000,000	21,000,000	15,000,000	14,920,064	79,936	6.89	7.00	6.98
216	91	07.08.07	06.11.07	10,000,000	20,800,000	10,000,000	9,782,568	217,432	8.84	8.96	8.91
217	7	07.08.07	14.08.07	20,000,000	18,300,000	16,300,000	16,284,451	15,549	4.95	5.00	4.98
218	182	08.08.07	06.02.08	7,000,000	9,150,000	7,000,000	6,670,298	329,702	9.85	9.97	9.91
219	28	08.08.07	05.09.07	15,000,000	19,000,000	15,000,000	14,921,317	78,683	6.65	6.99	6.87
220	91	09.08.07	08.11.07	10,000,000	16,550,000	10,000,000	9,781,467	218,533	8.87	9.00	8.96
221	7	09.08.07	16.08.07	20,000,000	20,500,000	20,000,000	19,981,018	18,982	4.87	5.00	4.95
222	28	10.08.07	07.09.07	15,000,000	21,200,000	15,000,000	14,920,696	79,304	6.87	7.00	6.93
223	28	13.08.07	10.09.07	15,000,000	22,000,000	15,000,000	14,920,057	79,943	6.93	7.00	6.98
224	91	14.08.07	13.11.07	10,000,000	18,500,000	10,000,000	9,781,674	218,326	8.88	9.00	8.95
225	7	14.08.07	21.08.07	20,000,000	17,500,000	17,500,000	17,483,284	16,716	4.93	5.00	4.99
226	182	15.08.07	13.02.08	7,000,000	9,200,000	7,000,000	6,672,924	327,076	9.83	9.83	9.83
227	28	15.08.07	12.09.07	15,000,000	1,910,000	1,910,000	1,899,837	10,163	6.95	6.99	6.97
228	91	16.08.07	15.11.07	10,000,000	10,000,000	10,000,000	9,780,541	219,459	9.00	9.00	9.00
229	7	16.08.07	23.08.07	20,000,000	5,000,000	5,000,000	4,995,210	4,790	5.00	5.00	5.00
230	28	17.08.07	14.09.07	15,000,000	7,500,000	7,500,000	7,460,112	39,888	6.96	6.99	6.97
231	28	20.08.07	17.09.07	15,000,000	9,500,000	9,500,000	9,449,369	50,631	6.98	6.99	6.98
232	91	21.08.07	20.11.07	10,000,000	5,000,000	5,000,000	4,890,437	109,563	8.96	9.00	8.99
233	8	21.08.07	29.08.07	20,000,000	11,055,000	11,055,000	11,042,910	12,090	4.99	5.00	4.99
234	182	22.08.07	20.02.08	7,000,000	10,500,000	7,000,000	6,667,944	332,056	9.95	10.00	9.99
235	28	22.08.07	19.09.07	15,000,000	8,090,000	8,090,000	8,046,805	43,195	6.99	7.00	7.00
236	91	23.08.07	22.11.07	10,000,000	10,000,000	10,000,000	9,780,541	219,459	9.00	9.00	9.00
237	7	23.08.07	30.08.07	20,000,000	4,444,000	4,444,000	4,439,751	4,249	4.99	4.99	4.99
238	28	24.08.07	21.09.07	15,000,000	3,000,000	3,000,000	2,983,992	16,008	6.99	7.00	6.99
239	28	27.08.07	24.09.07	15,000,000	15,000,000	15,000,000	14,919,882	80,118	7.00	7.00	7.00
240	8	27.08.07	04.09.07	20,000,000	3,000,000	3,000,000	2,996,716	3,284	5.00	5.00	5.00
241	182	29.08.07	27.02.08	7,000,000	2,000,000	2,000,000	1,905,101	94,899	9.99	9.99	9.99
242	28	29.08.07	26.09.07	15,000,000	3,000,000	3,000,000	2,983,999	16,001	6.99	6.99	6.99
243	91	30.08.07	29.11.07	10,000,000	19,000,000	10,000,000	9,780,732	219,268	8.99	9.00	8.99
244	7	30.08.07	06.09.07	20,000,000	15,555,000	13,555,000	13,542,042	12,958	4.97	5.00	4.99
245	28	31.08.07	28.09.07	15,000,000	23,000,000	15,000,000	14,919,954	80,046	6.98	7.00	6.99
246	28	03.09.07	01.10.07	15,000,000	12,000,000	12,000,000	11,936,065	63,935	6.97	6.99	6.98
247	91	04.09.07	04.12.07	10,000,000	22,000,000	10,000,000	9,782,401	217,599	8.85	8.94	8.92
248	7	04.09.07	11.09.07	15,000,000	35,000,000	15,000,000	14,986,204	13,796	4.70	4.90	4.80
249	182	05.09.07	05.03.08	12,000,000	19,533,000	12,000,000	11,447,718	552,282	9.44	9.89	9.68
250	28	05.09.07	03.10.07	15,000,000	29,000,000	15,000,000	14,926,830	73,170	6.20	6.69	6.39
251	91	06.09.07	06.12.07	10,000,000	24,750,000	10,000,000	9,788,501	211,499	8.57	8.77	8.67
252	7	06.09.07	13.09.07	15,000,000	30,500,000	15,000,000	14,986,679	13,321	4.49	5.00	4.63
253	28	07.09.07	05.10.07	15,000,000	23,000,000	15,000,000	14,925,235	74,765	6.20	6.57	6.53
254	28	10.09.07	08.10.07	15,000,000	27,000,000	15,000,000	14,925,642	74,358	6.23	6.94	6.49
255	91	11.09.07	11.12.07	10,000,000	12,000,000	10,000,000	9,786,161	213,839	8.44	8.99	8.76
256	7	11.09.07	18.09.07	15,000,000	15,000,000	15,000,000	14,985,630	14,370	5.00	5.00	5.00
257	182	12.09.07	12.03.08	12,000,000	20,733,000	12,000,000	11,437,315	562,685	9.48	9.97	9.87
258	28	12.09.07	10.10.07	15,000,000	26,500,000	15,000,000	14,923,918	76,082	6.22	7.00	6.65

259	91	13.09.07	13.12.07	10,000,000	15,500,000	10,000,000	9,783,726	216,274	8.58	8.89	8.87
260	7	13.09.07	20.09.07	15,000,000	26,000,000	11,000,000	10,989,581	10,419	4.67	5.00	4.94
261	28	14.09.07	12.10.07	15,000,000	37,500,000	15,000,000	14,923,154	76,846	6.55	6.90	6.71
262	28	17.09.07	15.10.07	15,000,000	25,200,000	15,000,000	14,921,780	78,220	6.80	6.85	6.83
263	91	18.09.07	18.12.07	10,000,000	11,100,000	10,000,000	9,786,638	213,362	8.70	8.75	8.74
264	7	18.09.07	25.09.07	15,000,000	15,000,000	15,000,000	14,985,716	14,284	4.97	4.97	4.97
265	182	19.09.07	19.03.08	12,000,000	12,400,000	12,000,000	11,430,081	569,919	9.99	10.00	10.00
266	28	19.09.07	17.10.07	15,000,000	9,000,000	9,000,000	8,952,172	47,828	6.95	6.99	6.96
267	91	20.09.07	20.12.07	10,000,000	17,000,000	10,000,000	9,783,357	216,643	8.69	9.00	8.88
268	7	20.09.07	27.09.07	15,000,000	3,000,000	3,000,000	2,997,132	2,868	4.99	4.99	4.99
269	28	21.09.07	19.10.07	15,000,000	1,500,000	1,500,000	1,492,113	7,887	6.89	6.89	6.89
270	28	24.09.07	22.10.07	15,000,000	5,000,000	5,000,000	4,973,370	26,630	6.98	6.98	6.98
271	91	25.09.07	25.12.07	10,000,000	4,800,000	4,800,000	4,695,681	104,319	8.83	9.00	8.91
273	182	26/09/07	26/03/08	12,000,000	10,000,000	10,000,000	9,525,188	474,812	9.99	10.00	10.00
274	28	26/09/07	24/10/07	15,000,000	1,000,000	1,000,000	994,659	5,341	7.00	7.00	7.00
275	91	27/09/07	27/12/07	10,000,000	6,900,000	6,900,000	6,748,979	151,021	8.88	8.99	8.98
276	7	27/09/07	04/10/07	15,000,000	8,100,000	8,100,000	8,092,250	7,750	4.99	5.00	4.99
277	28	28/09/07	26/10/07	15,000,000	9,500,000	9,500,000	9,449,441	50,559	6.94	7.00	6.97
278	28	01/10/07	29/10/07	20,000,000	17,000,000	17,000,000	16,909,678	90,322	6.89	7.00	6.96
279	7	02/10/07	09/10/07	15,000,000	45,000,000	15,000,000	14,986,157	13,843	4.79	4.84	4.82
280	182	03/10/07	02/04/08	30,000,000	65,300,000	30,000,000	28,588,200	1,411,800	9.50	9.97	9.90
281	7	04/10/07	11/10/07	15,000,000	31,777,000	15,000,000	14,987,152	12,848	4.47	4.47	4.47
282	91	05/10/07	04/01/08	40,000,000	22,750,000	22,750,000	22,259,986	490,014	8.39	8.98	8.83
283	28	08/10/07	05/11/07	20,000,000	23,000,000	20,000,000	19,896,145	103,855	6.30	6.99	6.80
284	7	09/10/07	16/10/07	15,000,000	22,888,000	15,000,000	14,987,360	12,640	4.00	4.79	4.40
285	181	10/10/07	08/04/08	30,000,000	48,600,000	30,000,000	28,590,895	1,409,105	9.60	9.98	9.94
286	7	11/10/07	18/10/07	15,000,000	28,477,000	15,000,000	14,988,466	11,534	3.99	4.29	4.01
287	91	12/10/07	11/01/08	40,000,000	69,600,000	40,000,000	39,128,832	871,168	8.50	9.00	8.93
288	28	15/10/07	12/11/07	20,000,000	42,885,000	20,000,000	19,896,539	103,461	6.77	6.78	6.78
289	7	16/10/07	23/10/07	15,000,000	38,799,000	15,000,000	14,989,425	10,575	3.49	3.99	3.68
290	182	17/10/07	16/04/08	30,000,000	49,000,000	30,000,000	28,588,608	1,411,392	9.30	9.94	9.90
291	7	18/10/07	25/10/07	15,000,000	34,050,000	15,000,000	14,989,061	10,939.23	3.49	3.97	3.81
292	91	19/10/07	18/01/08	40,000,000	16,500,000	16,500,000	16,141,877	358,122.57	8.49	9.00	8.90
293	28	22/10/07	19/11/07	20,000,000	13,700,000	13,700,000	13,630,804	69,196	6.52	6.97	6.62
294	7	23/10/07	30/10/07	15,000,000	1,300,000	1,300,000	1,298,964	1,036.32	3.80	5.00	4.16
295	182	24/10/07	23/04/08	30,000,000	40,000,000	30,000,000	28,576,243	1,423,757	9.90	10.00	9.99
296	7	25/10/07	01/11/07	15,000,000	20,360,000	15,000,000	14,988,004	11,996	3.00	4.78	4.17
297	91	26/10/07	25/01/08	40,000,000	19,000,000	19,000,000	18,550,190	449,810	8.99	10.00	9.73
298	28	29/10/07	26/11/07	15,000,000	4,000,000	4,000,000	3,979,884	20,116	6.55	6.74	6.59
299	7	29/10/07	05/11/07	30,000,000	9,000,000	9,000,000	8,990,909	9,091	4.69	6.00	5.27
300	7	30/10/07	06/11/07	30,000,000	16,460,000	16,460,000	16,441,163	18,837	5.89	6.00	5.97
301	182	31/10/07	30/04/08	30,000,000	1,000,000	1,000,000	952,641	47,359	9.95	9.99	9.97
302	7	31/10/07	07/11/07	30,000,000	2,500,000	2,500,000	2,497,127	2,873	6.00	6.00	6.00
303	7	01/11/07	08/11/07	15,000,000	23,200,000	15,000,000	14,984,233	15,766.68	3.50	5.49	5.96
304	91	02/11/07	01/02/08	40,000,000	16,500,000	16,500,000	16,099,313	400,687	9.85	10.00	9.98
305	28	05/11/07	03/12/07	15,000,000	14,000,000	14,000,000	13,916,672	83,328	7.50	8.00	7.81

306	7	06/11/07	13/11/07	15,000,000	32,623,000	15,000,000	14,980,478	19,522	5.67	6.98	6.80
307	182	07/11/07	07/05/08	30,000,000	1,000,000	1,000,000	948,003	51,997	11.00	11.00	11.00
308	7	08/11/07	15/11/07	15,000,000	28,000,000	15,000,000	14,981,376	18,624	6.00	6.54	6.48
309	91	09/11/07	08/02/08	40,000,000	1,000,000	1,000,000	974,574	25,426	9.96	10.99	10.46
310	28	12/11/07	10/12/07	15,000,000	500,000	500,000	496,950	3,050	8.00	8.00	8.00
311	7	13/11/07	20/11/07	15,000,000	14,777,000	14,777,000	14,758,704	18,296	6.11	6.54	6.46
313	7	15/11/07	22/11/07	15,000,000	15,600,000	15,000,000	14,980,858	19,142	6.00	6.79	6.66
315	28	19/11/07	17/12/07	15,000,000	16,000,000	15,000,000	14,908,901	91,099	7.87	7.99	7.97
316	7	20/11/07	27/11/07	15,000,000	15,427,000	15,000,000	14,980,607	19,393	6.27	6.99	6.75
319	7	22/11/07	29/11/07	15,000,000	15,590,000	15,000,000	14,981,054	18,946	6.31	7.00	6.59
320	28	26/11/07	24/12/07	15,000,000	700,000	700,000	695,730	4,270	8.00	8.00	8.00
321	7	27/11/07	04/12/07	15,000,000	19,600,000	15,000,000	14,980,382	19,618	6.35	6.99	6.83
322	182	28/11/07	28/05/08	30,000,000	500,000	500,000	469,562	30,438	13.00	13.00	13.00
323	7	29/11/07	06/12/07	15,000,000	40,100,000	15,000,000	14,975,778	24,222	6.50	8.59	8.43
324	91	30/11/07	29/02/08	40,000,000	5,100,000	5,100,000	4,939,893	160,107	13.00	13.00	13.00
325	28	03/12/07	31/12/07	15,000,000	17,000,000	15,000,000	14,889,110	110,890	9.31	10.00	9.71
326	7	04/12/07	11/12/07	15,000,000	37,090,000	15,000,000	14,975,974	24,026	8.00	8.49	8.37
327	182	05/12/07	04/06/08	30,000,000	1,000,000	1,000,000	939,124	60,876	13.00	13.00	13.00
328	7	06/12/07	13/12/07	50,000,000	43,000,000	43,000,000	42,929,875	70,125	8.00	9.00	8.52
329	91	07/12/07	07/03/08	10,000,000	1,000,000	1,000,000	968,607	31,393	13.00	13.00	13.00
330	29	10/12/07	08/01/08	60,000,000	3,100,000	3,100,000	3,075,564	24,436	10.00	10.00	10.00
331	7	11/12/07	18/12/07	50,000,000	58,339,911	50,000,000	49,914,446	85,554	8.49	8.99	8.94
332	182	12/12/07	11/06/08	10,000,000	1,000,000	1,000,000	939,124	60,876	13.00	13.00	13.00
333	7	13/12/07	20/12/07	50,000,000	64,400,000	50,000,000	49,917,406	82,594	8.20	8.89	8.63
334	91	14/12/07	14/03/08	10,000,000	3,500,000	3,500,000	3,390,123	109,877	13.00	13.00	13.00
335	28	17/12/07	14/01/08	60,000,000	12,100,000	12,100,000	12,007,900	92,100	9.98	10.00	10.00
336	7	18/12/07	25/12/07	75,000,000	12,650,000	12,650,000	12,628,893	21,107	8.48	8.93	8.71
338	7	20/12/07	27/12/07	75,000,000	10,750,000	10,750,000	10,731,646	18,354	8.85	9.00	8.92
339	91	21/12/07	21/03/08	10,000,000	2,000,000	2,000,000	1,937,213	62,787	13.00	13.00	13.00
340	28	24/12/07	21/01/08	50,000,000	4,000,000	4,000,000	3,969,580	30,420	9.98	10.00	9.99
341	10	25/12/07	04/01/08	75,000,000	5,900,000	5,900,000	5,885,517	14,483	8.93	9.00	8.98
343	8	27/12/07	04/01/08	75,000,000	3,930,000	3,930,000	3,922,269	7,731	8.99	9.00	8.99
344	91	28/12/07	28/03/08	10,000,000	3,400,000	3,400,000	3,293,262	106,738	13.00	13.00	13.00
345	28	31/12/07	28/01/08	50,000,000	1,800,000	1,800,000	1,786,304	13,696	9.99	10.00	9.99
1	7	08/01/08	15/01/08	25,000,000	4,400,000	4,400,000	4,392,462	7,538	8.80	9.00	8.95
2	7	10/01/08	17/01/08	25,000,000	12,197,000	12,197,000	12,175,993	21,007	8.97	9.00	9.00
4	7	15/01/08	22/01/08	25,000,000	31,388,000	25,000,000	24,956,929	43,071	8.98	9.00	9.00
5	7	17/01/08	24/01/08	25,000,000	7,625,000	7,625,000	7,611,898	13,102	8.89	9.00	8.97
6	91	17/01/08	17/04/08	50,000,000	1,000,000	1,000,000	968,607	31,393	13.00	13.00	13.00
7	7	22/01/08	29/01/08	25,000,000	49,600,000	25,000,000	24,957,184	42,816	8.85	8.99	8.95
8	7	24/01/08	31/01/08	25,000,000	52,815,000	25,000,000	24,957,950	42,050	8.50	8.98	8.79
9	91	24/01/08	24/04/08	50,000,000	13,000,000	13,000,000	12,593,242	406,758	12.89	13.00	12.96
10	7	29/01/08	05/02/08	25,000,000	18,300,000	18,300,000	18,269,297	30,703	8.19	9.49	8.76
11	7	31/01/08	07/02/08	25,000,000	28,100,000	25,000,000	24,952,855	47,145	9.59	9.99	9.85
12	91	31/01/08	01/05/08	50,000,000	4,000,000	4,000,000	3,865,115	134,885	13.00	15.00	14.00
13	7	05/02/08	12/02/08	25,000,000	20,700,000	20,700,000	20,661,983	38,017	8.67	10.00	9.59

14	91	07/02/08	08/05/08	50,000,000	2,500,000	2,500,000	2,409,877	90,123	15.00	15.00	15.00
15	7	07/02/08	14/02/08	30,000,000	20,180,000	20,180,000	20,141,541	38,459	9.50	9.99	9.96
16	7	12/02/08	19/02/08	20,000,000	35,300,000	20,000,000	19,962,520	37,480	9.42	9.95	9.79
17	91	14/02/08	15/05/08	50,000,000	15,500,000	15,500,000	14,941,262	558,738	14.99	15.00	15.00
18	7	14/02/08	21/02/08	35,000,000	45,000,000	35,000,000	34,933,714	66,286	9.50	9.99	9.89
19	7	19/02/08	26/02/08	40,000,000	33,300,000	33,300,000	33,237,667	62,333	9.55	10.00	9.78
20	7	21/02/08	28/02/08	30,000,000	77,900,000	30,000,000	29,943,206	56,794	9.89	9.89	9.89
21	91	21/02/08	22/05/08	50,000,000	57,800,000	50,000,000	47,979,055	2,020,945	15.00	17.00	16.90
22	7	26/02/08	04/03/08	40,000,000	75,200,000	40,000,000	39,925,838	74,162	9.40	9.88	9.69
23	7	28/02/08	06/03/08	25,000,000	32,362,000	25,000,000	24,956,874	43,126	8.49	9.99	9.01
24	91	28/02/08	29/05/08	50,000,000	61,700,000	50,000,000	47,968,072	2,031,928	16.49	17.00	16.99
25	7	04/03/08	11/03/08	70,000,000	23,000,000	23,000,000	22,954,955	45,045	9.49	11.00	10.23
26	7	06/03/08	13/03/08	30,000,000	39,250,000	30,000,000	29,942,671	57,329	9.88	10.38	9.98
27	91	06/03/08	05/06/08	50,000,000	11,500,000	11,500,000	11,032,407	467,593	17.00	17.00	17.00
28	7	11/03/08	18/03/08	35,000,000	27,300,000	27,300,000	27,245,644	54,356	9.13	10.99	10.40
29	7	13/03/08	20/03/08	25,000,000	21,000,000	21,000,000	20,955,830	44,170	10.99	11.00	10.99
30	91	13/03/08	12/06/08	50,000,000	60,500,000	50,000,000	47,967,367	2,032,633	16.61	17.00	17.00
31	7	18/03/08	25/03/08	25,000,000	28,650,000	25,000,000	24,949,774	50,226	9.39	10.98	10.50
32	7	20/03/08	27/03/08	40,000,000	24,000,000	24,000,000	23,949,538	50,462	10.90	11.00	10.99
33	91	20/03/08	19/06/08	50,000,000	36,575,000	36,575,000	35,092,578	1,482,422	16.25	17.00	16.94
34	7	25/03/08	01/04/08	25,000,000	27,840,000	25,000,000	24,950,915	49,085	9.41	10.80	10.26
35	7	27/03/08	03/04/08	40,000,000	36,800,000	36,800,000	36,724,315	75,685	9.50	11.00	10.75
36	91	27/03/08	26/06/08	70,000,000	55,500,000	55,500,000	53,243,437	2,256,563	16.99	17.00	17.00
37	7	01/04/08	08/04/08	23,000,000	13,000,000	13,000,000	12,973,693	26,307	9.43	10.95	10.57
38	7	03/04/08	10/04/08	17,000,000	13,500,000	13,500,000	13,471,589	28,411	10.97	11.00	11.00
39	91	03/04/08	03/07/08	70,000,000	26,200,000	26,200,000	25,134,702	1,065,298	17.00	17.00	17.00
40	7	08/04/08	15/04/08	25,000,000	29,600,000	25,000,000	24,950,148	49,852	9.50	10.99	10.42
41	7	10/04/08	17/04/08	10,000,000	8,100,000	8,100,000	8,083,072	16,928	10.50	11.00	10.92
42	91	10/04/08	10/07/08	70,000,000	9,000,000	9,000,000	8,634,115	365,885	16.99	17.00	17.00
43	7	15/04/08	22/04/08	22,000,000	16,175,000	16,175,000	16,141,730	33,270	9.77	11.00	10.75
44	7	17/04/08	24/04/08	15,000,000	1,870,000	1,870,000	1,866,071	3,929	10.98	10.98	10.98
45	91	17/04/08	17/07/08	70,000,000	2,200,000	2,200,000	2,105,512	94,488	18.00	18.00	18.00
46	7	22/04/08	29/04/08	20,000,000	27,650,000	20,000,000	19,956,372	43,628	10.50	11.97	11.40
47	7	24/04/08	01/05/08	20,000,000	17,300,000	17,300,000	17,261,885	38,115	10.75	12.00	11.51
48	91	24/04/08	24/07/08	70,000,000	16,601,000	16,601,000	15,888,001	712,999	17.99	18.00	18.00
49	7	29/04/08	06/05/08	30,000,000	20,200,000	20,200,000	20,154,909	45,091	10.57	12.00	11.67
50	7	01/05/08	08/05/08	20,000,000	7,900,000	7,900,000	7,882,149	17,851	11.29	12.00	11.81
51	91	01/05/08	31/07/08	70,000,000	300,000	300,000	287,115	12,885	18.00	18.00	18.00
52	7	06/05/08	13/05/08	10,000,000	10,350,000	10,000,000	9,977,603	22,397	10.99	12.00	11.70
53	7	08/05/08	15/05/08	7,000,000	5,950,000	5,950,000	5,936,485	13,515	11.70	11.99	11.87
54	91	08/05/08	07/08/08	70,000,000	400,000	400,000	382,829	17,171	17.99	17.99	17.99
55	7	13/05/08	20/05/08	5,000,000	16,050,000	5,000,000	4,989,035	10,965	11.11	11.50	11.46
56	7	15/05/08	22/05/08	10,000,000	11,403,000	10,000,000	9,977,901	22,099	11.00	12.00	11.55
57	91	15/05/08	14/08/08	70,000,000	7,400,000	7,400,000	7,082,184	317,816	17.99	18.00	18.00
58	7	20/05/05	27/05/05	5,000,000	4,210,000	4,210,000	4,200,615	9,385	11.15	12.00	11.65
59	7	22/05/08	29/05/08	10,000,000	12,100,000	10,000,000	9,978,022	21,978	11.00	12.00	11.48

60	91	22/05/08	21/08/08	70,000,000	400,000	400,000	382,829	17,171	17.99	17.99	17.99
61	7	29/05/08	05/06/08	25,000,000	18,470,000	18,470,000	18,428,950	41,050	11.00	12.00	11.61
62	92	29/05/08	29/08/08	70,000,000	4,900,000	4,900,000	4,687,345	212,655	17.99	18.00	18.00
63	7	03/06/08	10/06/08	5,000,000	5,000,000	5,000,000	4,988,535	11,465	11.98	11.99	11.98
64	7	05/06/08	12/06/08	20,000,000	12,410,000	12,410,000	12,381,913	28,087	11.50	11.83	12.00
65	91	05/06/08	04/09/08	70,000,000	650,000	650,000	622,092	27,908	17.99	17.99	18.00
66	7	12/06/08	19/06/08	20,000,000	12,600,000	12,600,000	12,571,302	28,698	11.52	11.90	12.00
67	91	12/06/08	11/09/08	70,000,000	70,000,000	70,000,000	66,993,550	3,006,450	18.00	18.00	18.00
68	7	17/06/08	24/06/08	15,000,000	16,000,000	15,000,000	14,965,702	34,298	11.95	11.95	11.95
69	7	19/06/08	26/06/08	20,000,000	11,260,000	11,260,000	11,234,501	25,499	11.55	12.00	11.83
70	91	19/06/08	18/09/08	70,000,000	25,000,000	25,000,000	23,926,268	1,073,732	18.00	18.00	18.00
71	7	24/06/08	01/07/08	30,000,000	5,000,000	5,000,000	4,988,520	11,480	12.00	12.00	12.00
72	7	26/06/08	03/07/08	15,000,000	22,050,000	15,000,000	14,965,669	34,331	11.71	11.96	12.00
73	91	26/06/08	25/09/08	70,000,000	1,000,000	1,000,000	954,773	45,227	19.00	19.00	19.00
74	7	01/07/08	08/07/08	15,000,000	19,000,000	15,000,000	14,965,731	34,269	11.94	11.94	11.94
75	7	03/07/08	10/07/08	17,000,000	24,220,000	17,000,000	16,961,085	38,915	11.74	11.96	12.00
76	91	03/07/08	02/10/08	70,000,000	2,500,000	2,500,000	2,386,931	113,069	19.00	19.00	19.00
77	7	08/07/07	15/07/07	20,000,000	9,450,000	9,450,000	9,428,641	21,359	11.75	12.00	11.81
78	7	10/07/08	17/07/08	20,000,000	11,400,000	11,400,000	11,373,866	26,134	11.75	12.00	11.98
79	91	10/07/08	09/10/08	70,000,000	7,100,000	7,100,000	6,778,885	321,115	19.00	19.00	19.00
80	7	15/07/08	22/07/08	25,000,000	48,300,000	25,000,000	24,942,987	57,013	11.65	12.00	11.92
81	7	17/07/08	24/07/08	20,000,000	26,550,000	20,000,000	19,954,441	45,559	11.49	12.00	11.90
82	91	17/07/08	16/10/08	70,000,000	19,700,000	19,700,000	18,809,019	890,981	19.00	19.00	19.00
83	7	22/07/08	29/07/08	30,000,000	52,580,000	30,000,000	29,932,017	67,983	11.75	11.88	11.84
84	7	24/07/08	31/07/08	35,000,000	65,650,000	35,000,000	34,922,235	77,765	11.48	11.63	11.61
85	91	24/07/08	23/10/08	70,000,000	11,350,000	11,350,000	10,836,676	513,324	18.99	19.00	19.00
86	7	29/07/08	05/08/08	60,000,000	44,470,000	44,470,000	44,370,771	99,229	11.00	12.00	11.66
87	7	31/07/08	07/08/08	30,000,000	10,450,000	10,450,000	10,426,677	23,323	11.00	11.79	11.66
88	91	31/07/08	30/10/08	70,000,000	10,962,000	10,962,000	10,466,227	495,773	18.99	19.00	19.00
89	7	05/08/08	12/08/08	40,000,000	71,200,000	40,000,000	39,912,067	87,933	11.30	11.70	11.49
90	7	07/08/08	14/08/08	40,000,000	26,900,000	26,900,000	26,841,863	58,137	11.00	11.60	11.29
91	91	07/08/08	06/11/08	70,000,000	10,400,000	10,400,000	9,929,644	470,356	18.99	19.00	19.00
92	91	14/08/08	13/11/08	70,000,000	7,000,000	7,000,000	6,683,408	316,592	19.00	19.00	19.00
93	91	21/08/08	20/11/08	15,000,000	400,000	400,000	381,918	18,082	18.99	18.99	18.99
94	7	26/08/08	02/09/08	10,000,000	3,800,000	3,800,000	3,792,486	7,514	10.00	10.70	10.33
96	91	04/09/08	04/12/08	15,000,000	11,500,000	11,500,000	11,060,011	439,989	15.75	16.00	15.96
97	91	11/09/08	11/12/08	15,000,000	28,400,000	15,000,000	14,462,577	537,423	14.78	14.94	14.90
98	91	18/09/08	18/12/08	25,000,000	59,700,000	25,000,000	24,236,939	763,061	12.47	12.97	12.63
99	91	25/09/08	25/12/08	25,000,000	55,950,000	25,000,000	24,244,285	755,715	12.10	12.95	12.50
100	90	02/10/08	31/12/08	15,000,000	29,900,000	15,000,000	14,557,293	442,707	11.98	12.88	12.33
101	91	09/10/08	08/01/09	15,000,000	47,750,000	15,000,000	14,559,003	440,997	11.93	12.49	12.15
102	91	16/10/08	15/01/09	15,000,000	57,000,000	15,000,000	14,586,380	413,620	11.00	11.87	11.37
103	91	23/10/08	22/01/09	15,000,000	39,000,000	15,000,000	14,592,462	407,538	10.99	11.55	11.20
104	91	30/10/08	29/01/09	15,000,000	35,500,000	15,000,000	14,584,352	415,648	11.00	12.00	11.43
105	91	06/11/08	05/02/09	25,000,000	3,000,000	3,000,000	2,910,520	89,480	11.00	12.33	13.00
106		13/11/08									

აუქციონზე ბანკების მხრიდან მოთხოვნის არქონის გამო, თანხა არ განთავსებულა

107		20/11/08			აუქციონზე ბანკების მხრიდან მოთხოვნის არქონის გამო, თანხა არ განთავსებულა						
108	91	27/11/08	26/02/09	25,000,000	5,450,000	5,450,000	5,279,293	170,707	12.51	13.00	12.97
109	91	04/12/08	05/03/09	25,000,000	4,600,000	4,600,000	4,455,927	144,073	12.71	13.00	12.97
110		11/12/08			აუქციონზე ბანკების მხრიდან მოთხოვნის არქონის გამო, თანხა არ განთავსებულა						
111	91	18/12/08	19/03/09	25,000,000	2,500,000	2,500,000	2,421,516	78,484	13.00	13.00	13.00
112	91	25/12/08	26/03/09	25,000,000	2,500,000	2,500,000	2,421,516	78,484	13.00	13.00	13.00
1	90	08/01/09	08/04/09	25,000,000	6,000,000	6,000,000	5,813,645	186,355	13.00	13.00	13.00
2	91	15/01/09	16/04/09	25,000,000	12,400,000	12,400,000	12,010,721	389,279	13.00	13.00	13.00
3	91	22/01/09	23/04/09	25,000,000	2,200,000	2,200,000	2,130,934	69,066	13.00	13.00	13.00
4	91	29/01/09	30/04/09	25,000,000	32,240,000	25,000,000	24,215,409	784,591	12.98	13.00	13.00
5	91	05/02/09	07/05/09	25,000,000	13,000,000	13,000,000	12,592,938	407,062	12.87	13.00	12.97
6	91	12/02/09	14/05/09	25,000,000	3,300,000	3,300,000	3,196,402	103,598	13.00	13.00	13.00
7	91	19/02/09	21/05/09	25,000,000	3,500,000	3,500,000	3,390,123	109,877	13.00	13.00	13.00
8	91	26/02/09	28/05/09	25,000,000	11,000,000	11,000,000	10,654,716	345,284	12.97	13.00	13.00
9	91	05/03/09	04/06/09	25,000,000	7,900,000	7,900,000	7,652,001	247,999	12.99	13.00	13.00
10	91	12/03/09	11/06/09	25,000,000	10,700,000	10,700,000	10,364,090	335,910	13.00	13.00	13.00
11	91	19/03/09	18/06/09	25,000,000	15,500,000	15,500,000	15,013,542	486,458	12.98	13.00	13.00
12	91	26/03/09	25/06/09	25,000,000	5,000,000	5,000,000	4,843,033	156,967	13.00	13.00	13.00
13	91	02/04/09	02/07/09	25,000,000	5,000,000	5,000,000	4,843,033	156,967	13.00	13.00	13.00
14	92	08/04/09	09/07/09	25,000,000	16,000,000	16,000,000	15,492,360	507,640	13.00	13.00	13.00
15	91	16/04/09	16/07/09	25,000,000	41,500,000	25,000,000	24,406,364	593,636	9.49	9.98	9.76
16	91	23/04/09	23/07/09	25,000,000	21,500,000	21,500,000	20,996,620	503,380	9.10	9.94	9.62
17	91	30/04/09	30/07/09	25,000,000	47,800,000	25,000,000	24,422,173	577,827	9.37	9.67	9.49
18	91	07/05/09	06/08/09	25,000,000	42,400,000	25,000,000	24,444,964	555,036	8.78	9.16	9.11
19	91	14/05/09	13/08/09	25,000,000	8,000,000	8,000,000	7,864,709	135,291	6.00	7.00	6.90
20	91	21/05/09	20/08/09	25,000,000	8,500,000	8,500,000	8,357,218	142,782	5.90	7.00	6.85
21	91	28/05/09	27/08/09	3,000,000	6,000,000	3,000,000	2,948,686	51,314	6.98	6.98	6.98
22	91	04/06/09	03/09/09	3,000,000	9,000,000	3,000,000	2,963,939	36,061	4.77	4.99	4.88
23	91	11/06/09	10/09/09	3,000,000	13,700,000	3,000,000	2,968,376	31,624	3.97	4.58	4.27
24	91	18/06/09	17/09/09	3,000,000	11,900,000	3,000,000	2,977,753	22,247	2.88	3.12	3.00
25	91	25/06/09	24/09/09	3,000,000	11,000,000	3,000,000	2,982,747	17,253	2.32	2.32	2.32
26	91	02/07/09	01/10/09	3,000,000	15,000,000	3,000,000	2,982,747	17,253	2.32	2.32	2.32
27	91	09/07/09	08/10/09	3,000,000	12,500,000	3,000,000	2,981,954	18,046	2.42	2.64	2.43
28	91	16/07/09	15/10/09	3,000,000	15,000,000	3,000,000	2,981,343	18,657	2.45	2.56	2.51
29	91	23/07/09	22/10/09	3,000,000	12,500,000	3,000,000	2,964,159	35,841	4.25	4.97	4.85
30	91	30/07/09	29/10/09	15,000,000	47,000,000	15,000,000	14,822,958	177,042	4.44	4.93	4.79
31	91	06/08/09	05/11/09	15,000,000	58,400,000	15,000,000	14,824,394	175,606	4.07	4.97	4.75
32	91	13/08/09	12/11/09	15,000,000	58,600,000	15,000,000	14,845,521	154,479	3.49	4.75	4.17
33	91	20/08/09	19/11/09	15,000,000	44,100,000	15,000,000	14,834,328	165,672	3.75	4.80	4.48
34	91	27/08/09	26/11/09	15,000,000	56,700,000	15,000,000	14,831,949	168,051	4.02	4.67	4.54
35	91	03/09/09	03/12/09	15,000,000	54,100,000	15,000,000	14,833,478	166,522	4.10	4.64	4.50
36	91	10/09/09	10/12/09	15,000,000	58,500,000	15,000,000	14,839,264	160,736	4.00	4.47	4.34
37	91	17/09/09	17/12/09	15,000,000	47,300,000	15,000,000	14,852,621	147,379	3.98	3.98	3.98
38	91	24/09/09	24/12/09	15,000,000	47,000,000	15,000,000	14,861,794	138,206	3.67	3.76	3.73
39	91	01/10/09	31/12/09	5,000,000	26,000,000	5,000,000	4,958,733	41,267	3.27	3.44	3.34
40	90	08/10/09	06/01/10	5,000,000	20,000,000	5,000,000	4,960,432	39,568	3.21	3.26	3.24

41	91	15/10/09	14/01/10	5,000,000	15,000,000	5,000,000	4,960,793	39,207	3.17	3.17	3.17
42	91	22/10/09	21/01/10	5,000,000	16,000,000	5,000,000	4,960,254	39,746	3.11	3.41	3.21
43	91	29/10/09	28/01/10	5,000,000	19,500,000	5,000,000	4,960,990	39,010	3.05	3.19	3.15
44	91	05/11/09	04/02/10	10,000,000	29,200,000	10,000,000	9,924,503	75,497	3.02	3.06	3.05
45	91	12/11/09	11/02/10	10,000,000	31,000,000	10,000,000	9,921,955	78,045	3.05	3.27	3.16
46	91	12/11/09	11/02/10	100,000,000	85,000,000	85,000,000	84,368,966	631,034	3.00	3.00	3.00
47	91	19/11/09	18/02/10	10,000,000	42,200,000	10,000,000	9,920,311	79,689	3.08	3.27	3.22
48	91	26/11/09	25/02/10	10,000,000	29,400,000	10,000,000	9,919,737	80,263	3.17	3.34	3.24
49	91	03/12/09	04/03/10	15,000,000	37,000,000	15,000,000	14,883,608	116,392	3.07	3.17	3.14
50	91	10/12/09	11/03/10	15,000,000	33,000,000	15,000,000	14,887,168	112,832	3.04	3.04	3.04
51	91	17/12/09	18/03/10	15,000,000	42,000,000	15,000,000	14,886,198	113,802	3.00	3.20	3.07
52	91	24/12/09	25/03/10	15,000,000	32,000,000	15,000,000	14,882,752	117,248	2.85	3.45	3.16
53	91	31/12/09	01/04/10	15,000,000	41,200,000	15,000,000	14,884,811	115,189	2.90	3.12	3.10
1	92	06/01/10	08/04/10	15,000,000	35,800,000	15,000,000	14,884,977	115,023	2.83	3.37	3.07
2	91	14/01/10	15/04/10	15,000,000	23,050,000	15,000,000	14,881,513	118,487	2.79	3.44	3.19
3	91	21/01/10	22/04/10	15,000,000	32,000,000	15,000,000	14,841,425	158,575	3.09	4.67	4.29
4	91	28/01/10	29/04/10	15,000,000	25,000,000	15,000,000	14,798,935	201,065	4.74	5.95	5.45
5	91	04/02/10	06/05/10	15,000,000	31,500,000	15,000,000	14,800,503	199,497	4.92	5.82	5.41
6	91	11/02/10	13/05/10	15,000,000	56,500,000	15,000,000	14,867,074	132,926	3.00	3.98	3.59
7	91	18/02/10	20/05/10	15,000,000	45,300,000	15,000,000	14,886,752	113,248	2.85	3.25	3.05
8	91	25/02/10	27/05/10	15,000,000	25,000,000	15,000,000	14,881,055	118,945	3.10	3.22	3.21
9	91	04/03/10	03/06/10	15,000,000	34,500,000	15,000,000	14,857,917	142,083	3.20	4.48	3.84
10	91	11/03/10	10/06/10	15,000,000	46,000,000	15,000,000	14,874,875	125,125	3.18	3.45	3.37
11	91	18/03/10	17/06/10	15,000,000	41,500,000	15,000,000	14,887,782	112,218	2.90	3.04	3.02
12	91	25/03/10	24/06/10	15,000,000	47,850,000	15,000,000	14,894,907	105,093	2.83	2.83	2.83
13	91	01/04/10	01/07/10	20,000,000	43,000,000	20,000,000	19,853,348	146,652	2.62	3.42	2.96
14	91	08/04/10	08/07/10	20,000,000	41,500,000	20,000,000	19,794,365	205,635	3.20	4.82	4.17
15	91	15/04/10	15/07/10	20,000,000	50,257,000	20,000,000	19,790,232	209,768	3.50	5.42	4.25
16	91	22/04/10	22/07/10	20,000,000	39,100,000	20,000,000	19,728,065	271,935	4.80	6.10	5.53
17	91	29/04/10	29/07/10	20,000,000	36,500,000	20,000,000	19,702,274	297,726	5.74	6.35	6.06
18	91	06/05/10	05/08/10	20,000,000	38,000,000	20,000,000	19,684,994	315,006	5.00	6.92	6.42
19	91	13/05/10	12/08/10	20,000,000	45,530,000	20,000,000	19,672,500	327,500	6.00	6.88	6.68
20	91	20/05/10	19/08/10	20,000,000	27,000,000	20,000,000	19,662,699	337,301	6.00	7.00	6.88
21	91	27/05/10	26/08/10	20,000,000	9,800,000	4,800,000	4,721,212	78,788	6.32	7.00	6.69
22	91	03/06/10	02/09/10	20,000,000	2,100,000	2,100,000	2,064,582	35,418	6.50	7.00	6.88
23	91	10/06/10	09/09/10	20,000,000	11,000,000	11,000,000	10,796,929	203,071	7.00	8.00	7.54
24	91	17/06/10	16/09/10	20,000,000	2,500,000	2,500,000	2,452,791	47,209	7.50	8.00	7.72
25	91	24/06/10	23/09/10	15,000,000	10,800,000	10,800,000	10,556,739	243,261	9.00	9.25	9.24
26	91	01/07/10	30/09/10	20,000,000	23,500,000	20,000,000	19,552,023	447,977	9.19	9.19	9.19
27	91	08/07/10	07/10/10	20,000,000	22,800,000	20,000,000	19,569,195	430,805	8.73	8.93	8.83
28	90	15/07/10	13/10/10	20,000,000	11,500,000	11,500,000	11,248,391	251,609	8.25	9.25	9.07
29	91	22/07/10	21/10/10	20,000,000	46,200,000	20,000,000	19,551,955	448,045	9.00	9.42	9.19
30	91	29/07/10	28/10/10	20,000,000	39,700,000	20,000,000	19,560,362	439,638	8.97	9.07	9.02
31	91	05/08/10	04/11/10	20,000,000	13,288,000	12,288,000	12,020,112	267,888	8.00	9.47	8.94
32	91	12/08/10	11/11/10	20,000,000	9,800,000	9,800,000	9,577,807	222,193	9.00	9.50	9.30
33	91	19/08/10	18/11/10	20,000,000	24,425,000	20,000,000	19,545,690	454,310	9.00	9.50	9.32

34	91	26/08/10	25/11/10	20,000,000	7,900,000	5,100,000	4,983,400	116,600	9.10	9.50	9.38
35	91	02/09/10	02/12/10	20,000,000	10,500,000	8,500,000	8,305,716	194,284	9.25	9.50	9.38
36	91	09/09/10	09/12/10	20,000,000	10,500,000	10,500,000	10,257,360	242,640	9.25	9.50	9.49
37	91	16/09/10	16/12/10	20,000,000	16,970,000	16,970,000	16,560,030	409,970	9.60	10.00	9.93
38	91	23/09/10	23/12/10	20,000,000	28,500,000	20,000,000	19,513,499	486,501	10.00	10.00	10.00
39	91	30/09/10	30/12/10	20,000,000	32,000,000	20,000,000	19,518,795	481,205	9.37	9.94	9.89
40	91	07/10/10	06/01/11	20,000,000	50,600,000	20,000,000	19,525,611	474,389	9.69	9.79	9.74
41	92	13/10/10	13/01/11	20,000,000	52,000,000	20,000,000	19,531,334	468,666	9.48	9.58	9.52
42	91	21/10/10	20/01/11	20,000,000	57,400,000	20,000,000	19,544,616	455,384	9.27	9.35	9.34
43	91	28/10/10	27/01/11	25,000,000	44,800,000	25,000,000	24,425,254	574,746	9.00	9.83	9.44
44	91	04/11/10	03/02/11	25,000,000	68,700,000	25,000,000	24,405,154	594,846	8.50	9.95	9.78
45	91	11/11/10	10/02/11	25,000,000	63,500,000	25,000,000	24,425,850	574,150	9.00	9.57	9.43
46	91	18/11/10	17/02/11	30,000,000	71,750,000	30,000,000	29,302,724	697,276	8.98	9.82	9.54
47	91	25/11/10	24/02/11	30,000,000	80,000,000	30,000,000	29,296,597	703,403	9.47	9.77	9.63
48	90	02/12/10	02/03/11	30,000,000	64,000,000	30,000,000	29,306,910	693,090	8.49	9.88	9.59
49	91	09/12/10	10/03/11	30,000,000	83,100,000	30,000,000	29,305,774	694,226	9.00	9.87	9.50
50	91	16/12/10	17/03/11	35,000,000	62,000,000	35,000,000	34,194,562	805,438	9.37	9.45	9.45
51	91	22/12/10	24/03/11	35,000,000	70,700,000	35,000,000	34,174,632	825,368	9.10	9.85	9.69
52	91	29/12/10	31/03/11	35,000,000	68,000,000	35,000,000	34,716,141	283,859	9.27	9.72	9.67
1	91	05/01/11	07/04/11	35,000,000	60,250,000	35,000,000	34,167,931	832,069	9.48	9.82	9.77
2	91	12/01/11	14/04/11	35,000,000	98,500,000	35,000,000	34,188,713	811,287	9.30	9.72	9.52
3	91	18/01/11	21/04/11	35,000,000	46,000,000	35,000,000	34,172,053	827,947	9.45	9.75	9.72
4	91	26/01/11	28/04/11	35,000,000	89,800,000	35,000,000	34,174,513	825,487	9.56	9.77	9.69
5	91	02/02/11	05/05/11	35,000,000	70,000,000	35,000,000	34,178,815	821,185	9.53	9.65	9.64
6	92	09/02/11	13/05/11	35,000,000	95,000,000	35,000,000	34,177,106	822,894	9.39	9.58	9.55
7	91	16/02/11	19/05/11	35,000,000	69,500,000	35,000,000	34,197,013	802,987	9.31	9.42	9.42
8	92	23/02/11	27/05/11	35,000,000	104,800,000	35,000,000	34,171,926	828,074	9.30	9.81	9.61
9	90	02/03/11	02/06/11	35,000,000	106,500,000	35,000,000	34,203,023	796,977	9.25	9.47	9.45
10	91	09/03/11	09/06/11	35,000,000	106,250,000	35,000,000	34,211,162	788,838	9.18	9.25	9.25
11	91	16/03/11	16/06/11	35,000,000	109,750,000	35,000,000	34,225,402	774,598	8.88	9.15	9.08
12	91	23/03/11	23/06/11	35,000,000	89,500,000	35,000,000	34,243,846	756,154	8.80	8.93	8.86
13	91	30/03/11	30/06/11	35,000,000	74,000,000	35,000,000	34,246,137	753,863	8.75	8.85	8.83
14	182	06/04/11	06/10/11	35,000,000	78,200,000	35,000,000	33,523,560	1,476,440	8.75	8.85	8.83
15	91	13/04/11	14/07/11	35,000,000	77,700,000	35,000,000	34,251,509	748,491	8.70	8.85	8.77
16	182	20/04/11	20/10/11	35,000,000	79,100,000	35,000,000	33,521,539	1,478,461	8.68	8.85	8.85
17	91	27/04/11	28/07/11	35,000,000	71,500,000	35,000,000	34,253,036	746,964	8.70	8.75	8.75
18	182	04/05/11	03/11/11	35,000,000	80,250,000	35,000,000	33,542,872	1,457,128	8.32	8.85	8.71
19	90	11/05/11	11/08/11	35,000,000	87,500,000	35,000,000	34,278,425	721,575	8.45	8.75	8.54
20	182	18/05/11	17/11/11	35,000,000	61,300,000	35,000,000	33,534,550	1,465,450	8.69	8.85	8.76
21	90	25/05/11	25/08/11	35,000,000	82,500,000	35,000,000	34,274,853	725,147	8.50	8.72	8.58
22	182	01/06/11	01/12/11	35,000,000	77,500,000	35,000,000	33,527,129	1,472,871	8.70	8.82	8.81
23	91	08/06/11	08/09/11	35,000,000	63,500,000	35,000,000	34,257,156	742,844	8.65	8.70	8.70
24	182	15/06/11	15/12/11	35,000,000	75,000,000	35,000,000	33,529,330	1,470,670	8.55	8.85	8.80
25	91	22/06/11	22/09/11	35,000,000	41,800,000	35,000,000	34,254,130	745,870	8.61	8.75	8.73
26	182	29/06/11	29/12/11	25,000,000	57,500,000	25,000,000	23,954,826	1,045,174	8.64	8.82	8.75
27	84	06/07/11	29/09/11	10,000,000	31,000,000	10,000,000	9,808,569	191,431	8.40	8.65	8.48

28	182	13/07/11	12/01/12	25,000,000	27,700,000	25,000,000	23,955,993	1,044,007	8.50	8.75	8.74
29	84	20/07/11	13/10/11	10,000,000	21,000,000	10,000,000	9,808,226	191,774	8.39	8.58	8.50
30	182	27/07/11	26/01/12	25,000,000	55,300,000	25,000,000	23,994,745	1,005,255	8.28	8.48	8.40
31	84	03/08/11	27/10/11	10,000,000	38,500,000	10,000,000	9,816,036	183,964	8.11	8.19	8.14
32	182	10/08/11	09/02/12	25,000,000	59,500,000	25,000,000	24,028,921	971,079	8.03	8.14	8.10
33	84	17/08/11	10/11/11	10,000,000	29,000,000	10,000,000	9,819,663	180,337	7.98	7.98	7.98
34	182	24/08/11	23/02/12	25,000,000	65,000,000	25,000,000	24,047,499	952,501	7.84	7.96	7.94
35	84	31/08/11	24/11/11	10,000,000	39,500,000	10,000,000	9,826,814	173,186	7.55	7.77	7.66
36	183	07/09/11	09/03/12	35,000,000	76,500,000	35,000,000	33,672,956	1,327,044	7.70	7.87	7.86
37	84	14/09/11	08/12/11	25,000,000	69,250,000	25,000,000	24,559,921	440,079	7.60	7.98	7.79
38	182	21/09/11	22/03/12	25,000,000	54,500,000	25,000,000	24,019,116	980,884	7.74	8.68	8.19
39	84	28/09/11	22/12/11	10,000,000	29,000,000	10,000,000	9,818,445	181,555	7.72	8.43	8.04
40	182	05/10/11	05/04/12	25,000,000	53,000,000	25,000,000	23,979,126	1,020,874	8.29	8.68	8.54
41	84	12/10/11	05/01/12	10,000,000	24,500,000	10,000,000	9,814,474	185,526	7.95	8.38	8.21
42	182	19/10/11	19/04/12	25,000,000	50,000,000	25,000,000	23,945,008	1,054,992	8.78	8.85	8.84
43	85	26/10/11	20/01/12	10,000,000	21,750,000	10,000,000	9,806,009	193,991	8.24	8.54	8.50
44	182	02/11/11	03/05/12	25,000,000	56,500,000	25,000,000	23,997,269	1,002,731	8.38	8.38	8.38
45	84	09/11/11	02/02/12	15,000,000	42,500,000	15,000,000	14,729,805	270,195	7.83	8.10	7.97
46	182	16/11/11	17/05/12	25,000,000	58,000,000	25,000,000	24,022,902	977,098	7.77	8.25	8.16
47	84	22/11/11	24/11/11	20,000,000	47,000,000	20,000,000	19,636,152	363,848	7.94	8.07	8.05
48	182	30/11/11	31/05/12	25,000,000	50,000,000	25,000,000	24,058,299	941,701	7.85	7.85	7.85
49	84	07/12/11	01/03/12	30,000,000	65,500,000	30,000,000	29,487,642	512,358	7.55	7.55	7.55

დანართი 24

1997 – 2012 წწ სახაზინო ვალდებულებებსა და ობლიგაციებზე დაფიქსირებული წლიური მაქსიმალური საპროცენტო განაკვეთები

წელი	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2009	2010	2011
მაქსიმალური %	60	60	24	47.8	109.9	390.99	198.77	42.7	19.8	15	11	8.72	15.9	15.5

დანართი 25

აუქციონის თარიღი	ანგარიშსწორების თარიღი	ემისიის მოცულობა (ლარი)	ვადიანობა (დღეები)	ვადიანობა (წლები)	დაფარვის თარიღი
10/07/13	11/07/13	10,000,000	364	1	10/07/14
17/07/13	18/07/13	10,000,000	1826	5	18/07/18
31/07/13	01/08/13	15,000,000	730	2	01/08/15
14/08/13	15/08/13	15,000,000	329	1	10/07/14

21/08/13	22/08/13	10,000,000	3470	10	21/02/23
04/09/13	05/09/13	20,000,000	695	2	01/08/15
11/09/13	12/09/13	10,000,000	364	1	11/09/14
18/09/13	19/09/13	10,000,000	1763	5	18/07/18

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დანართი 26



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

2-14/618-14
24.02.2014

შპს „საქართველოს საინვესტიციო ჯგუფი +“-ის დირექტორს
ქ-ნ ნინო თანდაშვილს

ქალბატონო ნინო,

თქვენი ამა წლის 14 თებერვლის წერილზე

გაცნობებთ, რომ „ლიცენზიებისა და ნებართვების შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-6 მუხლის 37-ე პუნქტის მიხედვით, საბროკერო საქმიანობა ერთი ლიცენზიის ქვეშ განხორციელებად საქმიანობად მიიჩნევა. შესაბამისად, ეროვნული ბანკი მოკლებულია შესაძლებლობას საბროკერო საქმიანობა დაყოს ქვესაქმიანობებად და დააწესოს განსხვავებული მოთხოვნები კომპანიების მიერ გაწეული მომსახურების მიხედვით.

გარდა ამისა, ევროპული კანონმდებლობა, რომელთან მიახლოების ვალდებულებასაც ჩვენი ქვეყანა აიღებს ევროკავშირთან ასოცირების შესახებ შეთანხმების ხელმოწერით, ჩვენი კანონმდებლობის მსგავს მოთხოვნებს უწყებს საბროკერო კომპანიებს კაპიტალთან მიმართებაში და ამავე დროს მოიცავს კაპიტალის ადექვატურობის ნაწილსაც.

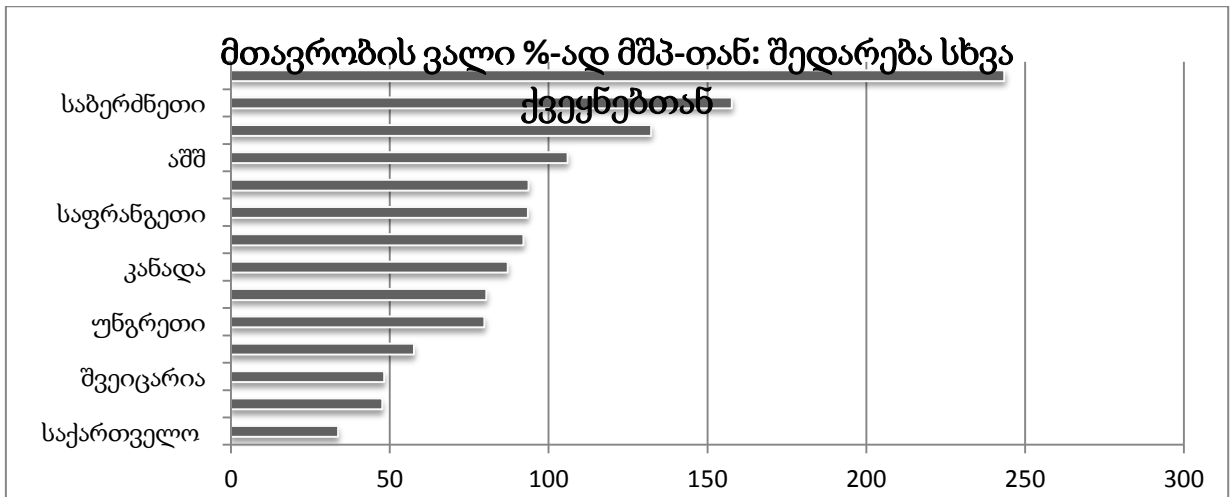
ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, შეუძლებლად მიგვაჩნია თქვენს განცხადებაში აღნიშნული მოთხოვნის დაკმაყოფილება. გათვალისწინებით, 2014 წლის პირველი კვარტლის ფინანსური ანგარიშგების წარმოდგენისას უზრუნველყოთ არსებული მოთხოვნით გათვალისწინებული მინიმალური კაპიტალის ანგარიშგებაში ასახვა 2010 წლის 9 მარტის №34/01 ბრძანებით გაწერილი გაანგარიშების მეთოდის გათვალისწინებით.

პატივისცემით,

მანანა ჩიკვაშვილი

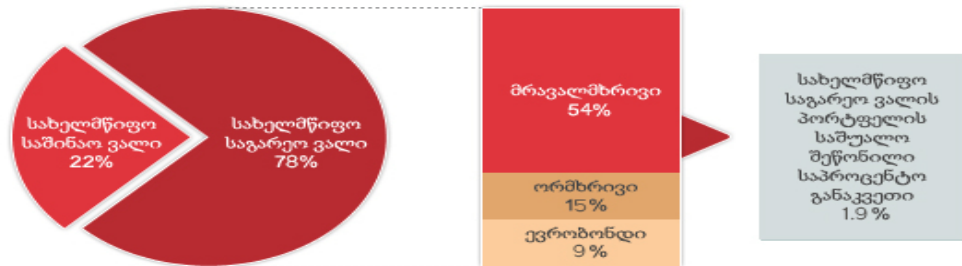
არასაბანკო დაწესებულებების ზედამხედველობის
დეპარტამენტის უფროსი

დანართი 27



დანართი 28

სახელმწიფო ვალის ხელსაყრელი სტრუქტურა და ძალიან დაბალი საპროცენტო განაკვეთი



დანართი 29

სახელმწიფო საშინაო ვალი 01/01/2015 მდგომარეობით	1,857,356
სახაზინო ფასიანი ქაღალდები	1,275,510

12 თვის ვადიანობის სახაზინო ვალდებულებები	374,200
2 წლის ვადიანობის სახაზინო ობლიგაციები	406,286
5 წლის ვადიანობის სახაზინო ობლიგაციები	380,024
10 წლის ვადიანობის სახაზინო ობლიგაციები	115,000
სხვა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები	581,846
სახელმწიფო ობლიგაცია სებ-თვის	440,846
სახელმწიფო ობლიგაციები ღია ბაზრის ოპერაციებისათვის	141,000

შენიშვნა: სახელმწიფო საშინაო ვალის ნაშთი არ მოიცავს ე.წ. "ისტორიულ ვალს".