

ევროობლიგაციის მიმოხვევის თავისებურებანი მსოფლიო ფინანსური კრიზისის დროს

2008 წლის აპრილში საქართველომ 500მლნ. აშშ დოლარის ოდენობის სადებეტო ევროობლიგაციები განათავსა ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. ხუთწლიანია და ორი ბანკის JP MORGAN და UBS - ორგანიზაციებით განხორციელდა. მოზიდული თანხების დახარჯვა გაზსაცავის მშენებლობასა და მაღალი ძაბვის ელექტროგადაცემის ხაზების ინვესტირებაზე იყო გამიზნული, თუმცა, მის ემისიამდე ადგილი ჰქონდა აზრთა სხვადასხვაობას, ჯერძოდ: ეკონომიკის ყოფილი მინისტრი ბ-ნი ვლადიმერ ჰაპავა საქართველოს ხელისუფლებას მოუწოდებდა, რომ თავი შეეკავებინათ ევროობლიგაციების გამოშვებისაგან, სანამ მსოფლიო ბაზარზე არსებული ფინანსური კრიზისი არ მოგვარდებოდა. ის ამტკიცებდა, რომ „**ძალიან რთული და საშიშია 500მლნ. დოლარის ოდენობის სესხის აღება, როცა ჩვენი ქვეყანა სერიოზული ფინანსური კრიზისის წინაშე დგას.**“

მიუხედავად ამისა, ქართული ევროობლიგაციები ლონდონის საფონდო ბირჟაზე 7 აპრილს განათავსდა და მისმა საპროცენტო განაკვეთმა 7,5% შეადგინა, რაც ევროობლიგაციების მიმოქცევის ისტორიაში ყველაზე დაბალი საპროცენტო განაკვეთი იყო. იმავე დღეს 23 ქვეყნის 100-მდე ინვესტორმა შეიძინა 1,6 მლრდ. აშშ დოლარის მოცულობის ევროობლიგაციები. მათ შორის იყო დიდი ბრიტანეთი, აშშ, ჰოლანდია, გერმანია, საფრანგეთი, იტალია და სხვა. იმ პერიოდში საქართველოს მთავრობამ ეს ნაბიჯი დადებითად შეაფასა და მისი მიზნობრიობა შეცვალა, რადგანაც ენერგეტიკული პროექტის განხორციელებას საინჟინრო თვალსაზრისით საკმაოდ დიდი დრო დასჭირდებოდა თავისი სპეციფიკიდან გამომდინარე და მიზანშეწონილად ჩათვალეს იგი ხაზინის ანგარიშზე და ლიკვიდურ ფასიან ქალაქებში განთავსებინათ, ან „**მომაველის ფონდში**“ გადაემისამართებინათ. განვიხილოთ თუ რა არის ევროობლიგაციები და რა თავისებურებები გააჩნია მის მიმოქცევას, რადგანაც ეს ინსტრუმენტი ჩვენი ქვეყნისათვის სრულიად ახალია.

არსებობს საერთაშორისო ობლიგაციების რამდენიმე სახე. ესენია: **ევროობლიგაციები, უცხოური ობლიგაციები და გლობალური ობლიგაციები.**

ევროობლიგაციები (euro-bonds) ეწოდებათ იმ ობლიგაციებს, რომლებიც განთავსებული არიან ერთდროულად რამდენიმე ქვეყნის ბაზარზე საერთაშორისო სინდიკატების მიერ და ნომინირებული არიან იმ ვალუტაში, რომელიც არ წარმოადგენს ნაციონალურ ვალუტას არც მსესხებლისთვის და არც კრედიტორისათვის.

უცხოური ობლიგაციები (foreign bond) ისეთი ობლიგაციებია, რომლებიც განთავსებულნი არიან შიდა სინდიკატის მიერ ერთი ქვეყნის ბაზარზე და მსესხებლისათვის ვალუტა არის უცხოური, ხოლო კრედიტორისთვის - ნაციონალური.

გლობალური ობლიგაციები სხვადასხვა ქვეყნის ვალუტაში გამოსახული საშუალოვადიანი და გრძელვადიანი ობლიგაციებია, რომლებიც ერთდროულად ბრუნავენ რამდენიმე ქვეყნის ფასიანი ქალაქების ბაზრებზე (Global bonds, ანუ GB).

პირველ ევროობლიგაციურ სეს-



ნანა შონია,
აკაკი წერეთლის სახელობის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებული პროფესორი



კაკი ლეჟიკა,
თბილისის ივანე ჯავახიშვილის სახელობის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორანტი

ხად ითვლება 1963წ. იტალიური კომპანიის მიერ 15 მლნ. დოლარის ოდენობით ემიტირებული ობლიგაციები, რაც განკუთვნილი იყო ავტოსტრადის დასაფინანსებლად. პირველი გამოშვება შედგებოდა 60000 ობლიგაციისაგან 250 დოლარის ნომინალით. გადასახდელი ფიქსირებული წლიური კუპონის განაკვეთი შეადგენდა 5,5%-ს. განთავსების წამყვანი მენეჯერი იყო ინგლისური ინვესტიციური ბანკი SG Warburg, მის სინდიკატში შედიოდნენ ინვესტიციური ბანკები: Banque de Brussels, Deutsche Bank და Rotterdam Bank. ობლიგაციები ბრუნავდნენ ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. ამრიგად **ევროობლიგაცია ეს არის ობლიგაცია, რომლის ნომინალიც გამოხატულია ისეთ ვალუტაში, რომელიც უცხოურია, როგორც ემიტენტისთვის, ისე ობლიგაციონერისთვისაც.**

ევროობლიგაციების ძირითადი უპირატესობებია:

- ა) ბრუნვადობისთვის კარგი პირობები;
- ბ) ემიგრაციის საიმედოობა;
- გ) გადასახადებიდან თავის არიდების შესაძლებლობა;
- დ) ევროობლიგაციათა მფლობელთა ანონიმურობა.

განასხვავებენ ევრო-ბონდებს და ევრო-ნოტებს. ევრო-ბონდები ეწოდებათ ფასიან ქაღალდებს წარმომდგენზე, რომლებიც სავაჭრო სისტემებში არიან დეპონირებული დეპოზიტარობით. ამ უსახელო ფასიან ქაღალდებს განათავსებენ ძირითადად განვითარებად ქვეყნებში. მათ მიღმა არ არის საჭირო უზრუნველყოფის რეზერვირება, რამაც გაადვილა მათი გამოშვება ემიგრაციისთვის.

ევრონოტები წარმოადგენენ სახელობით ფასიან ქაღალდებს, მათი ემიტირება ხდება განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში. ევრობონდებისაგან განსხვავებით, ევრონოტების გამოშვება ითვალისწინებს უზრუნველყოფის შექმნას.

ევროობლიგაციათა გამოშვების ფორმები მრავალფეროვანია, ესენია: **მცურავი და ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთით: ნულივანი კუპონით; სხვა ობლიგაციებში კონვერსიის უფლებით, ორმაგი სავალუტო დენომინაციით** (ანუ, როცა ნომინალი გამოხატულია ერთ ვალუტაში და საპროცენტო გადასახდელები ხორციელდება მეორეში).

მიმდინარეობს საფონდო ბაზრების თანდათანობით ინტეგრაციის პროცესი ერთ მსოფლიო საფონდო ბაზრად, ეს პროცესი შლის მკვეთრ განსხვავებებს ფასიანი ქაღალდების სახეებს შორის, თუმცა, სპეციფიური ნიშნები ჯერ კიდევ არსებობს.

ევრობონდებისგან განსხვავებით გლობალურ ობლიგაციებზე დღემდე ნაკლებად გვსმენია პოსტსაბჭოთა სივრცეში. გლობალური ობლიგაციების მთავარი მახასიათებელი თვისება იმაში მდგომარეობს, რომ ისინი მიმოიქცევიან რამდენიმე ბაზარზე და რთულია ანგარიშსწორების პროცესი. საერთაშორისო ბაზრის ტრადიციული ინსტრუმენტებისგან განსხვავებით, რომელთაც ახასიათებთ თავიანთი საბაზრო ინფრასტრუქტურა ვაჭრობისა და ანგარიშსწორებისთვის, გლობალურ ობლიგაციებს ასეთი ინფრასტრუქტურები არ გააჩნიათ. მათ ტრეიდერები იყენებენ და ვაჭრობის პროცესი დაკავშირებულია რიგ პრობლემებთან, რომელთა შორისაც გამოყოფენ შემდეგს:

- ა) **სავაჭრო და დეპოზიტური სისტემის მომხმარებლებს შორის ანგარიშსწორების პროცესში ტექნიკური**

- სირთულეების არსებობა;**
- ბ) **ამ დროში არსებული ინტერვალები, რაც გამოწვეულია კლირინგული სისტემის სხვადასხვა საათობრივ სარტყელებში მდებარეობით;**
- გ) **ანგარიშსწორებათა დარეგულირების პროცედურებში არსებული განსხვავებები;**
- დ) **გლობალური ობლიგაციებით ვაჭრობა რამდენიმე ვალუტაში.**

თითოეულ საანგარიშსწორებო საკლირინგო ცენტრში ეს პრობლემები წყდება განსხვავებულად.

ევროობლიგაციების ბაზარზე გამოიწვეულია **სავაჭრო და საანგარიშსწორებო** ფუნქციები. ვაჭრობის ძირითად ცენტრად იქცა **ლონდონის საფონდო ბირჟა**, ხოლო მეორე სავაჭრო ცენტრია **ლუქსემბურგის საფონდო ბირჟა**. ევროობლიგაციების ბაზარზე შუამავლების ორი ტიპი არსებობს. მათი საშუალებით ხორციელდება ყიდვა-გაყიდვის პროცესი. ესენია: **ბროკერები და მარკეტმეიკერები**, ბროკერების ძირითადი ფუნქციაა გარიგებების წარმოება ისეთ დაკვეთაზე, როგორცაა: პორტფელის ფორმირება ან ფასიანი ქაღალდების მსხვილი ლოტის შესყიდვა. ისინი იშვიათად ეწევიან საცალო ვაჭრობას.

მარკეტმეიკერები ახდენენ ფასიან ქაღალდების ორმხრივ კოტირებას, რითაც უზრუნველყოფენ ბაზრის სტაბილურობას. ისინი ასრულებენ ერთგვარი საფონდო მალაზიების როლს, მარკეტმეიკერები ბროკერებისგან განსხვავებით საკომისიოს არ იღებენ. შემოსავალი იქმნება შესყიდვისა და გაყიდვის შედეგად წარმოქმნილი ფასთა სხვაობიდან, ფასების კოტირება წარმოებს პროცენტებში ნომინალთან მიმართებით, ანუ მხედველობაში არ მიიღება დაგროვილი საკუპონე შემოსავალი. ტიპური მარჟა (ფასთა სხვაობა ყიდვა-გაყიდვის შედეგად), მერყეობს 0,5%-ის ირგვლივ. ამასთან მარჟის მინიმალური სიდიდე, ანუ 0,125% ჩაიდება მაშინვე, ემისიის დამთავრებისთანავე, დაფარვის ვადის მოახლოებასთან ერთად, როდესაც ევროობლიგაციები ვრცელდება ინვესტორთა ფართო წრეში, მარჟა იზრდება. თუ ობლიგაცია გამოშვებულია მცურავი განაკვეთით, მაშინ მარჟა ჩვეულებრივზე დაბალია. ევროობლიგაციათა ტიპური ლოტი შეადგენს 100 ქაღალდს, გარიგების გაფორმების შემდეგ ის რეგისტრირდება და ევროობლიგაციებთან დაკავშირებული მოქმედება გადაინაცვლებს საკლირინგო ცენტრში.

ევროობლიგაციებზე გარიგებების დადება ხორციელდება ორ დეპოზიტარულ-კლირინგულ ცენტრში: Euroclear

და Codel Euroclear-მ დაიწყო თავისი საქმიანობა 1968წ. როგორც Morgan Guaranty Trust Company-ის ქალიშვილმა კომპანიამ ბრიუსელში. იგი თავდაპირველად ემსახურებოდა 50 მონაწილეს. Euroclear-ის ერთადერთი კონკურენტი კომპანია Cedel-ი, რომელიც დაარსებულია 1970წ. 25 ქვეყნის 71 ბანკის მიერ და შტაბ-ბინა აქვს ლუქსემბურგში. ორივე ამ სისტემამ ერთმანეთთან ანგარიშსწორების მექანიზმი 1971 წელს შექმნეს, რომელიც 1981 წელს მთლიანად იქნა კომპიუტერიზირებული, ხოლო 1993 წლიდან მოდერნიზირებული. ამ ორმა ორგანიზაციამ საერთაშორისო საფონდო ბაზრების ასოციაციის მონაწილეებთან ერთად შექმნეს და იყენებენ დადასტურებისა და შედარების სისტემას, რაც საშუალებას იძლევა შედარების პროცედურის ჩატარებას გარიგების შესრულების დღესვე. კლირინგული სახლები ემსახურებიან ფასიანი ქაღალდების შენახვის პროცესს ბანკების ქსელის მეშვეობით, რომლებიც გამოდიან დეპოზიტარების როლში.

Euroclear-ის სისტემაში ყველა ფასიანი ქაღალდი ექვემდებარება ღია შენახვას, ანუ თითოეული მონაწილის სახელზე არსებობს ჩანაწერი მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების საერთო რაოდენობის შესახებ და არ ხდება ინდიკაცია (მითითება) მათ სერიასა და ნომერზე. Cedel-ის სისტემაში ფასიანი ქაღალდები ექვემდებარებიან შენახვას როგორც ღია, ისე დახურული წესით, კლირინგული სისტემები თავიანთ თავზე იღებენ მონაწილეებისთვის ფასიან ქაღალდების მიწოდებლობასთან დაკავშირებულ რისკს და ასევე იღებენ პასუხისმგებლობას მათ წარდგენასა და განაღდებაზე. საკლირინგო სახლების ოპერაციების მნიშვნელოვანი ნაწილი მოიცავს ფასიანი ქაღალდების რთვის ვადით სესხად გაცემის პროცედურას სისტემის იმ მონაწილეთა ხარჯზე, რომლებიც თანახმანი არიან გამოვიდნენ კრედიტორების როლში, ამასთან, მოხსენებელმა და კრედიტორმა ფაქტიურად არაფერი არ იციან ერთმანეთის შესახებ, ანგარიშსწორების პროცესი წარმოებს კლირინგული სახლების მეშვეობით, რომლებიც ასრულებენ კონტრაგენტის როლს თითოეულ გარიგებაში. აღნიშნული კლირინგული სისტემების საშუალებებით წარმოებს ანგარიშსწორების ოპერაციები სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდებით: **როგორც სახელობით, ისე წარმომდგენზე - ევროობლიგაციებით, ჩვეულებრივი ნაციონალური სახელმწიფო და კერძო ობლიგაციებით, ევრონოტებით, კომერციული ქაღალდებით, საბანკო აქცეპტებით,**

აქციებით, დეპოზიტური სერთიფიკატებით, ვარანტებით (სულ დაახლოებით 30 სახის ვალუტაში).

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ქართული ევრობონდების ლონდონის საფონდო ბირჟაზე განთავსება წარმატებულად განხორციელდა, UBS-ის მონაცემებით, მოთხოვნამ სამჯერ გადააჭარბა წინადადებას. ამის მიზეზად დასახელდა ქვეყნის წარმატებული ეკონომიკური რეფორმა, წარმატებული საკრედიტო ისტორია და ის ვითარება, რომ ევრობონდები გათვალისწინებული იქნება მომავალში SPMORGAN EMBI-ს ინდექსის გათვლისას.

იყო თუ არა ევრობონდების ემისია მიზანშეწონილი საქართველოსთვის, როცა იმ დროს ადგილი ჰქონდა სახელმწიფო ბიუჯეტის პროფიციტს, როცა მსოფლიო ფინანსური კრიზისს ვარაუდობდნენ საერთაშორისო ექსპერტები? ამაზე დღეს აზრთა სხვადასხვაობა ნამდვილად არსებობს.

თუ გავითვალისწინებთ იმას, რომ საქართველო განვითარებადი ქვეყანაა და იმასაც, რომ, რაც არ უნდა გვინდოდეს გლობალიზაციის მორევში აღმოვჩნდით. რაც ხელს უწყობს ჩვენი ქვეყნის ღია ეკონომიკაში ჩართვას, შეიძლება ითქვას საგანგაშო არ უნდა იყოს, ბოლოსდაბოლოს საქართველოში ხომ უნდა განვითარდეს ფინანსური ბაზრები, რომელიც აუცილებელია საბაზრო ეკონომიკის პრინციპებიდან

გამომდინარე. ფინანსური ბაზრების განვითარებას კი სწორედ ფინანსური ინსტრუმენტების მრავალფეროვნება და მიმზიდველობა განაპირობებს. როგორც აღვნიშნეთ ევრობონდები არის სასესხო ვალდებულება, რომლის განთავსებაც ხდება მსოფლიო ფინანსურ ბაზრებზე, მართალია სესხია, რომელზეც პროცენტი უნდა გადავიხადოთ, მაგრამ ეს სესხი უნდა გამოვიყენოთ ეკონომიკის ისეთი სექტორების დასაფინანსებლად, რომ მასზე იყოს მოთხოვნა და მეტი სარგებლის მიღება შევძლოთ მომავალში, რათა აღნიშნული სექტორის მიერ ემიტირებული აქციები იყოს მიმზიდველი. აქციები - კი როგორც ვიცით სასესხო ვალდებულებას არ წარმოადგენს.

ევრობონდების ემისიით ჩვენმა ქვეყანამ შეძლო მსოფლიოს ერთ-ერთ უდიდეს და უძველეს საფონდო ბირჟაზე სერიოზული ნაბიჯის გადადგმა, ეს იყო ლონდონის საფონდო ბირჟა, სადაც საქართველომ თავისი თავი პირველად 2006 წელს დააფიქსირა, როცა სს „საქართველოს ბანკმა“ აქციები წარადგინა სარეალიზაციოდ ენ. „ლისტინგის“ გავლით. ამით ბუბერი ევროპის არანაკლებ მსცოვანმა საფონდო ბირჟამ ქართული ეკონომიკა თავის ნიაღში მიიღო და მეორედ უკვე ჩვენი ქვეყანა ევრობონდებით წარსდგა. ჩემის აზრით ყველასთვის მისასალმებელია ისეთ საფონდო ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდების წარმა-

ტებულად რეალიზაცია, როგორცაა 1698 წელს ჩამოყალიბებული ლონდონის საფონდო ბირჟა.

შეიძლება დაბეჯითებით ითქვას, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟა ნამდვილად განიცდის ლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების დეფიციტს და რაც წარდგენილია სარეალიზაციოდ იმაზეც მოთხოვნა არ არის. აქციებზე მოთხოვნას კი განაპირობებს მისი ემიტენტის ფინანსური მაჩვენებლები, რითაც ჩვენ ვერ დავიტრაბახებთ, რადგანაც ქვეყნის ეკონომიკის რეალური სექტორი არ არის იმ დონეზე განვითარებული, რომ მათ აქციებზე მოთხოვნა არსებობდეს. სახელმწიფო კი ვალდებულია რეალური ნაბიჯები გადადგას აღნიშნული სექტორის ასამოქმედებლად. მათ შორის ერთ-ერთი იყო ევრობონდების ემისია და მისი რეალიზაცია, რაც ხელს უწყობს საფინანსო ბაზრის განვითარებას, კერძოდ ის ჩვენი ქვეყნის საფონდო ბირჟის ამუშავების საფუძველი უნდა გახდეს, სადაც უფრო ფართოდ უნდა იყოს წარმოდგენილი ღია სააქციო საზოგადოებები და უნდა კოტირდნენ გაცილებით გამართულად, ღიად და ინტენსიურად, ვიდრე ახლა (ბოლოსდაბოლოს ხომ უნდა მოისპოს ჩვენს ქვეყანაში, დაძაბულობა საკუთრებას, ბიზნესსა და გადანაწილებას შორის, რასაც მხოლოდ ძლიერი საფინანსო ბაზარი განაპირობებს).

ANNOTATION

PECULIARITY OF EURO-BOND CIRCULATING DURING WORLD FINANCIAL CRISIS

Nana Shonia, Assistant Professor of Akaki Tsereteli State University Eka Devidze, TSU Doctorate of the Faculty of Business Administration

Euro-bond represents one of the types of international securities(bonds), which is set simultaneously on the market of some countries by international syndicates and they are normed in the currency, which doesn't represent the national currency neither for loaners and nor for creditors.

Euro-bond emission possesses the following advantages: Euro-bonds are not rated, namely: eminent is not taxed and the fee paid by the purchaser depends on legislation base of that country the resident the country is.

- Euro-bond market is not regulated.
- Euro-bonds give the important advantage to the purchaser as well as to the seller.
- Interest rate on bonds is lower.

Georgia in April 2008, about 500 million USA dollar debit Euro-bonds opened on London fund exchange that became the subject of discussion/polemics from

Georgian population, namely; the reason was the financial crisis of the world faced. However, we do consider that it was necessary for Georgia, as one of the developing countries to be represented on the market of international capital and thus, the noted steps were successfully implemented. 100 investors of 23 countries purchased 1, 6 billion USA dollar Euro-bonds and its interest rate was 7, 55%, which was lower in comparison of securities(-bonds) of other countries.

Accordingly the government/authorities of our country is committed to step concrete steps forward, in order to be involved in the open economy which will procure the development of the financial market of the country. Main already realized, gained assets by Euro-bonds ought to be investigated in the real sector of the economy for increasing the demand of emitted security by them.