



სახელმწიფო აუდიტის სამსახური

სახელმწიფო საშინაო ვალის
ფინანსური ინსტრუმენტები
საერთაშორისო გამოცდილება

სახელმწიფო ბიუჯეტის ანალიზის სამსახური

ანა მაზმიშვილი

ივლისი, 2014 წელი

შენიშვნა:

სახელმძღვანელოში ასახული მოსაზრებები ეყრდნობა ავტორების
სუბიექტურ მსჯელობას და არ შეიძლება განხილულ იქნას, როგორც
სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ოფიციალური პოზიცია ან შეფასება

თემატიკა	სახელმწიფო ვალი
ავტორის ელ-ფოსტა:	amazmishvili@sao.ge

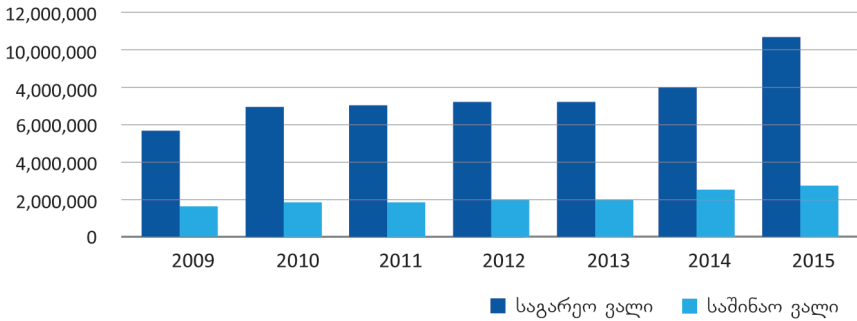
შესავალი

საქართველოს ფისკალური მდგრადობის უზრუნველყოფისათვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ვალის, და მათ შორის საშინაო ვალის კომპონენტის, ეფექტიანი მართვა. 2015 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის მიხედვით, საშინაო ვალის წილი სახელმწიფო ვალის პორტფელში 21%-ს შეადგენს. დეტალურად კი სახელმწიფო ვალის სტრუქტურის ცვლილების დინამიკა წარმოდგენილია პირველ დიაგრამაზე.

საქართველოს მთავრობამ სახელმწიფო საშინაო ფასიანი ქაღალდების ემისია 2009 წლიდან დაიწყო. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიით მიღებული სახსრები გამოიყენება სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის ან მოკლევადიანი საკასო სხვაობის დაფარვისათვის. ამჟამად, ფინანსთა სამინისტრო უშვებს 12 თვის ვადის მქონე სახაზინო ვალდებულებებსა და 2, 5 და 10 წლიან

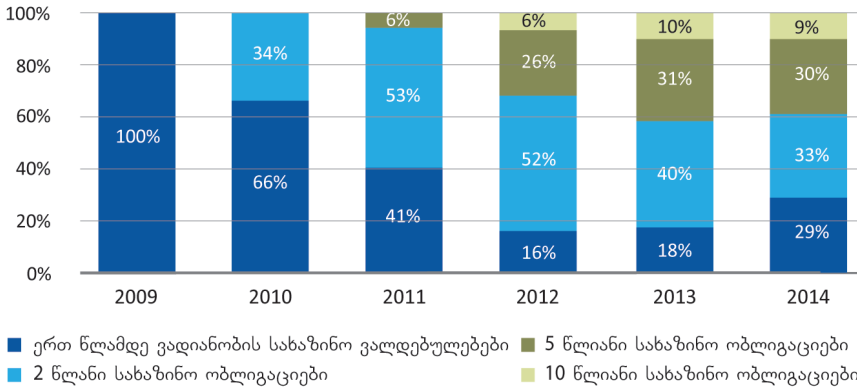
სახაზინო ობლიგაციებს, რომელთა დინამიკა წარმოდგენილია დიაგრამა 2-ზე. სახაზინო ვალდებულებები წარმოადგენენ დისკონტურ ფასიან ქაღალდებს, რომლებიც იფარება ნომინალური ღირებულებით. სახაზინო ობლიგაციები კი კუპონის მქონე ფასიანი ქაღალდებია, რომელთა კუპონის გადახდა ხდება 6 თვეში ერთხელ. სახაზინო ფასიანი ქაღალდები გამოდის ეროვნულ ვალუტაში, არამატერიალიზებული ფორმით და მათი გაყიდვა ხდება ელექტრონული აუქციონის მეშვეობით, მრავალი ფასის მეთოდის გამოყენებით. აუქციონში მონაწილეობის უფლება აქვთ მხოლოდ კომერციულ ბანკებს. ამდენად, სახელმწიფო ვალის აღნიშნული კომპონენტის და გამოყენებული ფინანსური ინსტრუმენტების ეფექტიანი მართვა განსაკუთრებულ მნიშვნელობას ატარებს, როგორც ფისკალური მდგრადობის, ისე ფინანსური ბაზრების განვითარების უზრუნველსაყოფად.

დიაგრამა 1. სახელმწიფო ვალის სტრუქტურა (ათასი ლარი)



წყარო: სახელმწიფო ბიუჯეტის ანონიზი და ბიუჯეტის მისწრაობის ანონიზი

დიაგრამა 2. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სტრუქტურა



წყარო: ფინანსთა სამინისტროს ვებგვერდი

ზემოაღნიშნული საკითხის აქტუალობიდან გამომდინარე, წინამდებარე პუბლიკაცია მიმოიხილავს განვითარებულ ქვეყნებში გამოყე-

ნებულ სახელმწიფო საშინაო ფასიან ქაღალდებს და მათი მართვის გამოცდილებას.

საშინაო და საგარეო ვალს

უპირველეს ყოვლისა, საყურადღებოა, ვალდებულებების საგარეო და საშინაო ვალად კლასიფიცირების საკითხი. საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინებით, ქვეყნის კანონმდებლობიდან გამომდინარე, საშინაო და საგარეო ვალის გამიჯვნა განსხვავებული კრიტერიუმებით შეიძლება მოხდეს. კერძოდ:

- **დენომინაციის ვალუტა** - თუ ვალი დენომინირებულია ეროვნულ ვალუტაში, მაშინ ის კლასიფიცირდება, როგორც საშინაო ვალდებულება;
- **კრედიტორის რეზიდენტობა** - თუ კრედიტორი არის რეზიდენტი, მაშინ ვალი განიხილება როგორც საშინაო, არარეზიდენტის შემთხვევაში კი - საგარეოდ;

- **ვალის გამოშვების ადგილმდებარეობა და შესაბამისი სავალს ინსტრუმენტის მარეგულირებელი კანონმდებლობა** - ამგვარად, საგარეო ვალად ითვლება ვალი, თუ ის გამოშვებულია საზღვარგარეთ და მასზე ვრცელდება უცხო ქვეყნის იურისდიქცია (Panizza, 2008).

ქართული კანონმდებლობით¹ საშინაო და საგარეო ვალის გამიჯვნისას ამოსავალი კრიტერიუმი დენომინაციის ვალუტაა, ამდენად ქვემოთმოცემულ ნაშრომში ეს ტერმინები ამავე მნიშვნელობით იქნება გამოყენებული. სხვა ქვეყნის კანონმდებლობაში განსხვავებული ინტერპრეტაციის შემთხვევაში, მითითებულ იქნება შესაბამისი განსხვავება.

3 საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“, მუხლი 1

რაც შეეხება არჩევანს საშინაო და საგარეო ვალდებულებებს შორის, ფისკალური დეფიციტის დასაფინანსებლად **საშინაო ფასიანი ქაღალდების გამოყენებას რიგი უპირატესობები ახასიათებს**, კერძოდ:

- ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული ვალი **ამცირებს სავალუტო რისკს**. საშინაო ვალის მომსახურება, საგარეო ვალისაგან განსხვავებით, **დამოკიდებული არ არის სავალუტო კურსის ცვალებადობაზე**. ამგვარად, ვალუტის კურსის მერყეობა არ ზრდის საშინაო ვალის მომსახურების ხარჯს. აღნიშნული კი მინიმუმადე ამცირებს ქვეყნის დეფოლტის რისკს. ამ მოსაზრების გასამყარებლად შეიძლება ღარიბ ქვეყნებში დაფიქსირებული დეფოლტის გამომწვევი მიზეზების სტატისკის მომველიება, რომლის მიხედვითაც მწირია საშინაო ვალის მოცულობით გამომწვეული სახელმწიფო დეფოლტის შემთხვევები (Abbas,2005). გარდა ამისა, ვალუტის კურსზე ნაკლებად დამოკიდებულება მთავრობას

ანიჭებს მაქსიმალურ თავისუფლებას, გამოიყენოს გაცვლითი კურსი, როგორც სტაბილიზაციის მექანიზმი უცხოური შოკების წინააღმდეგ. ამგვარად, მცირდება ფისკალური დომინანტობა გაცვლითი კურსის პოლიტიკაზე;

- **დაბალია კაპიტალის გადინების რისკი**, რადგან საშინაო ვალის ინსტრუმენტებს ძირითადად ფლობენ რეზიდენტები. ასევე მნიშვნელოვანია, ინვესტორთა სტრუქტურის ანალიზიც. ინვესტორთა ჯგუფის გაფართოება ზრდის სავალო პორტფელის დივერსიფიკაციის ხარისხს, რაც ხელს უწყობს საპროცენტო განაკვეთებისა და რეფინანსირების რისკის შემცირებას. თუმცა არსებობს გარკვეული რისკებიც: მაგალითად, თუ საშინაო ვალის ინსტრუმენტებს ფლობენ ძირითადად კომერციული ბანკები, მაშინ იზრდება კერძო სექტორიდან ინვესტიციების გამოდევნის ეფექტი (Crowding out Effect). ზოგადად, საბანკო

სფეროს აქვს ძლიერი სტიმული ფული დააბანდოს სახელმწიფო ფასიან ქალაქებში და მოგება მიიღოს საჯარო სექტორის დაკრედიტებით. ამან კი შეიძლება გამოიწვიოს რისკიანი კერძო სექტორის დაფინანსების შემცირება, რაც შეასუსტებს საბანკო ოპერაციების ეფექტიანობასა და ბანკის, როგორც ფინანსური შუამავლის როლს. ინვესტიციების გამოდევნის ეფექტი (Crowding out Effect) განსაკუთრებით საზიანო დაბალშემოსავლიანი ქვეყნებისათვის, რადგან პატარა და საშუალო სიდიდის კერძო კომპანიები დამოკიდებულნი არიან საბანკო დაფინანსებაზე.

კომერციული ბანკების მხრიდან სახელმწიფო ფასიან ქალაქებში ფულის დაბანდებას სხვა უარყოფითი მხარეებიც გააჩნია. კერძოდ:

- ბანკებს ურჩევნიათ მოკლევადიანი საბაზინო ფასიანი ქალაქების შესყიდვა, რაც ზრდის რეფინანსირების რისკს მთავრობისათვის;

- ბანკები შეიძლება წააქეზონ სამთავრობო ავტორიტეტებმა ე.წ. „მორალური დარწმუნების“ გზით, რომ შეიძინონ ქარბი სახელმწიფო საშინაო ვალის ინსტრუმენტები, რამაც შეიძლება გააღრმავოს არსებული სავალლო კრიზისი, თუკი მთავრობა გაატარებს არასტაბილურ პოლიტიკას (Panizza, 2008);
- ეკონომიკური კრიზისის დროს სახელმწიფო ფასიანი ქალაქების დიდი ოდენობით ფლობამ შესაძლოა შეასუსტოს კომერციული ბანკების გადახდისუნარიანობა, რაც პოტენციურად წააქეზებს სისტემურ საბანკო კრიზისს (Diouf and Dufrense, 2012).

გარდა შემცირებული სავალუტო და კაპიტალის გადინების რისკისა, საშინაო ვალის ინსტრუმენტების გამოყენებას შემდეგი უპირატესობები ახასიათებს:

- მთავრობას შეუძლია ისეთი მონეტარული პოლიტიკის გატარება, რომელიც **შეასუსტებს**

**საგარეო შოკების გავლენას
ქვეყნის ეკონომიკაზე;**

- გაზრდილი საშინაო ვალი სტიმულს აძლევს **ადგილობრივი ფინანსური ბაზრის განვითარებას**.

თუმცა, აღსანიშნავია, რომ ჩამოთვლილ უპირატესობებს ადგილი აქვს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ქვეყანას აქვს ჯანსაღი ინსტიტუციონალური და მაკროეკონომიკური გარემო და ოპტიმალური საშინაო ვალის სტრუქტურა (ვადიანობა, ინვესტორების ტიპები, ინსტრუმენტების სახეები).

გადანყვეტილება თუ როგორი სახელმწიფო ვალის პორტფელი უნდა ჰქონდეს ქვეყანას დამოკიდებულია კონკრეტული ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნებისათვის ხელმისაწვდომია საგარეო ვალი შეღავათიანი საპროცენტო განაკვეთითა და ხანგრძლივი ვადით. ამიტომაც, მიუხედავად იმისა, რომ საგარეო ვალი სავალუტო რისკის შემცველია, ის წარმოად-

გენს უფრო იაფი დაფინანსების წყაროს ვიდრე საშინაო ვალი. აგრეთვე, გრძელვადიანი, შეღავათიანი საგარეო ვალი უფრო უსაფრთხოა, ვიდრე საშინაო ვალი, რადგან საშინაო ვალი ძირითადად ხასიათდება მოკლე ვადით და დგას რეფინანსირების რისკის(rollover risk) წინაშე. გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებისათვის არჩევანის გაკეთება შედარებით რთულია. ოპტიმალური სახელმწიფო ვალის პორტფელის განსაზღვრისას აუცილებელია, ჩატარდეს დეტალური ანალიზი ყველა შესაძლო რისკის, დანახარჯისა და გარეგანი ეფექტისა ორივე სახის ვალის შემთხვევაში (Panizza,2010).

საერთაშორისო გამოცდილება

ამერიკის შეერთებული შტატები

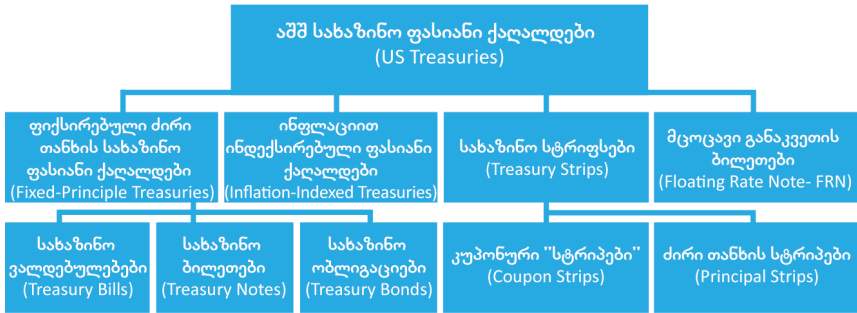
ამერიკის შეერთებული შტატები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წარმოდგენილია მრავალფეროვანი ფინანსური ინსტრუმენტებით, რომლებიც ემიტირებულია როგორც კერძო სექტორის, ასევე ფედერალური, შტატისა და ადგილობრივი მთავრობის მიერ. ფედერალური მთავრობის მიერ ემიტირებულ სახაზინო ფასიან ქაღალდებს დომინანტური როლი უჭირავთ აშშ-ის ბაზარზე. კერძოდ, 2000-2012 წლებში აშშ-ის ობლიგაციების ბაზრის მთლიანი სავაჭრო ბრუნვის ნახევარზე მეტი სახაზინო ფასიან ქაღალდებს უჭირავთ, მათი საშუალებით მობილიზებული თანხები კი მიიმართება ფედერალური ბიუჯეტის დასაფინანსებლად.

აშშ-ს სახაზინო დეპარტამენტის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები შეიძლება დაიყოს *ფიქ-*

სირებული ძირი თანხის მქონე (Fixed-Principal Treasuries) და ინფლაციით ინდექსირებულ ფასიან ქალაღებად (Inflation-Indexed Treasuries (TIPS)). ფასიანი ქალაღების ტიპები წარმოდგენილია დიაგრამაზე.

○ სასაზინო ვალღებუღებები (Treasury Bills) წარმოდგენენ დისკონტურ მოკღევადიან (1 წლამღე ვადიანობის) ფასიან ქალაღებს, რომელთა საპროცენტო შემოსავალს (დისკონტს) წარმოდგენს ნომინალურ ღი-

ღიბრამ 3. აშშ-ის სასაზინო ფასიანი ქალაღების მიმოხიღვა



ფიქსირებული ძირი თანხის სასაზინო ფასიანი ქალაღები

რებუღებასა და შესყიდვის ფასს შორის სხვაობა;

ფიქსირებული ძირი თანხის მქონე სასაზინო ფასიანი ქალაღები (Fixed-Principal Treasuries) თავის მხრივ მოიცავს სასაზინო ვალღებუღებებს (Treasury Bills - T-Bills), სასაზინო ბიღეთებსა (Treasury Notes) და სასაზინო ობლიგაციებს (Treasury Bonds):

○ სასაზინო ბიღეთი (Treasury Notes) წარმოდგენს 1-10წწ. ვადიანობის კუპონურ ფასიან ქალაღს. ამჟამად, 2, 3, 5 და 7 წლიანი სასაზინო ბიღეთების ემისია ხღება ყოველთვიურად, ხოლო 10 წლის ვადიანობის სასაზინო ბიღეთების კი კვარ-

ტალურად. კუპონური ფასიანი ქაღალდების ფასი დამოკიდებულია ვადიანობით განსაზღვრულ შემოსავლიანობასა (აიელდ ტო მატურიტყ) და საპროცენტო განაკვეთს შორის არსებულ კავშირზე;

- **სახაზინო ობლიგაციები (Treasury Bonds)** კი წარმოადგენენ კუპონიან 10 წელზე მეტი ვადის ფასიან ქაღალდებს. აშშ-ს ხაზინამ 30 წლის ვადის მქონე სახაზინო ობლიგაციები ბოლოს გამოუშვა 2001 წელს.

ინფლაციით ინდექსირებული სახაზინო ფასიანი ქაღალდები

1997 წლის იანვრიდან აშშ-ის ხაზინამ დაიწყო **ინფლაციით ინდექსირებული სახაზინო ფასიანი ქაღალდების** ემისია, რამაც საშუალება მისცა ინვესტორებს დაეცვათ თავიანთი კაპიტალი როგორც ინფლაციური, ასევე დეფლაციური პროცესებისაგან. მათ უწოდებენ **ხაზინის ინფლაციისაგან დაცულ**

ფასიან ქაღალდებს (Treasury Inflation Protection Securities (TIPS)), რომლებზეც კუპონის განაკვეთი ფიქსირებულია და დგინდება აუქციონის წესით, ხოლო ნომინალური ღირებულება/ძირი თანხა კორექტირდება ინფლაციის ინდექსის² ცვალებადობის მიხედვით. ამგვარად, ძირი თანხა იზრდება ინფლაციის შემთხვევაში და კლებულობს დეფლაციური პროცესებისას, მაგრამ ფასიანი ქაღალდის მფლობელი გარანტირებულად იღებს მინიმუმ თავდაპირველად განსაზღვრულ ნომინალურ ღირებულებას. ხაზინის ინფლაციისაგან დაცულ ფასიან ქაღალდებზე ფიქსირებული კუპონის განაკვეთის გადახდა ხდება წელიწადში ორჯერ, მაგრამ იგი დაიანგარიშება უკვე დაკორექტირებულ ძირ თანხაზე.

2 მოავრობა ინდექსაციისას იყენებს სამომხმარებლო ფასების ინდექსს (Consumer Price Index for All Urban Consumers- CPI-U)

სახაზინო STRIPS-ები

აშშ-ის ხაზინა არ უშვებს კუპონ-გარეშე ობლიგაციებს (**ნულოვანი kuponit-zero Coupon Bonds**)³, თუმცა საზოგადოებიდან აღნიშნულ ინსტრუმენტებზე მაღალი მოთხოვნის გამო, ხაზინამ სამთავრობო დილერებს მისცა საშუალება შეექმნათ კუპონ-გარეშე(ნულოვანი კუპონით - **Zero Coupon Bonds**) ობლიგაციები ხაზინის მიერ ემიტირებული კუპონური სახაზინო ფასიანი ქაღალდების დანაწევრებით. კერძოდ, კუპონისა და ძირი თანხის დანაწევრებით იღებენ ანალოგიური მახასიათებლების ინსტრუმენტებს, რომლებსაც კუპონისა და ძირი თანხის STRIPS-ებს უწოდებენ, შესაბამისად. კუპონ-გარეშე(ნულოვანი კუპონით) ინსტრუმენტების გამოშვება ხდება სახაზინო STRIPS (Treasury STRIPS - Treasury's Separate Trading of Registered Interest and Principle Securities) პროგრამის მეშვეობით, რომლებიც მთავრო-

ბის პირდაპირ ვალდებულებებს წარმოადგენენ. განსხვავებული საგადასახადო დაბეგვრა არის მიზეზი, თუ რატომაც განასხვავებენ ამ ორ ინსტრუმენტს რთმანეთისგან. კერძოდ, გადასახადით დაბეგვრას ექვემდებარება კუპონ STRIPS-ზე დარიცხული პროცენტი/დისკონტი, რაც წარმოადგენს ნომინალურ ღირებულებასა და ყიდვის ფასს შორის სხვაობას. აღნიშნული თანხა იბეგრება მიუხედავად იმისა, რომ პროცენტი/დისკონტი ფაქტიურად ირიცხება ინსტრუმენტის ვადის გასვლის მომენტისათვის. ამგვარად, აღნიშნულ ფასიან ქაღალდზე ვადის გასვლამდე ადგილი აქვს უარყოფით ფულის ნაკადებს, რადგან გადასახადს იხდიან მისი მფლობელები, მანამ სანამ რეალურად მიიღებს დარიცხულ პროცენტს. რიგ ქვეყნებში საგადასახადო კანონი ძირი თანხის STRIPS-გან მიღებულ საპროცენტო შემოსავალს აღიარებს, როგორც კაპიტალურ მოგებას (capital gain) და უფრო დაბალი საგადასახადო

3 კუპონ-გარეშე ობლიგაციის (ნულოვანი კუპონით-zero coupon bonds) მფლობელები ყიდულობენ მას ძირითად თანხზე ნაკლები ფასით, დისკონტით. პროცენტს კი იღებენ ობლიგაციის ვადის გასვლის მომენტისათვის, რაც წარმოადგენს სხვაობას ძირითად თანხასა და შესყიდვის ფასს შორის.

განაკვეთით იბეგრება ვიდრე ჩვეულებრივი შემოსავალი. ამდენად, უცხოელი ინვესტორები საკუთარ ქვეყანაში არსებული საგადასახადო სისტემის გამო ამჯობინებენ ძირი თანხის STRIPS-ის შექენას.

2014 წლის იანვრიდან აღნიშნულ ინსტრუმენტებს დაემატა 2 წლის ვადის მქონე **მცოცავი განაკვეთის ბილეთები (Floating Rate Note -FRN)**, რომელთა ემისიას ახდენს აშშ-ის ხაზინა და მათზე საპროცენტო განაკვეთი იცვლება კვარტალურად, 13 კვირიანი სახაზინო ვალდებულებების აუქციონზე დაფიქსირებული უმაღლესი დისკონტური განაკვეთის შესაბამისად. მცოცავი განაკვეთის ბილეთების ფასი შეიძლება იყოს ნომინალურ ღირებულებაზე ნაკლები, მეტი ან ტოლი, ხოლო ვადის გასვლისას ბილეთის მფლობელს უბრუნდება ნომინალური ღირებულების ოდენობის თანხა. ზემოხსენებული ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენენ აშშ-ს მთავრობის პირდაპირ ვალდებულებას და განიხილებიან რეალიზებად აქტივებად, რაც გულისხმობს, რომ შესაძლებელია მათი შემდგომ-

ში გაყიდვა. ამ ინსტრუმენტების მხოლოდ მცირე ნაწილი არის არარეალიზებადი, რაც ნიშნავს რომ მყიდველების მიერ მათი შემდგომი გასხვისება ნებადართული არაა.

ნახევრად-სამთავრობო (Semi-Government) ან სამთავრობო უწყებების (Government Agency Bonds) ფასიანი ქაღალდები

საერთაშორისო პრაქტიკით, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია დაშვებულია არა მხოლოდ ცენტრალური ხელისუფლების, არამედ მის მიერ განსაზღვრული ავტორიზებული სახელმწიფო უწყებების/სანარმოების მიერ. აღნიშნული ობლიგაციების გამყარება შესაძლოა მოხდეს მთავრობის პირდაპირი ან არაპირდაპირი გარანტიებით. ამ ინსტრუმენტებს ნახევრად-სამთავრობო (Semi-Government) ან სამთავრობო უწყებების (Government Agency Bonds) ფასიანი ქაღალდებს უწოდებენ. აშშ-ში ნახევრად-სამთავრობო (Semi-Government) ობლიგაციები

განიხილება ფედერალური უწყებების ფასიან ქალაქებად, რომლებიც კლასიფიცირდება გამომწვევი ორგანოს მიხედვით. ემიტენტ ორგანიზაციებად მიიჩნევა ფედერალურად დაკავშირებული უწყებები (Federally Related Institutions)⁴ და სახელმწიფოს მიერ დაფინანსებული საწარმოები (Government-Sponsored Enterprises)⁵.

სახელმწიფოს მიერ დაფინანსებული საწარმოები (Government-Sponsored Enterprises - GSEs)

კი კერძო საკუთრებაში მყოფი კორპორაციებია, რომლებიც შექმნილია კონგრესის ინიციატივით და ემსახურება საჯარო მიზნებს. კერძოდ, აღნიშნული საწარმოების არსებობის მიზანია შემცირდეს დაფინანსების დანახარჯები

დღიბრამბ 4. ფედერალური უწყებისფასიანი ქალაქების მიმოხილვა



ფედერალურად დაკავშირებული უწყებების (Federally Related Institutions) მიერ გამოშვებული ფასიანი ქალაქების⁶ უპირობო გარანტორია აშშ-ის მთავრობა.

იმ სექტორებში, სადაც მთავრობის გადანყვეტილებით მნიშვნელოვანია დახმარების გაწევა. ძირითადად, აღნიშნული სექტორის მონაწილეები არიან სტუდენტები, ფერ-

4 Export-Import Bank of the United States, Tennessee Valley Authority (TVA), Commodity Credit Corporation, Farmers Housing Administration, General Services Administration, Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Maritime Administration, Private Export Funding Corporation, Rural Electrification Administration, Rural Telephone Bank, Small Business Administration Washington Metropolitan Area Transit Authority.

5 Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal Agricultural Mortgage Corporation (Farmer Mac), Federal Farm Credit System, Federal Home Loan Bank System, Student Loan Marketing Association (Sallie Mae).

6 გარდა Tennessee Valley Authority (TVA) და Private Export Funding Corporation მიერ გამოშვებული ფასიანი ქალაქებისა.

მერები და ბინათმფლობელები. Fannie Mae, Freddie Mac და Federal Home Loan Bank გასცემენ იპოთეკურ სესხებს. Farmer Mac უზრუნველყოფს სესხებს ფერმერული საქმიანობისათვის საჭირო ინფრასტრუქტურის შესაძენად. Federal Farm Credit System პასუხისმგებელია აგრარული სექტორისათვის საკრედიტო ბაზრის უზრუნველყოფაზე, ხოლო Sallie Mae ახდენს ფინანსური რესურსების აკუმულირებას უმაღლესი განათლების მხარდასაჭერად.

სახელმწიფოს მიერ დაფინანსებული საწარმოები (Government-Sponsored Enterprises – GSEs) უშვებენ **დებენტურებსა (Debenture)** და **დისკონტურ ბილეთებს (Discount Note)**, რომელთა დაფარვა დამოკიდებულია აღნიშნული საწარმოების საქმიანობიდან მიღებულ შემოსავლებზე. დებენტურა შეიძლება ემიტირდეს ობლიგაციის ან ბილეთის სახით. აღნიშნული საწარმოების მიერ გამოშვებული ბილეთების ვადა მერყეობს ერთიდან 20 წლამდე, ხოლო ობლიგაციებს აქვთ 20 წელზე მეტი ვა-

დიანობა. დისკონტური ბილეთები მოკლევადიანი ვალდებულებებია, რომელთა ვადა მერყეობს ერთიდან 360 დღემდე.

რამოდენიმე საწარმო (მათ შორის Fannie Mae და Freddie Mac) დიდი ინტენსივობით უშვებს ფასიან ქალაქებს და ამიტომაც, მათ ჩამოაყალიბეს ფასიანი ქალაქების გამოშვების რეგულარული პროგრამები. მაგალითად, Freddie Mac უშვებს **რეფერენს ბილეთებსა (Reference Notes)** და **ობლიგაციებს (Reference Bonds)**, **გამოსყიდვად რეფერენს ბილეთებს(Callable Reference Notes)**, **საშუალოვადიან (Medium-term Bonds)** და **გლობალურ ობლიგაციებს(Global Bonds)**. Fannie Mae კი **ბენჩმარკ ბილეთებსა (Benchmark Notes)** და **ობლიგაციებს (Benchmark Bonds)**, **გამოსყიდვად ბენჩმარკ ბილეთებს (Callable Benchmark Notes)**, **საშუალოვადიან ბილეთებს (Medium-term Notes)** და **გლობალურ ობლიგაციებს(Global Bonds)**. აღნიშნული ფასიანი ქალაქებიდან ორივე ბენჩმარკ ბილეთები (Benchmark Notes) და

ობლიგაციები (Benchmark Bonds) და ასევე, რეფერენს ბილეთები (Reference Notes) და ობლიგაციები (Reference Bonds) შეიძლება გამოყენებულ იქნენ კუპონ-გარეშე ობლიგაციების საწარმოებლად დაშლის (სტრიპინგ) საშუალებით. Fannie Mae-სა და Freddie Mac-ის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები გარანტირებულია მათ მიერ შესყიდული ან გაცემული იპოთეკური სესხებით. ამ ფასიან ქაღალდებს უწოდებენ სააგენტოების იპოთეკით-გარანტირებულ ფასიან ქაღალდებს, რომლებიც მოიცავენ Mortgage Passthrough Securities, Collateralized Mortgage Obligations (CMOs) და Stripping Mortgage-Backed Securities. ბოლო ორი ტიპის ფასიანი ქაღალდები წარმოებული ფასიანი ქაღალდებია, რადგან იქმნება Mortgage Passthrough Securities-დან.

Mortgage Passthrough შეცურითიეს, მარტივად Passthrough, წარმოადგენენ ფასიან ქაღალდებს, რომლებიც წარმოიქმნება მაშინ, როცა ერთი ან უფრო მეტი გირავნობის (აქ უძრავი ქონების)

მფლობელი ქმნის კოლექტივს და ყიდის აღნიშნული გაერთიანების წილს ან ნევრობის/მონაწილეობის სერთიფიკატს. გაერთიანებაში შეიძლება შედიოდეს რამდენიმე ან ათასობით გირავნობის მფლობელი. აღნიშნული გაერთიანების მიერ გამოშვებული Passthrough-ის პროცენტისა და ძირი თანხის დაფარვა ხდება გაცემული სესხებიდან მიღებული შემოსავლებით. მაგრამ Passthrough-ზე პროცენტისა და ძირი თანხის გადახდა ხდება ჩვეულებრივი კუპონური ობლიგაციისაგან განსხვავებული წესით, რადგან იგი წარმოადგენს ამორტიზებად ფასიან ქაღალდს. კერძოდ, მათი ძირი თანხა იფარება ეტაპობრივად ყოველთვიურად პროცენტთან ერთად. ჩვეულებრივ კუპონურ ობლიგაციაზე კი ძირი თანხა ვადის გასვლამდე არ იფარება, ხოლო კუპონური განაკვეთის გადახდა ხდება წელიწადში ორჯერ.

მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდები

გარდა ზემოაღნიშნული სააგენტოებისა, აშშ-ში ფასიანი ქაღალდების ემისიას ახდენენ შტატები და ადგილობრივი მთავრობები, რომლებსაც **მუნიციპალურ ფასიან ქაღალდებს ან მუნიციპალურ ობლიგაციებს (Municipal Bonds)** უწოდებენ. მუნიციპალურ ობლიგაციებზე გადახდილი პროცენტი უმეტეს შემთხვევაში გათავისუფლებულია ფედერალური გადასახადისაგან, მაგრამ კაპიტალური მოგება (capital gain) იბეგრება. საპროცენტო შემოსავლის გადასახადისაგან გათავისუფლების პოლიტიკა არ ვრცელდება ყველა შტატზე, რადგან თითოეულ მათგანს აქვს საპროცენტო შემოსავლის დაბეგრის ინდივიდუალური პირობები. მუნიციპალური ფასიანი ქაღალდების ტიპებში გამოარჩევენ **გადასახადებით გარანტირებულ ვალსა (Tax-Backed Debt)** და **საშემოსავლო ობლიგაციებს (Revenue Bonds)**.

გადასახადებით გარანტირებული ვალი (Tax-Backed Debt)

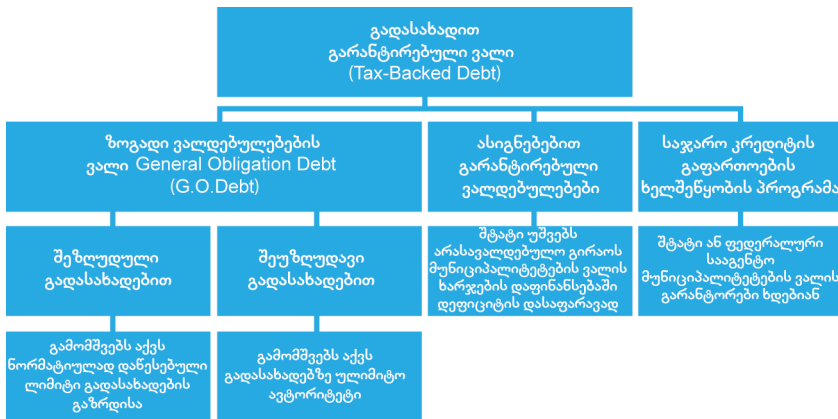
გადასახადებით გარანტირებული ვალი მოიცავს **ზოგადი ვალდებულებების ვალს (General Obligation Debt)**, **ასიგნებებით გარანტირებულ ვალდებულებებსა (Appropriation-Backed Obligation)** და **საჯარო კრედიტის გაფართოების ხელშეწყობის პროგრამით მხარდაჭერილ სავალო ინსტრუმენტებს (Debt Obligations Supported by Public Credit Enhancement Programs)**:

- გადასახადით გარანტირებული ვალის ყველაზე ფართოდ გავრცელებული სახეა **ზოგადი ვალდებულებების ვალი (General Obligation Debt – G.O. Debt)**, რომელიც თავის მხრივ იყოფა ლიმიტირებულ და ულიმიტო ვალდებულებებად. **ულიმიტო ზოგადი ვალდებულებები (Unlimited Tax General Obligation Debt)** უზრუნველყოფილია გამომშვების შეუზღუდავი საგადასახადო ძალაუფლებით. ამგვარად, აღნიშნული ინ-

სტრუქტურის გამომწვევები ვალდებულების დაფარვის უპირობო გარანტორია და გარანტიად საგადასახადო შემოსავლები მიიჩნევა. საგადასახადო შემოსავლების წყაროა კორპორაციებისა (coporate income tax) და ინდივიდების საშემოსავლო გადასახადი (individual income tax), გაყიდვის გადასახადი (sale tax) და ქონების გადასახადი (property tax). **ლიმიტირებული ზოგადი ვალდებულებების (Limited Tax General Obligation Debt)** მომსახურების დანახარჯები უზრუნველყოფილია

ნორმატიულად დადგენილი ლიმიტირებული საგადასახადო განაკვეთების ფარგლებში მიღებული შემოსავლებით. რიგი ზოგადი ობლიგაციები გარანტირებულია არამართო საგადასახადო შემოსავლებით, არამედ განსაზღვრული მოსაკრებლებით, გრანტებითა და სპეციალური ჯარიმებით, რომლებიც შემოსავლის მიღების ალტერნატიული გზებია. ასეთი სახის ობლიგაციებს უწოდებენ Double-Barreled ინ შეცურიტიეს, რადგან დაფინანსების ორი წყარო გააჩნიათ.

დიაგრამა 5. გადასახადით გარანტირებული ვალის მიმოხილვა



- ასიგნებებით გარანტირებულ ვალდებულებებს (Appropriation-Backed Obligation) განეკუთვნება ე.წ. მორალური ვალდებულებების ობლიგაციები (Moral Obligation Bonds), რომელთა გარანტირება საგადასახადო შემოსავლებით არაა სავალდებულო. თუმცა, მათი მომსახურების ხარჯების დასაფარავად ასიგნებების გამოყენება უნდა დაადასტუროს/დაამტკიცოს შტატის საკანონმდებლო ხელისუფლებამ. აღნიშნული სახის ობლიგაციების მიზანია გაზარდოს გამომშვები უწყების საკრედიტო სანდოობა;
- გადასახადით გარანტირებული ვალის მესამე ტიპს წარმოადგენს **საჯარო კრედიტის გაფართოების ხელშეწყობის პროგრამით მხარდაჭერილი სავალო ინსტრუმენტები (Debt Obligations Supported by Public Credit Enhancement Programs)**, რომლებიც ძირითადად შექმნილია შტატების სასკოლო სისტემის სავალო ვალდებულებების მომსახურებისათვის.

ამ პროგრამის მაგალითს წარმოადგენს ვირჯინიის ობლიგაციების გარანტირების პროგრამა (Virginia's Bond Guarantee program), რომელიც უფლებას აძლევს შტატის გუბერნატორს შეაჩეროს მუნიციპალიტეტისათვის გადასაცემი ფინანსური დახმარება და მიმართოს იგი მუნიციპალური ობლიგაციების პროცენტისა და ძირი თანხის დასაფარავად, დეფოლტის შემთხვევაში. ტეხასის შტატში კი შექმნილია სკოლების მუდმივი ფონდი (Permanent School Fund), რათა უზრუნველყოფილ იქნეს კვალიფიციური სკოლების რაიონის (Qualified School District) სავალო ვალდებულებების მომსახურების ხარჯების შეუფერხებელი ანაზღაურება. ფონდის შემოსავალს კი წარმოადგენს მიწისა და მინერალური რესურსების გამოყენების უფლების ფლობა.

შემოსავლების ობლიგაციები (Revenue Bond)

მუნიციპალური ობლიგაციების მეორე ტიპს განეკუთვნება **შემოსავლების ობლიგაციები (Revenue Bond)**, რომლის გამოშვება ხდება საწარმოების დაფინანსებისათვის. ამ ობლიგაციების მომსახურების ხარჯები უზრუნველყოფილია ან დასრულებული პროექტებიდან მობილიზებული შემოსავლებით ან საჯარო მიზნებისათვის გამოყოფილი შტატის ფინანსებით, რომელთა ნაწილს წარმოადგენს გადასახადებიც. შემოსავლების ობლიგაციებს წარმოადგენენ სატრანსპორტო შემოსავლების ობლიგაციები (Transportation Revenue Bond), ჯანდაცვის შემოსავლების ობლიგაციები (Health Care Revenue Debt), საწარმოო შემოსავლების ობლიგაციები (Industrial Revenue Bond) და სხვა:

- ზოგ მუნიციპალურ ობლიგაციას აქვს სპეციფიკური სახე, მაგალითად არსებობს დაზღვეული ობლიგაციები (Insured Bonds) და წინას-

წარ ანაზღაურებადი ობლიგაციები (Prerefunded Bonds). **დაზღვეული ობლიგაციები (Insured Bonds)** ემიტენტის შემოსავლების გარდა გარანტირებულია სპეციალური სადაზღვევო პოლისებითაც. ამგვარად, სადაზღვევო კომპანია იღებს პასუხისმგებლობას თავად დაფაროს ფასიანი ქაღალდის მომსახურება-დაფარვის ხარჯები, ობლიგაციის დაფარვის ვადის დადგომისას ემიტენტის გადახდისუნარიანობასთან დაკავშირებული პრობლემების შემთხვევაში;

- მუნიციპალიტეტები უშვებენ **წინასწარ ანაზღაურებად ობლიგაციებს (Prerefunded Bonds)**, რათა გამოისყიდონ უკვე არსებული შემოსავლების ან ზოგადი ვალდებულებების ობლიგაციები. წინასწარ ანაზღაურება ძირითადად ხდება მაშინ, როცა თავდაპირველი ობლიგაციები უზრუნველყოფილია მთავრობის მიერ გარანტირებული პირდაპირი ვალდებულებებით ან წარმოადგენს ესქრო ინსტრუ-

მენტს.⁷ ამგვარად, მთავრობით გარანტირებული ფასიანი ქაღალდების პორტფელი განთავსებულია ტრასტში და შედგენილია იმგვარად, რომ ფასიანი ქაღალდებიდან მიღებული ფულადი ნაკადი ფარავდეს ვალდებულებების მომსახურების ხარჯებს, რის გადახდასაც ემიტენტი ახორციელებს. წინასწარ ანაზღაურებადი ობლიგაციების მხარდაჭერა ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების პორტფელით, რომელიც განთავსებულია ესქრო ფონდში. აღნიშნული ობლიგაციები წარმოადგენენ ყველაზე დაბალი საკრედიტო რისკის მქონე ფასიან ქაღალდებს მუნიციპალურ ობლიგაციებს შორის;

7 ესქრო არის ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელსაც ფლობს მესამე მხარე ორ მხარეს შორის რაიმე ტრანზაქციის განხორციელებისას. მაგ., უძრავი ქონების ყიდვისას გადასახდელი თანხა შეიძლება განთავსებულ იქნას ბანკში, ესქრო ანგარიშზე, მანამ სანამ ქონების უფლება არ გადაეცემა მყიდველს.

იაპონია

იაპონიის ფინანსთა სამინისტრო უშვებს სხვადასხვა სახის სამთავრობო ობლიგაციებს, რომლებიც ერთმანეთისაგან გასხვავდება სამართლებრივი ბაზისითა და ობლიგაციის მახასიათებელი ნიშნებით. **სამართლებრივ ბაზაზე დაყრდნობით** იაპონიის სამთავრობო ობლიგაციები იყოფა ორ მთავარ ჯგუფად: **ზოგადი ობლიგაციები (General Bonds)** და **ფისკალური ინვესტიციისა და სესხის პროგრამის ობლიგაციები (Fiscal Investment and Loan Program Bonds- FILP Bonds)**. თუმცა, გარდა ამ ორი ტიპის ობლიგაციისა იაპონიის სამთავრობო ობლიგაციებს განეკუთვნება ობლიგაცია-სუბსიდია (Subsidy Bonds), ობლიგაციები სანევრო ან სხვა შენატანების დასაფინანსებლად (Subscription/Contribution Bonds), სამთავრობო ობლიგაციები ემიტირებული იაპონიის განვითარების ბანკისა (Government Bonds issued to Development Bank of Japan)

და ბირთვული ზიანის შემსუბუქების ფონდისათვის (Government Bonds Issued to Nuclear Damage Liability Facilitation Fund) და იაპონიის ჩქაროსნული ჰოლდინგისა (Japan Expressway Holding Bonds) და ვალის დაბრუნების სააგენტოს მიერ გამოშვებული ობლიგაციების (Debt Repayment Agency Bond) კონვერტირებით მიღებული სამთავრობო ობლიგაციები.

ფასიანი ქაღალდების კლასიფიცირება სამართლებრივი ბაზის გათვალისწინებით

ზოგადი ობლიგაციები (General Bonds)

ზოგად ობლიგაციებს (General Bonds) განეკუთვნება ახალი ფინანსური რესურსის ობლიგაციები (New Financial Resource Bonds)

(რომელიც მოიცავს სამშენებლო ობლიგაციებს (Construction Bonds) და სპეციალურ ობლიგაციებს დეფიციტის დაფინანსების მიზნებისთვის (Special Deficit-Financing Bonds)), რეკონსტრუქციის ობლიგაციები (Reconstruction Bonds) და ობლიგაციები რეფინანსირების მიზნებისათვის (Refunding Bonds):

- **სამშენებლო და სპეციალური ობლიგაციების** გამოშვებით აკუმულირებული თანხები აღიარდება, როგორც მთავრობის შემოსავალი. კანონმდებლობით, მთავრობის წლიური დანახარჯები სრულად უნდა დაიფაროს მთავრობის წლიური შემოსავლებით და არა მთავრობის ობლიგაციებითა ან სესხებით. თუმცა, კანონში გამონაკლისის სახით დაშვებულია, რომ მთავრობას შეუძლია გაზარდოს ფინანსები ობლიგაციების გამოშვებით ან სესხების აღებით, მხოლოდ საზოგადოებრივი საქმიანობებისათვის, კაპიტალის მოზიდვის ან გასესხების მიზნით. ამგვარად, აღნიშნული პირობით ხდება სამშენებლო

ობლიგაციების გამოშვება, რომელთა მოცულობას იაპონიის პარლამენტი განსაზღვრავს, ხოლო მაქსიმალური ოდენობა საბიუჯეტო კანონით დგინდება;

- სახელმწიფო შემოსავლების უკმარისობის შემთხვევაში იაპონიის მთავრობას შეუძლია ასევე გამოუშვას **სპეციალური ობლიგაციები დეფიციტის დაფინანსების მიზნებისათვის**, რომელთა ემისიას განსაზღვრავს ცალკე კანონი და სამშენებლო ობლიგაციების მიზნებისაგან განსხვავებული მიზნობრიობა აქვს. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ ამ ინსტრუმენტის გამოშვება ხდება გამონაკლის შემთხვევებში და იაპონიის მთავრობის პოლიტიკაა, რომ მაქსიმალურად შეამციროს მათი მოცულობა;
- **ობლიგაციები რეკონსტრუქციის/რეაბილიტაციის მიზნებისათვის (Reconstruction Bonds)** ემიტირდება იაპონიის აღმოსავლეთში მომხდარი მიწისძვრის კატასტროფის შედეგების გამოსასწორებლად.

მათი გამოშვება გაგრძელდება მანამ, სანამ იაპონიის მთავრობა აღნიშნული კატასტროფის შედეგების შესამსუბუქებლად და რეკონსტრუქციის მიზნით მოახდენს აუცილებელი რესურსების მობილიზებას გადასახადების აკრეფის მეშვეობით. ამ ობლიგაციების ნაწილი გამოდის საცალო ინვესტორებისათვის შემდეგი სახელწოდებით - „რეკონსტრუქციის ობლიგაციები საცალო ინვესტორებისათვის“ (Reconstruction Bonds for Retail Investors) და „რეკონსტრუქციის მხარდამჭერთა ობლიგაციები საცალო ინვესტორებისათვის“ (Reconstruction Supporters' Bonds for retail Investors);

- **ობლიგაციები რეფინანსირების მიზნებისათვის (Refunding Bonds)** ემიტირდება ვადაგასული სამთავრობო ობლიგაციების ნაწილის დასაფინანსებლად, რომელთა გამოშვება დამოკიდებულია რეკონსტრუქციის სპეციალური გადასახადით (Special Taxes for Reconstruction) მობილიზებული

შემოსავლებისა და აქციების გაყიდვით მიღებული მოგების ოდენობაზე. მათი ემისია ხდება სამთავრობო ვალის კონსოლიდაციის ფონდის სპეციალური ანგარიშის მეშვეობით (Special Account for Government Debt Consolidation Fund- GDCF) და ემისიით მიღებული შემოსულობები პირდაპირ ჩაირიცხება აღნიშნულ ფონდში. მთავრობას არ მოეთხოვება პარლამენტის თანხმობა აღნიშნული ინსტრუმენტის მაქსიმალური ოდენობის ემისიის დასადასტურებლად, რადგან აღნიშნული ობლიგაციებით არ იზრდება სახელმწიფოს გადაუხდელი ვალის მთლიანი მოცულობა.

ობლიგაციები ფისკალური ინვესტიციისა და სესხის პროგრამის მიზნებისათვის (Fiscal Investment and Loan Program Bonds- FILP Bonds)

ობლიგაციები ფისკალური ინვესტიციისა და სესხის პროგრამის მიზნებისათვის ემიტირდება ფისკალური სესხების ფონდის (Fiscal Loan

Fund)⁸ დასაფინანსებლად. სხვა ობლიგაციების მსგავსად, მათი ემისიის მაქსიმალური მოცულობის დასადასტურებლად საჭიროა პარლამენტის თანხმობა. თუმცა, ახალი ფინანსური რესურსის ობლიგაციებისაგან (New Financial Resource Bonds) განსხვავებით დაფარვის ხარჯები ფინანსდება არა გადასახადებიდან, არამედ ფისკალური სესხების ფონდიდან გაცემული კრედიტების დაფარვით აკუმულირებულ თანხებით.

იაპონიის მთავრობის სხვა ფასიანი ქაღალდები

ობლიგაცია-სუბსიდია არის სახელმწიფო ობლიგაციის სახე, რომელიც არ მიიჩნევა სახელმწიფო შემოსულობად და ამჟამად, მათი გამოშვება ხდება მეორე მსოფლიო ომის შედეგად ფიზიკურად ან სულიერად დაავადებულ პირთა, ომში დაღუპული ოჯახებისა და ღტოლვილების დასაფინანსებლად.

ობლიგაციები სანევრო ან სხვა შენატანების დასაფინანსებლად (Subscription/Contribution Bonds)

ობლიგაცია-სუბსიდიის ერთ-ერთი სახესხვაობაა და გამოიყენება საერთაშორისო ორგანიზაციებისათვის სხვადასხვა სახის შენატანების ხარჯების დასაფინანსებლად, რომელთა დაფარვა ხდება უცხოურ ვალუტაში. აღნიშნულ ობლიგაციებზე არ ხდება პროცენტის დარიცხვა, დაუშვებელია შემდგომში მათი გასხვისება და ანაზღაურდება მოთხოვნისთანავე (ობლიგაციის მყიდველი ინსტიტუტის მოთხოვნისთანავე უნდა მოხდეს მისი საჭირო ფულადი სახსრებით დაკმაყოფილება). ამჟამად, ამ ობლიგაციების 18 სხვადასხვა ხაზია გამოშვებული, რომლებიც შესყიდულია 12 საერთაშორისო ინსტიტუტის მიერ, მათ შორისაა საერთაშორისო სავალუტო ფონდი.

იაპონიის განვითარების ბანკისათვის ემიტრებული სამთავრობო ობლიგაციები (Government bonds issued to Development Bank of

⁸ ფისკალური სესხის ფონდი (The Fiscal Loan Fund) არის ფისკალური სესხების დაფინანსების წყარო, რომელიც შედგება ფისკალური ინვესტიციისა და სესხის პროგრამის ობლიგაციების-FILP Bonds ემისიით მობილიზებული თანხითა და სპეციალურ ანგარიშზე არსებული რეზერვებით ან ქარბი სახსრებით.

Japan) გამიზნულია იაპონიის განვითარების ბანკის ფინანსური საფუძვლების გაძლიერებისათვის, რომელიც გაადვილებს კრიზისის აღმოფხვრისათვის ღონისძიებების განხორციელებას. აღნიშნულ ობლიგაციებზე არ ხდება პროცენტის დარიცხვა, დაუშვებელია შემდგომში მათი გასხვისება და ანაზღაურდება მოთხოვნისთანავე (ამგვარად, იაპონიის განვითარების ბანკს როგორც კი დასჭირდება ფინანსური საფუძვლების გასაძლიერებლად რესურსები, მაშინვე უნდა დაკმაყოფილდეს მისი მოთხოვნა).

ბირთვული ზიანის შემსუბუქების ფონდისათვის ემიტირებული სამთავრობო ობლიგაციები (Government bonds issued to Nuclear Damage Liability Facilitation Fund) გამოიყენება სპეციალური საჭირო ფინანსური რესურსის მობილიზებისათვის. იაპონიის განვითარების ბანკისათვის გამოშვებული ობლიგაციების მსგავსად, აღნიშნულ ინსტრუმენტზეც არ ხდება პროცენტის დარიცხვა, დაუშვებელია შემდგომში მათი გასხვისება და გადახდა უნდა მოხდეს

მოთხოვნისთანავე. აღსანიშნავია, რომ ობლიგაციების გამოსყიდვა ხდება ენერგო პოლიტიკის მიზნებისათვის შექმნილი სპეციალური ანგარიშიდან (Special Account for Energy Policy).

ამჟამად, **იაპონიის ჩქაროსნული ჰოლდინგისა (Japan Expressway Holding Bonds) და ვალის დაბრუნების სააგენტოს მიერ გამოშვებული ობლიგაციების (Debt Repayment Agency Bond)** კონვერტირებით მიღებული სამთავრობო ობლიგაციები დაახლოებით შეადგენს 827 მილიარდ იენს, რომლებიც განკუთვნილია გზების რეკონსტრუქციისა და სხვა გაუმჯობესება/განვითარების პროექტებისათვის.

იაპონიის სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ზოგადი მახასიათებლები

აღწერილი სამთავრობო ობლიგაციები არის ცენტრალური მთავრობის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც ვადიან

ნობის მიხედვით შეიძლება დაკლასიფიცირდეს 5 კატეგორიად: მოკლევადიანი(6 თვიანი და ერთ წლიანი ობლიგაციები), საშუალოვადიანი(2 და 5 წლიანი ობლიგაციები), გრძელვადიანი(10 წლიანი ობლიგაცია), ძალიან-გრძელვადიანი ობლიგაციები(20, 30 და 40 წლიანი ობლიგაციები) და ობლიგაციები გამოშვებული საცალო ინვესტორებისათვის (3 და 5 წლიანი ფიქსირებული განაკვეთის მქონე და 10 წლიანი მცურავი განაკვეთის მქონე).

მოკლევადიანი სამთავრობო ობლიგაციები დისკონტური ობლიგაციებია, მაშინ როცა ყველა სხვა ტიპის ობლიგაცია ფიქსირებული კუპონის განაკვეთის მქონე ფასიანი ქალაქია და მათზე პროცენტის გადახდა ხდება წელიწადში ორჯერ. აღნიშნული ობლიგაციებიდან ნაწილზე (10 წლიან ობლიგაციებზე) ძირითადი თანხა კორექტირდება სამომხმარებლო ფასების ინდექსით, ხოლო კუპონის განაკვეთი ფიქსირებულია. თუმცა, იაპონიის ცენტრალური მთავრობა ასევე უშვებს 15 წლიან მცურავი

განაკვეთის მქონე ობლიგაციებს და 10 წლიან მცურავი განაკვეთის მქონე ობლიგაციებს საცალო ინვესტორებისათვის, რომელთა განაკვეთები განისაზღვრება გარკვეულ წესებზე დაყრდნობით. აღნიშნული ინსტრუმენტების სხვა მახასიათებლები იხილეთ ქვემოთ მოცემულ ცხრილებში (1, 2).

ცხრილი 1. იაპონიის სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ტიპები

ვადიანობა	მოკლევადიანი	საშუალო ვადიანი	გრძელვადიანი
	6 თვანი, 1 წლიანი	2 და 5 წლიანი	10 წლიანი
ობლიგაციის ტიპი	დისკონტური ობლიგაცია	კუპონის მქონე ობლიგაცია	
ერთეულის მინიმალური ნომინალური ღირებულება	10 000,000 იენი	50,000 იენი	
აუქციონის მეთოდი	ფასისმიერი კონკურენციის აუქციონი/არაფასისმიერი კონკურენციის აუქციონის პირველი და მეორე ტიპები		
არაფასისმიერი კონკურენციის აუქციონი	არაფასისმიერი აუქციონის პირველი ტიპი	არაკონკურენტული აუქციონი/ არაფასისმიერი კონკურენციის აუქციონის პირველი და მეორე ტიპები	
შემდგომი გადაცემა (transferable)	შეზღუდულია ⁹	შეუზღუდავია	
ემისიის სიხშირე	1 წლიანი - ყოველთვიურად; 6 თვანი - მთლიანი მოცულობა 0.9 ტრილიონი იენი	ყოველთვიურად	

აუქციონების ჩატარების წესი

რაც შეეხება აუქციონების ორგანიზებას, სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზრის ლიკვიდობის შენარჩუნებისა და გაძლიერების მიზნით, იაპონიის მთავრობამ 2004 წლის

ოქტომბერში დაწერა იაპონიის სამთავრობო ობლიგაციების ბაზარზე მონაწილეთა სქემა (“JGB Market Participants Scheme”), რომელიც ეყრდნობა ე.წ. „ძირითადი დილერების სისტემას“ (“Primary Dealer System“). აღნიშნული

⁹ გადაცემა შეიძლება მხოლოდ კორპორაციებისათვის (მათ შორის ტრასტებისათვის)

ცხრილი 2. იაპონიის სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ტიპები

ვადიანობა	ძალიან გრძელვადიანი			საცალო ინვესტირებისათვის გამოშვებული ობლგაციები	ინფლაციით ინდექსირებული ობლგაციები	ძალიან გრძელვადიანი
	20 წლიანი	30 წლიანი	40 წლიანი	3დან 15 წლიანი ფიქსირებული განაკვეთის, 10 წლიანი მცოცავი განაკვეთის	10 წლიანი	15 წლიანი მცურავ განაკვეთის
ობლიგაციის ტიპი	კუპონის მქონე ობლიგაციები					
ერთეულის მინიმალური ნომინალური ღირებულება	50,000 იენი			10,000 იენი	100,000 იენი	
აუქციონის მეთოდი	ფასისმიერი კონკურენციის აუქციონი/პირობითი სტილის აუქციონი		შემოსავლიანობისმიერი კონკურენციის აუქციონი/ჰოლანდიური სტილის აუქციონი			
არაფასისმიერი კონკურენციის აუქციონი	არაფასისმიერი აუქციონის პირველი და მეორე ტიპი	არაფასისმიერი აუქციონის მეორე ტიპი				
შემდგომი გადაცემა (transferable)	შუუზღუდავია			შეზღუდულია ¹¹	შუუზღუდავია	
ემისიის სიხშირე	ყოველთვიური	ნელინადმი მჯერ	კვარტალურად	3 წლიანი: ყოველთვიურად, 5 და 10 წლიანი კვარტალურად	საჭიროებისამებრ	

10 საცალო ინვესტირებისათვის გამოშვებული ობლიგაციების გადაცემა შეიძლება ისევე საცალო ინვესტირებზე, ხოლო ინფლაციით ინდექსირებული ობლიგაციები გაიცემა მხოლოდ კვალიფიციურ კორპორაციებზე.

სქემის მიხედვით, ფინანსთა სამინისტრო მხოლოდ იმ სუბიექტებს ანიჭებს აუქციონში მონაწილეობის უფლებას, რომლებიც აკმაყოფილებენ ვალის მართვისათვის მნიშვნელოვან კრიტერიუმებს.

იაპონიაში სამთავრობო ობლიგაციები იყიდება აუქციონების მეშვეობით, რომლებიც განსხვავდება ფასიანი ქაღალდების ტიპების მიხედვით. ერთ-ერთ მეთოდს წარმოადგენს **ფასისმიერი/შემოსავლიანობისმიერი კონკურენციის აუქციონი (Price/Yield-Competitive Auction)**, სადაც მონაწილე წარადგენს განაცხადს, რომელშიც მითითებულია შესასყიდი ფასიანი ქაღალდების ფასი (ან შემოსავლიანობა) და რაოდენობა გამოშვებული ფასიანი ქაღალდის მახასიათებლების (გამოშვების რაოდენობა, ვადიანობა, კუპონის განაკვეთი) გათვალისწინებით. ემისიის ფასი და რაოდენობა განისაზღვრება მიღებულ განაცხადებზე დაყრდნობით. აღნიშნული ტიპის აუქციონისას, გამომშვები ორგანო გაყიდვას იწყებს უმაღლესი შემოსავაზე უბიძგე ფასიდან დაღმავალი

მიმართულებით (ან მინიმალური შემოსავლიანობიდან აღმავალი მიმართულებით) მანამ, სანამ გაყიდვების ჯამური რაოდენობა არ მიაღწევს დაგეგმილს.

ასევე ფართოდ გამოიყენება **პირობითი აუქციონი (Conventional Auction)**, რომლის დროსაც თითოეული გამარჯვებული განაცხადის წარმომდგენი ყიდულობს ფასიან ქაღალდს მის მიერ წარმოდგენილი ფასით. ასევე აღსანიშნავია ე.წ. **ჰოლანდიური სტილის მეთოდი (Dutch-Style Auction)**, რომლის დროსაც გამარჯვებული მონაწილეები იხდიან შემოსავაზე უბიძგე განაცხადებს შორის უდაბლეს ფასს მიუხედავად თავდაპირველად გაკეთებული განაცხადისა.

გარდა კონკურენტული აუქციონებისა, 2, 5 და 10 წლიანი ობლიგაციების გამოშვება ხდება **არაკონკურენტული აუქციონის მეშვეობით (Non-Competitive Auction)**. აღნიშნული მეთოდი ანგარიშს უწევს პატარა და საშუალო ბაზრის მონაწილეებს, რომლებმაც განიზრახეს მათზე დიდ მონაწილეებთან

შედარებით უფრო დაბალი ფასის შეთავაზება. განაცხადების მიღება როგორც არაკონკურენტულ, ასევე ფასისმიერი კონკურენციის აუქციონზე ხდება ერთდროულად და არაკონკურენტულ აუქციონზე შეთავაზებული ფასი ფასისმიერი კონკურენციის აუქციონზე წარდგენილი ფასების საშუალო შენონილის ტოლია. ბაზრის მონაწილეებს შეუძლიათ ორივე სახის აუქციონში მონაწილეობა.

გარდა არაკონკურენტული აუქციონისა ობლიგაციების გაყიდვა ასევე ხდება არაფასისმიერი კონკურენტული აუქციონის 2 ტიპის მეშვეობით. **პირველი ტიპის არაფასისმიერ აუქციონზე(Non-Price Competitive Auction I)** შეთავაზების გაკეთება ხდება ფასისმიერი აუქციონის ჩატარების მომენტი-სათვის, სადაც შეთავაზებული ფასი ფასისმიერ აუქციონზე წარდგენილი ფასების საშუალო შენონილის ტოლია. **მეორე ტიპის არაფასისმიერი კონკურენციის აუქციონი (Non-Price Competitive Auction II)** კი ტარდება კონკურენტული აუქციონის ჩატარების შემდეგ, სა-

დაც შეთავაზებული ფასი ფასისმიერი კონკურენციის აუქციონისას მიღებული ფასების საშუალო შენონილის ან ჰოლანდიური ტიპის შემოსავლიანობისმიერი კონკურენციის აუქციონისას დადასტურებული უდაბლესი ფასის ტოლია. ორივე ტიპის აუქციონზე განაცხადების გაკეთების უფლება აქვთ მხოლოდ იაპონიის სამთავრობო ობლიგაციების ბაზრის სპეციალურ მონაწილეებს.

საცალო ინვესტორებისათვის 10 წლიანი მცურავი განაკვეთის მქონე ობლიგაციების გამოშვება იაპონიის მთავრობამ დაიწყო 2003 წლის მარტიდან, რათა წახალისებინა სამთავრობო ობლიგაციების ფლობა ინდივიდებს შორის. ბაზარზე არსებული მოთხოვნის საპასუხოდ, მთავრობამ დაიწყო 3 და 5 წლიანი ფიქსირებული განაკვეთის მქონე ობლიგაციების გამოშვება. საცალო ინვესტორებზე ობლიგაციების გაყიდვაში მთავრობას მომსახურებას უწევს მომსახურე კომპანიები, რომელთაც განეკუთვნება დაცვის სისტემების კომპანიები და მთავრობა მათ უხდის საკომისიოს.

გარდა აღნიშნულისა, მთავრობა ფასიანი ქაღალდების საცალო ინვესტორებისათვის მიყიდვისას იყენებს ახალ OTC (Over the Counter) გაყიდვების სისტემას. თუ ადრე აღნიშნული სისტემით სარგებლობის უფლება ჰქონდათ მხოლოდ საფოსტო ოფისებს, 2007 წლის ოქტომბრიდან ამ სისტემაში ჩაერთო საფინანსო ინსტიტუტები, რამაც საშუალება მისცა საცალო ინვესტორებს სამთავრობო ობლიგაციების შესყიდვისას გამოიყენონ მათთვის ნაცნობი ფინანსური ინსტიტუტის მომსახურება. შუამავალ საფინანსო ინსტიტუტებს (დაახლოებით 760 ინსტიტუტი) მთავრობა უზღის საკომისიოს განეული მომსახურებისათვის, ხოლო თუ ფინანსთა სამინისტროს მიერ დაწესებული ფასით ობლიგაციების გაყიდვა არ მოხერხდა, მაშინ აღნიშნულ ინსტიტუტს არა აქვს ვალდებულება თვითონ შეიძინოს არარეალიზებული სამთავრობო ობლიგაციები.

სხვა ფასიანი ქაღალდები გარდა სამთავრობო ობლიგაციებისა

სამთავრობო ობლიგაციების გარდა, ცენტრალური მთავრობა ფისკალური გადასახდელების დასაფინანსებლად უშვებს **სახსრების მოზიდვის ვალდებულებებს (Financing Bills)**, იღებს **კრედიტებს** და გასცემს **სამთავრობო გარანტიებს**. აღნიშნულ ინსტრუმენტებს განსხვავებული თვისებები აქვთ, მაგრამ არსებითად სამთავრობო ობლიგაციებს გვანან, რადგან წარმოადგენენ ცენტრალური მთავრობის ვალის ნაწილს, რომელიც მიზნად ისახავს სახსრების მოზიდვას ფისკალური მიზნებისათვის.

სახსრების მოზიდვის ვალდებულებებს (Financing Bills)

ცენტრალური მთავრობა უშვებს სახსრების მოზიდვის ვალდებულებებს მოკლევადიან პერიოდში ლიკვიდობის მართვისათვის, ნაღდი ფულის დროებითი დეფიციტის შემთხვევაში. ამ ვალდებულებების დაფარვა ხდება იმავე ფისკალურ წელს ეროვნული ხაზინის სახსრე-

ბიდან. აღნიშნული ტიპის ობლიგაციები თავის მხრივ იყოფა შემდეგ სახეობად:

ბის გამოშვება ხდება აუქციონის მეშვეობით კვირის პირველ სამუშაო დღეს. 2009 წლიდან მათთან

ცხრილი 3. სახსრების მოზიდვის ვალდებულებების ტიპები

სახსრების მოზიდვის ვალდებულების ტიპები (FINANCING BILLS)	მიზნობრიობა
სახაზინო დაფინანსების ვალდებულებები (Treasury Financing Bills)	ხდება გამოშვება ეროვნული ხაზინის ანგარიშების დასაბალანსებლად/ლიკვიდობის მიზნებისათვის
ფისკალური სესხის ფონდის დაფინანსების ვალდებულებები (Fiscal Loan Fund Financing Bills)	გამოიშვება როდესაც არასაკმარისი რაოდენობის სახსრებია ფონდში
სავალუტო რეზერვების ფონდის დაფინანსების ვალდებულებები (Foreign Exchange Fund Financing Bills)	გამოიშვება როდესაც არასაკმარისია სავალუტო რეზერვები ფონდში
ნავთობპროდუქტების დაფინანსების ვალდებულებები (Petroleum Financing Bills)	გამოიშვება ეროვნული ნავთობპროდუქტების რეზერვების შესავსებლად ან როდესაც არასაკმარისი რესურსებია ვალდებულებების დასაფარავად
ბირთვული ზიანის პასუხისმგებლობის შემსუბუქების ფონდის დაფინანსების ვალდებულებები (Nuclear Damage Liability Facilitation Financing Bills)	გამოიშვება სპეციალურ ანგარიშზე რესურსების გადასარიცხად და როდესაც არასაკმარისი რესურსებია ვალდებულებების დასაფარავად
საკვების დაფინანსების ვალდებულებები (Food Financing Bills)	გამოიშვება საკვების, აგრარული პროდუქტების ან პირუტყვისათვის იმპორტირებული საკვების შესაძენად და ასევე, როდესაც არასაკმარისი რესურსებია ვალდებულებების დასაფარავად

აღნიშნული ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენენ სახაზინო დისკონტური ვალდებულებების მსგავს ფინანსურ ინსტრუმენტებს. სახსრების მოზიდვის ვალდებულებ-

ერთად იაპონიის მთავრობა უშვებს **სახაზინო ვალდებულებებს (Treasury Bills)**, რომლებიც წარმოადგენენ 6 თვიან და ერთ წლიან დისკონტურ ფასიან ქაღალდებს.

ქვემოთ ცხრილში მოცემულია სახაზინო ვალდებულებებისა და სახსრების მოზიდვის ვალდებულებების შედარებითი ანალიზი:

ციულ საქმიანობას სახელმწიფო მიზნებისათვის. მთავრობა გარანტად უდგება მათ მიერ აღებულ ვალს, რომელიც გამოიყენება

ცხრილი 4. სახაზინო და სახსრების მოზიდვის ვალდებულებების შედარება

დასახელება	სახაზინო ვალდებულებები (Treasury Bills)	სახსრების მოზიდვის ვალდებულებები (Financing Bills)
მიზნობრიობა	ფისკალური დანახარჯების დასაფინანსებლად (სამთავრობო ობლიგაციების მსგავსი მიზნობრიობა)	ეროვნული ხაზინის მოკლევადიანი დაფინანსება, ან სპეციალური ანგარიშის დროებითი დევიციტის დაფარვა
გამოშვების ტიპი	დისკონტით ემისია	
გამოშვების ტიპი	6 თვით, 1 წლით	დაახლოებით 2, 3 და 6 თვით
მანიშალური ნომინალური ღირებულება	10 მილიონი იენი	
გამოშვების მეთოდი	პირობითი, ფასისმიერი კონკურენციის აუქციონი (ერთად ემიტირდება სახელწოდებით "სახაზინო დისკონტური ვალდებულებები"(T-Bills))	
გადაცემაზე შეზღუდვები	შეზღუდულია, გადაცემა მხოლოდ ეროვნულ მთავრობას და იურიდიულ პირებს (როგორებიცაა ტრასტები Trusts)	

მთავრობის მიერ გარანტირებული ვალი (Government-Guaranteed Debt)

დაკავშირებული ადმინისტრაციული უწყებები, როგორც მთავრობის აგენტები, წარმართავენ თავიანთ კომერციულ/არაკომერ-

სააგენტოების საქმიანობის დასაფინანსებლად. ფინანსთა სამინისტრო კი ზრუნავს სტაბილური დაფინანსების უზრუნველყოფასა და აღნიშნული ვალის ინსტრუმენტის სათანადოდ მართვაზე. **მთავრობის მიერ გარანტირებული ვალი (Government-Guaranteed Debt)** შეიძლება დაიყოს მთავრობის გა-

რანტირებულ ობლიგაციებად (Government-Guaranteed Bonds), რომელიც თავის მხრივ იყოფა საშინაო და უცხოურ ობლიგაციებად (Domestic and Foreign Bonds), და სესხებად (Government-Guaranteed Borrowings).

იაპონიის სახელმწიფო ვალის სხვა კომპონენტები გარდა სამთავრობო ობლიგაციებისა

გარდა ზემოაღნიშნულისა, იაპონიის სახელმწიფო ვალის კომპონენტებს წამოადგენენ საპენსიო ვალდებულებები (Public Pensions), ადგილობრივი მთავრობის ობლიგაციები (Local Government Bonds - LGB) და დაკავშირებული ადმინისტრაციული უწყებების ვალი (Debts of Incorporated **Administrative** Agencies).

ადგილობრივი მთავრობები უშვებენ ადგილობრივი მთავრობის ობლიგაციებს (Local Government Bonds- LGB), რათა დაფარონ თავიანთი გადასახდელების ნაწილი. ობლიგაციების ემისიის შედეგად მიღებული თანხები აღიარდება

ადგილობრივი მთავრობის ვალდებულებად, მაგრამ განცალკევებულია ცენტრალური ხელისუფლების ვალდებულებებისაგან. ცენტრალური მთავრობა ადგილობრივი მთავრობის ობლიგაციის პროგრამის ფარგლებში (Local Government Bond Program) ყოველი წლის ბოლოს განსაზღვრავს მომავალი ფისკალური წლის ადგილობრივი მთავრობის ობლიგაციების მოცულობას.

დიდი ბრიტანეთი

დიდი ბრიტანეთის საშინაო ვალის ბაზარი, ამერიკის მსგავსად, მრავალფეროვანი ფინანსური ინსტრუმენტებით გამოირჩევა. ხაზინა (HM Treasury) სახელმწიფო ვალის მართვის სამსახურთან ერთად განსაზღვრავს ყოველი წლის დასაწყისში ახალი საშინაო ვალის ინსტრუმენტების ემისიის სასურველ სტრუქტურას რისკებისა და დანახარჯების გათვალისწინებით. ამჟამად, დიდი ბრიტანეთი იყენებს მრავალფეროვან საშინაო ვალის ინსტრუმენტებს, როგორც ბიჭაა სახაზინო ვალდებულებები (Treasury Bills), პირობითი გილტები (Conventional Gilts), ორმაგი თარიღის გილტები (Double-Dated Gilts), დაუთარიღებელი გილტები (Undated Gilts), ინდექსირებული გილტები (Index-linked Gilts) და გილტ სტრიპები (Gilt Strips).

სახაზინო ვალდებულებების (Treasury Bills)

დიდი ბრიტანეთის ვალის მართვის სამსახური პასუხისმგებელია **სახაზინო ვალდებულებების (Treasury Bills)** გამოშვებაზე, რომლის ოპტიმალურ მოცულობას ათანხმებს ხაზინასთან. სახაზინო ვალდებულებები ფუნტ-სტერლინგში დენომინირებული კუპონ-გარეშე (ნულოვანი კუპონის მქონე) ფასიანი ქალაქებია, რომელსაც ვალის მართვის სამსახური უშვებს ყოველკვირეული და დამატებითი გადანყვეტილებით გამართული აუქციონის მეშვეობით. მათი ვადა მერყეობს ერთი დღიდან 364 დღემდე. აუქციონში მონაწილეობის მიღების უფლება აქვთ რეგისტრირებულ

ფინანსურ ინსტიტუტებს¹¹, ხოლო შეძენის მინიმალური ღირებულება 500 000 ფუნტ სტერლინგს შეადგენს. სახაზინო ვალდებულებები, გილთების მსგავსად, ნულოვანი საკრედიტო რისკის მქონე ფასიან ქალაქდებად მიიჩნევა.

გილთები (Gilts)

გილთები (Gilts) არის ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული დიდი ბრიტანეთის სამთავრობო ფასიანი ქალაქდები, რომლის ემისიას ახდენს ხაზინა. ამჟამად, გილთების ემისია ხდება აუქციონის მეშვეობით. გილთების ბაზარი შედგება ორი სახის ფასიანი ქალაქდებისაგან- **პირობითი (Conventional Gilts)** და **ინდექსირებული გილთები (Index-linked Gilts)**:

- **პირობითი გილთი** არის უმარტივესი ფორმის სამთავრო-

ბო ობლიგაცია, რომელიც სახელმწიფო ვალდებულებების პორტფელის უდიდეს ნაწილს შეადგენს. პირობითი გილთის მფლობელს მთავრობა უხდის ფიქსირებული განაკვეთის კუპონს ყოველ ექვს თვეში ფასიანი ქალაქდის ვადის გასვლამდე. გილთის ფასები ჩვეულებრივ კოტირდება 100 ფუნტი სტერლინგის ნომინალური ღირებულების მქონე გილთზე. თუმცა, შეიძლება გაიყიდოს უფრო ნაკლები ნომინალური ღირებულების მქონე გილთებაც. პირობითი გილთების ფასი განისაზღვრება მისი კუპონის განაკვეთისა და ვადის მიხედვით. კუპონის განაკვეთი ჩვეულებრივ ასახავს გილთის გამოშვების მომენტისათვის ბაზარზე არსებულ საპროცენტო განაკვეთს, რომელსაც გილთის მფლობელი იღებს წელიწადში ორჯერ. საპროცენტო განაკ-

11 Abbey National Treasury Services plc, Banc of America Securities Limited, Bank of Scotland plc, Barclays Bank plc, BNP Paribas, Citigroup Global Markets Ltd, Commerzbank AG, Credit Agricole Corporate & Investment Bank, Credit Suisse First Boston, Danske Bank A/S, London Branch, Deutsche Bank London Branch, Goldman Sachs International, HSBC Bank London, Investec Bank plc, Jefferies International Limited, JP Morgan Securities PLC, King and Shaxson Ltd, Mitsubishi UFJ Securities International plc, Morgan Stanley & Co Intl Ltd London, Newedge Group, Nomura International, Royal Bank of Canada, Royal Bank of Scotland, Royal Bank of Scotland plc (for private investors), Scotiabank, Societe Generale London, The Toronto-Dominion Bank (London Branch), UBS Limited

ვეთის მუდმივი ცვალებადობის გამო, კუპონის გასაკვეთებიც ცვალებადია. რაც შეეხება ვადიანობას, ამჟამად გამოიყენება 5, 10 და 30 წლიანი პირობითი გილტები, თუმცა 2005 წელს ვალის მართვის სამსახურმა გამოუშვა 50 წლის, ხოლო 2013 წელს 55 წლის ვადიანობის პირობითი გილტები;

- დიდი ბრიტანეთი იყო ერთ-ერთი პირველი განვითარებულ ეკონომიკებს შორის, რომელმაც 1981 წელს დაიწყო ინფლაციით ინდექსირებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვება. **ინდექსირებული გილტი (Index-linked Gilts)** პირობითი გილტისაგან იმით განსხვავდება, რომ გილტის ნომინალური ღირებულება და შესაბამისად, გადასახდელი პროცენტის რაოდენობა იცვლება (კუპონის განაკვეთი კი უცვლელია და გილტის სახელწოდებაშიც

არის მითითებული ვადიანობასთან ერთად) დიდი ბრიტანეთის საცალო ფასების ზოგადი ინდექსის (General Index of retail Prices in UK- RPI) ცვლილების შესაბამისად. ამგვარად, თითოეული წელიწადში ორჯერ გადახდილი კუპონი შედგება 2 ელემენტისაგან: ერთი ნაწილი წარმოადგენს წლიურ რეალურ კუპონის განაკვეთს, რომელიც გილტის სახელწოდებაშიც არის მითითებული და ფიქსირებული სიდიდეა; მეორე ნაწილი კი წარმოადგენს RPI-ის ცვალებადობის შედეგად მიღებულ ფაქტორს, რომლითაც კორექტირდება კუპონის გადასახდელი თანხა. გილტების ინდექსაციის მეთოდი განსხვავდება გილტის ემისიის თარიღის მიხედვით. კერძოდ, 2005 წლამდე გამოშვებული გილტების ინდექსაციისას გამოიყენებოდა 8 თვის ინდექსაციის დაყოვნების მეთოდი¹², ხოლო 2005 წლი-

12 მაგალითად, 4.125% კუპონის განაკვეთის მქონე ინდექსირებულ გილტზე 2030, რომელიც ემიტირებულია 1992 წლის ივნისში პროცენტის გადახდა ხდება იანვარსა და ივლისში. ვთქვათ, საბაზისო RPI არის 135.1 - 1991 წლის ოქტომბრის RPI-ის მანქენებელი, რომელიც გამოქვეყნდა 1991 წლის ნოემბერში. იანვარში გადასახდელი კუპონის დასათვლელად გამოიყენება წინა წლის მაისის ფასების ინდექსი, ხოლო ივლისში-ნოემბრის მანქენებელი. ამგვარად, 10 მონ. ნომინალური ორიბოლოების ვითუნი 1998 წლის იანვარში გადასახდელი კუპონის გამოთვლა მოხდება შემდეგი ფორმულით.
$$\left(\frac{100}{2} * \left(\frac{4.125}{RPI\ 1997\ \text{წლის\ მაისი}} * \frac{RPI\ 1991\ \text{წლის\ ოქტომბერი}}{RPI\ 2029\ \text{ნოემბერი}} \right) \right)$$
 ინოვაციური ვითუნი ათობის გასვლისას (2030 წლის ივლისი) კი ძირი თანხის დაკორექტირდება შემდეგნაირად მოხდება $\frac{£10,000,000}{RPI\ 1991\ \text{წლის\ ოქტომბერი}}$

დან ემიტირებულ გილთებზე 3 თვის ინდექსაციის დაყოვნების მეთოდი¹³. აღნიშნული ფასიანი ქალაქების სახელწოდებებიც შესაბამისად ინდექსაციის მეთოდის მიხედვით განისაზღვრება ანუ 2005 წლამდე გამოშვებულ გილთებს Eight-Month Lag Index-Linked Gilts უწოდებენ, ხოლო მას შემდეგ ემიტირებულ გილთებს Three-Month Lag Index-Linked Gilts;

- დიდ ბრიტანეთში გილტ-სტრიპსების ბაზარი ჩამოყალიბდა 1997 წლის 8 დეკემბერს. აღნიშნული ინსტრუმენტი ანალოგია აშშ-ში გამოშვებული სტრიპსებისა. ამჟამად, ყველა სახის გილტის დანაწევრება არ ხდება, მაგრამ ვალის მართვის სამსახურის მიზანია ისეთი გილთების ემისიაზე გადასვლა,

რომლებსაც ექნებათ სტრიპსებად გადაქცევის უნარი. დიდი ბრიტანეთის საშინაო ვალის ბაზარზე წარმოდგენილია სტრიპსების მხოლოდ ორი სერია, რომელთა ემისია განხორციელდა 1997 და 2002 წელს;

- ამჟამად, დიდი ბრიტანეთის მთავრობა გარდა ზემოხსენებული ინსტრუმენტებისა ფლობს, ძველ არალიკვიდურ ინსტრუმენტებსაც, როგორებიცაა **ორმაგი თარიღის გილტი (Double-Dated Gilt) და დაუთარიღებელი გილტი (Undated Gilts)**;
- მთავრობას შეუძლია **ორმაგი თარიღის გილტის** სრულად ან ნაწილობრივ გამოსყიდვა ნებისმიერ დღეს ვადის გავლის თარიღამდე, გარდა ემი-

13 3 თვის ინდექსაციის დაყოვნების მეთოდი სრულიად განსხვავდება ზემოთ აღწერილი მეთოდისაგან. კერძოდ, 3 თვის ინდექსაციის დაყოვნების მეთოდი საპროცენტო განაკვეთის დათვლისას იყენებს არა ერთი რომელიმე თვის RPI მაჩვენებელს, არამედ ინტერპოლაციით მიღებულ მაჩვენებელს, რომელიც თვის თითოეული დღისათვის სპეციფიკურია და უწოდებენ "reference RPI". მაგალითად, 1 ივნისის "reference RPI" შეესაბამება მარტის თვის RPI-ის, 1 ივლისის აპრილის თვისას და ა.შ. მაგრამ, თვის სხვა რომელიმე დღის "reference RPI" გამოითვლება ამ თვის პირველი დღის "reference RPI"-ისა და მომდევნო თვის "reference RPI"-ის მშვენივლით Straight Line Basis მეთოდის გამოყენებით. მაგალითად, 2001 წლის 20 ივლისის "reference RPI" = Ref RPI 1 ივლისი, 2001 + $\frac{19}{31}$ * [Ref RPI 1 აგვისტო, 2001 - Ref RPI 1 ივლისი, 2001]. შემდეგ გამოითვლება ინდექსირების კოეფიციენტი, რომელიც ტოლია კუპონის გადახდის დღის შესაბამის "reference RPI"-ი შეფარდებული ემიტირების თარიღის "reference RPI"-თან. საბოლოოდ, ყოველი £100 ნომინალური ღირებულების გილტზე გადასახდელი პროცენტის ოდენობის დასადგენად, კუპონის განაკვეთის ნახევარი უნდა გადამრავლდეს ინდექსირების კოეფიციენტზე, ხოლო ვადის გავლისას, ძირითადის კორექტირებისათვის კი ნომინალურ ღირებულება უნდა გადამრავლდეს ინდექსირების კოეფიციენტზე.

სიის დღისა. თუმცა, მთავრობა ვალდებულია გამოსყიდვამდე 3 თვით ადრე განაცხადოს თავისი გადაწყვეტილების შესახებ „ლონდონის გაზეთში“. როდესაც კუპონის განაკვეთი ორმაგი თარიღის გილთზე უფრო მაღალია ვიდრე არსებული საბაზრო განაკვეთი, მაშინ მთავრობას აქვს სტიმული გამოისყიდოს იგი და გამოუშვას მის მაგივრად ახალი უფრო დაბალი განაკვეთის მქონე გილთი. დარჩენილი ორმაგი თარიღის გილთები დიდი ბრიტანეთის მთავრობამ გამოისყიდა 2013 წლის 12 დეკემბერს, საბაზრო განაკვეთის დაწევის გამო.

- დღესდღეობით დიდი ბრიტანეთის სახელმწიფო ვალის პორტფელში 8 სახეობის **დაუთარილებელი გილთია**, რომელიც წარმოადგენს ყველაზე ძველი ტიპის გილთს, რომლებზეც გამოსყიდვის ვადა წინასწარ არ არის განსაზღვრული. მათ შორის არის მე-19 საუკუნეში გამოშვებული გილთებიც. თუმცა, ამჟამად არსებული

დაუთარილებელი გილთების უმრავლესობა (1.9 მილიარდი ფუნტ-სტერლინგის ოდენობის დაუთარილებელი გილთი) ემიტირებულია მე-20 საუკუნის დასაწყისში და მათზე კუპონის განაკვეთი 3.5%-ს შეადგენს. მთავრობის დისკრეცია აღნიშნული გილთების გამოსყიდვა, მაგრამ ვინაიდან მათზე კუპონური განაკვეთი ძალიან დაბალია ბაზარზე არსებულ განაკვეთთან შედარებით, ამიტომ მთავრობა დანახარჯების დაზოგვის თვალსაზრისით, ამჯობინებს მათზე არსებული მომსახურების ხარჯების გადახდას. უმეტეს დაუთარილებელ გილთზე პროცენტის გადახდა ხდება წელიწადში ორჯერ, მაგრამ არსებობს რამდენიმე გილთი, რომლებზეც პროცენტს წელიწადში ოთხჯერ იხდიან.

ახალი ზელანდია

1984 წლამდე ახალი ზელანდიის ფინანსური ბაზრები მკაცრად კონტროლდებოდა და იზოლირებული იყო საზღვარგარეთის ბაზრებისაგან, რის შედეგადაც ფინანსურ ბაზარზე დომინირებდა მხოლოდ 4 კომერციული ბანკი. 1980-იანი წლების დასაწყისში განხორციელებული რეფორმების შედეგად კი ახალ ზელანდიაში ფინანსურ ბაზარზე რეგულაციები მოიხსნა, რამაც ბიძგი მისცა ფინანსური ბაზრების მასშტაბურ განვითარებას. რეფორმის შემდეგ ფინანსური ბაზარი ღია აღმოჩნდა ახალი მოთამაშეებისათვის, რამაც ხელი შეუწყო კონკურენციის გაზრდას და ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების შემოღებას. ამასთან, რეგულაციების მოხსნის შემდეგ, წარმოებული ფასიანი ქაღალდების გამოყენების საჭიროება დადგა დღის წესრიგში, რადგან გაიზარდა გაცვლითი კურსისა და საპროცენ-

ტო განაკვეთების ცვალებადობით გამოწვეული რისკი.

ზემოაღნიშნული ცვლილებების გათვალისწინებით, ახალ ზელანდიაში ფინანსური ბაზრის განვითარებისა და უცხოელი ინვესტორების რაოდენობის ზრდის პარალელურად, სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე რისკ პრემიუმი თანდათანობით შემცირდა. შედეგად, გაიზარდა უცხოელი ინვესტორების ინტერესი ნაკლებრიკიანი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მიმართ, რამაც განაპირობა სახელმწიფო შიდა ვალის ინსტრუმენტების განვითარება.

ახალი ზელანდიის ვალის მართვის სამსახური (NZDMO) შექმნა 1988 წელს, რომლის უმთავრესი ფუნქციაა სახელმწიფო ვალის პორტფელის ეფექტურად მართვა. აღნიშნული სამსახური პასუხის-

მგებელია ვალის ინსტრუმენტების გამოშვებაზე და მათი ოპტიმალური მოცულობის კონტროლზე. NZDMO შეუძლია გამოუშვას სავალო ფასიანი ქაღალდები როგორც ეროვნულ, ასევე უცხოურ ვალუტაში, მაგრამ ამჟამად ის ორიენტირებულია მხოლოდ ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული ინსტრუმენტების ემისიაზე, როგორებიცაა **სამთავრობო ობლიგაციები (Government Bonds)**, **სახაზინო ვალდებულებები (Treasury Bills)**, **ინფლაციით ინდექსირებული ობლიგაციები (Inflation-Indexed Bonds)**, **ინფრასტრუქტურული ობლიგაციები (Infrastructure Bonds)** და **კივი ობლიგაციები (Kiwi Bonds)**;

- **სამთავრობო ობლიგაციები (Government Bonds)** არის გრძელვადიანი ვალის ინსტრუმენტი, რომელსაც ახალი ზელანდიის მთავრობა იყენებს მიმდინარე ვალდებულებების დასაფინანსებლად. მათი მოქმედების ვადა ერთ წელზე მეტია და მისი მფლობელი შემოსავალს იღებს ფიქსირებული კუპონის სახით,

რომლის გადახდაც ხდება წელიწადში ორჯერ. რადგან აღნიშნული ფასიანი ქაღალდები არის დაბალი საკრედიტო რისკის მატარებელი, ამიტომ მათზე საპროცენტო განაკვეთები გაცილებით დაბალია ვიდრე სხვა არასამთავრობო ორგანიზაციების მიერ ემიტირებულ ინსტრუმენტებზე. სამთავრობო ობლიგაციებით ვაჭრობა ხდება, როგორც პირველად ასევე მეორად ბაზარზე;

- სახელმწიფო ვალის პორტფელში, სიდიდით მეორე კომპონენტია **სახაზინო ვალდებულებები (Treasury Bills)**, რომელთა გამოშვება ხდება დისკონტით. აღნიშნული ინსტრუმენტი მოკლევადიანი იარაღია მიმდინარე სამთავრობო დანახარჯების დასაფინანსებლად. სახაზინო ვალდებულებების გაყიდვა ხდება ორი გზით: ყოველკვირეული ტენდერების მეშვეობით და სარეზერვო ბანკის (**Reserve Bank**) მიერ ორგანიზებული ღია ბაზრის ოპერაციებით;

- **ინფლაციით ინდექსირებული ობლიგაციები (Inflation-Indexed Bonds)** არის ახალ ზელანდიურ დოლარში დენომინირებული ობლიგაციები, რომელთა ღირებულება იცვლება სამომხმარებლო ფასების ინდექსის შესაბამისად (CPI). კუპონის განაკვეთის გადახდა ხდება კვარტალურად ძირითადი თანხის ღირებულებაზე დაყრდნობით. პირველად, ინფლაციაზე მიბმული ობლიგაციები გამოუშვეს 1996 წელს და მათი ემისია შეწყდა 1999 წელს; თუმცა, მათი გამოშვება განახლდა 2012 წლიდან;
- 2006 წლიდან NZDMO-ამ დაიწყო **ინფრასტრუქტურული ობლიგაციების (Infrastructure Bonds)** გამოშვება, რომლებიც იგივე პირობებით ემიტირდება როგორც სამთავრობო ობლიგაციები. თუმცა, ინფრასტრუქტურული ობლიგაციების ემისიით მობილიზებული სახსრები ცენტრალური ბიუჯეტის დამოუკიდებელ კომპონენტს შეადგენს და გამოიყენება ინფრასტრუქტურული პროექტების დასაფინანსებლად;
- **Kiwi ობლიგაციები** პირველად ფინანსურ ბაზარზე გამოჩნდა 1985 წელს, რომლებიც განკუთვნილია მხოლოდ ახალი ზელანდიის მცხოვრებთათვის და არ შეიცავს დეფოლტის რისკს. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდები დენომინირებულია ახალ ზელანდიურ დოლარში და გამოდის ნახევარი, ერთი, ორი და ოთხი წლის ვადით. მათზე დაწესებული საპროცენტო განაკვეთი ფიქსირებულია და გადახდა ხდება კვარტალურად ან ვადის გასვლის მომენტისათვის.

კანადა

საქართველოს მსგავსად, კანადა საშინაო ვალად აკლასიფიცირებს ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებულ ვალს, ხოლო საგარეო ვალად უცხოურ ვალუტაში არსებულ ვალდებულებებს. საშინაო ვალის აკუმულირება ხდება სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ემისიით როგორც მსხვილ და პატარა ინვესტორებზე, ასევე ფიზიკურ პირებზე. საშინაო ვალის ინსტრუმენტებს წარმოადგენენ **რეალური შემოსავლის ობლიგაციები (Real Return Bonds)**, **ფიქსირებული კუპონის მქონე რეალიზებადი ობლიგაციები (Fixed-Coupon Marketable Bonds)** და **სახაზინო ვალდებულებები (Treasury Bills)**, რომელიც ასევე მოიცავს **ფულადი სახსრების მართვის ვალდებულებებს (Cash Management Bills)**. ფიზიკური პირებიდან კი ფულადი რესურსების მოზიდვა ხდება **კანადის შემნახველი ობლიგაცი-**

ბისა (Canada Saving Bonds) და **კანადის პრემიუმ ობლიგაციების (Canada Premium Bonds)** მეშვეობით:

- **ფიქსირებული კუპონის მქონე რეალიზებადი ობლიგაციები (Fixed-Coupon Marketable Bonds)** და **სახაზინო ვალდებულებები (Treasury bills)** ემიტირდება ელექტრონული ფორმით და რეგისტრირებულნი არიან კანადის სადეპოზიტო ფასიანი ქაღალდების სახელით (Canadian Depository for Securities - CDS & Co). მათი ყიდვა, გაყიდვა ან გადაცემა უნდა მოხდეს Debt Clearing Service მეშვეობით, რომელიც წარმოადგენს ჩანადიან Depository for Securities-ის მომსახურებას. აღნიშნული ინსტრუმენტები ემიტირდება მხოლოდ 1000 კანადური დოლარის ნომინა-

ლით (ძირი თანხა), რომლის დანანილებაც დაუშვებელია. ფიქსირებული კუპონის მქონე რეალიზებადი ობლიგაციების ემისია კანადის მთავრობამ 1995 წლის ოქტომბრიდან დაიწყო, სახაზინო ვალდებულებების კი 1995 წლის ნოემბრიდან. კანადის მთავრობა პერიოდულად უშვებს **ფულადი სახსრების მართვის ვალდებულებებს (Cash Management Bills)**, რომელთა ვადა სამ თვეზე ნაკლებია (შესაძლებელია ვადა იყოს ერთი დღეც) და გამოიყენება მთავრობის მოკლევადიანი დაფინანსებისათვის. მათი გამოშვება ხდება აუქციონების მეშვეობით. ისინი სახაზინო ვალდებულებებისგან მხოლოდ ვადიანობით განსხვავდებიან, რომელთა ვადა განისაზღვრება 3, 6 ან 12 თვით;

- **რეალური შემოსავლის ობლიგაციებზე (Canada real return bonds (RRBs))** ფიქსირებული კუპონის ობლიგაციებისა-

გან განსხვავებით, გადახდილი პროცენტი კორექტირდება სამომხარებლო ფასების ინდექსის ცვლილების შესაბამისად. პროცენტის გადახდა წარმოებს ნელინაღში ორჯერ, რომელიც გამოითვლება ინფლაციით დაკორექტირებული ძირი თანხის გათვალისწინებით. დასაკორექტირებლად გამოიყენება სეზონურად დაუკორექტირებელი სამომხარებლო ფასების ინდექსი. ვადის გასვლისას ობლიგაციის მფლობელები კუპონის განაკვეთის გარდა იღებენ ძირ თანხას და ინფლაციის კომპენსაციას, რომელიც დაგროვდა გამოშვების თარიღის შემდეგ¹⁴. აღნიშნული ობლიგაციების გაყიდვა დასაშვებია მეორად ბაზრებზეც Debt Clearing Service მეშვეობით;

- ფიზიკური პირებისაგან სახსრების მოზიდვა ხორციელდება **კანადის პრემიუმ ობლიგაციებისა (Canada Premium Bond (CPB))** და **კანადის შემ-**

¹⁴ ვადის ბოლოს გადასახდელი თანხა = ძირი თანხა + ((ძირი თანხა x CPI ვადის გასვლის მომენტისათვის/ საბაზისო CPI) - ძირი თანხა)

ნახველი ობლიგაციების (Canada Savings Bonds (CSBs))
მეშვეობით:

- **კანადის პრემიუმ ობლიგაციების** გამოშვება კანადის მთავრობამ დაიწყო 1998 წლიდან და კანადის შემნახველი ობლიგაციების მსგავსად განკუთვნილია კანადის რეზიდენტებისათვის, ხოლო მათ გაყიდვას ახდენს ქვეყნის შიგნით არსებული ფინანსური ინსტიტუტები. პრემიუმ ობლიგაციებზე საპროცენტო განაკვეთი უფრო მაღალია ვიდრე კანადის შემნახველ ობლიგაციებზე და გადახდა წარმოებს წელიწადში ერთხელ გამოშვების თარიღისათვის. საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება არ ხდება მათი გამოშვების შემდეგ და პროცენტი დაირიცხება, როგორც მარტივი, ასევე რთული პროცენტით. რთული საპროცენტო განაკვეთის მქონე ობლიგაციები ხელმისაწვდომია მინიმუმ 100 დოლარის ნომინალით, ხოლო მარტივი საპროცენტო განაკვეთის ობლიგაციების 300

დოლარის ნომინალით. კანადის პრემიუმ და შემნახველი ობლიგაციებზე გადასახდელი როგორც ძირითადი, ასევე პროცენტის დაფარვა გარანტირებულია მთავრობის მიერ.

- **კანადის შემნახველი ობლიგაციები** რეგისტრირდება მხოლოდ კანადის რეზიდენტების სახელზე. პრემიუმ ობლიგაციების მსგავსად, მათზე ირიცხება ან მარტივი, ან რთული საპროცენტო განაკვეთი. მათი შემდგომში გაყიდვა ან გაცვლა დაუშვებელია. კანადის შემნახველ ობლიგაციებზე გარანტირებულია მინიმალური წლიური საპროცენტო განაკვეთის დარიცხვა, რაც ნიშნავს რომ თუ ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთები მოიმატებს, მაშინ აღნიშნულ ობლიგაციებზე მოიმატებს პროცენტი, მაგრამ საბაზრო განაკვეთების შემცირების შემთხვევაში აღნიშნულ ინსტრუმენტზე განაკვეთი არ დაიკლებს. კანადის შემნახველი ობლიგაციების განაღდება შეიძლება ნებისმიერ დროს და

პირველი სამი თვის შემდეგ, განაღდებისას პროცენტი ერიცხება წინა თვის ჩათვლით.

კანადის მთავრობა უცხოური ვალუტის მოზიდვას **კანადის ვალდებულებებითა (Canada Bills)** და **კანადის ბილეთებით (Canada Notes) ცდილობს**. კანადის ვალდებულებები და კანადური ბილეთები წარმოადგენენ აშშ დოლარში დენომინირებულ ვალდებულებებს, რომლებიც ემიტირდება ელექტრონული ფორმით (book-entry). მათი გამოშვების უმთავრესი მიზანია ქვეყნის სავალუტო სარეზერვო ფონდის დაფინანსება:

- **კანადის ვალდებულებები** დისკონტური ფორმისაა და ვადა არ აღემატება 270 დღეს. მთავრობა მათ გაყიდვას დილერების¹⁵ მეშვეობით ახდენს;
- **კანადური ბილეთები** კი ემიტირდება ცხრა თვით ან მეტი პერიოდით და შეიძლება წარმოდ-

გენილი იყოს ფიქსირებული ან მცოცავი განაკვეთით. ამჟამად, აღნიშნული ინსტრუმენტით აკუმულირებული საშინაო ვალი 10 მილიარდ აშშ დოლარს შეადგენს. კანადის ბილეთების საპროცენტო განაკვეთს ან მის გამოსათვლელ ფორმულას, ემისიის ფასს, ვადიანობას, გადახდისა და სხვა პირობებს ადგენს კანადის მთავრობა ბილეთების გამოშვების მომენტი-სათვის, ხოლო პროცენტისა და ძირი თანხის გადახდა ნიუიორკის ბანკის მეშვეობით ხდება. მთავრობა აღნიშნულ ინსტრუმენტებს 5 დილერის მეშვეობით ავრცელებს¹⁶, მაგრამ შესაძლებელია ბილეთების გაყიდვა სხვა დილერების მეშვეობითაც ან პირდაპირ ინვესტორებზე.

კანადაში განვითარებულია ასევე წარმოებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარიც, სადაც აქტიურად გამოიყენება სახაზინო ობლიგაციების **ჯვარედინი ვალუტის სვოპები**

15 CIBC Wood Gundy Inc., Credit Suisse First Boston Corporation, Goldman, Sachs & Co. and RBC Dominion Securities Inc.

16 Credit Suisse First Boston Corporation, Goldman, Sachs & Co., Lehman Brothers Inc., Nesbitt Burns Securities Inc. and Scotia Capital Markets (USA) Inc.

ავსტრალია

ავსტრალიაში სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ემისიას ახორციელებს, როგორც ცენტრალური მთავრობა (*Commonwealth Government*), ასევე შტატის/ტერიტორიული (*State/Teritory Government*) მთავრობები.

ავსტრალიის მთავრობის მიერ გამოშვებულ სავალო ფასიან ქაღალდებს (*Debt Securities*) უწოდებენ **ავსტრალიის ცენტრალური მთავრობის ფასიან ქაღალდებს (*Commonwealth Government Securities*)**, რომლებსაც განეკუთვნება **სახაზინო ობლიგაციები (*Treasury Bonds*)**, **სახაზინო ინდექსირებული ობლიგაციები (*Treasury Indexed Bonds*)**, **სახაზინო ბილეთები (*Treasury Notes*)** და **ავსტრალიური ინფრასტრუქტურული ობლიგაციები (*Aussie Infrastructure Bonds*)**. მათი გამოშვება ხდება კონკურენტული ტენდერების მეშვეობით. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების

ბაზარი ყველაზე ლიკვიდურია ავსტრალიაში და მინიჭებული აქვს AAA რეიტინგი. ასევე, აღნიშნული ბაზარი, OECD ქვეყნებიდან ერთ-ერთ ყველაზე მაღალშემოსავლიან ბაზრად მიიჩნევა, რომლიდანაც მიღებული საპროცენტო შემოსავალი გათავისუფლებულია არარეზიდენტის პროცენტის სახით მიღებული გადასახადისაგან. ამგვარად, არარეზიდენტებისათვის აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების ფლობა მიმზიდველი საინვესტიციო წინადადებაა, რის შედეგადაც, სხვა ქვეყნებთან შედარებით, ავსტრალიაში უცხოელი ინვესტორების წილი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მფლობელებს შორის შედარებით მაღალია. 2013 წლის სექტემბრის მონაცემებით, არარეზიდენტი ინვესტორების წილი მთლიან პორტფელში შეადგენს 67.9%-ს:

- **სახაზინო ობლიგაციები (*Treasury Bonds*)** ავსტრალიურ

დოლარში დენომინირებული საშუალო და გრძელვადიანი სავალო ფასიანი ქაღალდებია, რომლებზეც ხდება ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის გადახდა წელიწადში ორჯერ. ძირ თანხას კი მათი მფლობელები იღებენ ვადის გასვლის მომენტისათვის. სახაზინო ობლიგაციების მართვაზე პასუხისმგებელია ავსტრალიის ფინანსების მართვის სამსახური (Australian Office of Financial Management);

- **სახაზინო ინდექსირებული ობლიგაციებიც (Treasury Indexed Bonds)** ავსტრალიურ დოლარში დენომინირებული საშუალო და გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდებია, რომლის ძირითადი თანხა კორექტირდება სამომხმარებლო ფასების ინდექსით (CPI) მიღებული ინფლაციის მაჩვენებლით. კუპონის გადახდა ხდება კვარტალურად ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთით, რომელიც გამოიანგარიშება დაკორექტირებულ ძირ თანხაზე. როგორც

სახაზინო ობლიგაციები, ასევე სახაზინო ინდექსირებული ობლიგაციები შეიძლება გაიყიდოს ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე. აღნიშნულ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდის გაყიდვის წესს ადგენს ავსტრალიის ფინანსური ბაზრების ასოციაცია;

- **სახაზინო ბილეთები (Treasury Notes)** ავსტრალიურ დოლარში დენომინირებული მოკლევადიანი დისკონტური ფასიანი ქაღალდებია, რომლებიც გამოიყენება მიმდინარე წლის ფინანსური საჭიროების დასაკმაყოფილებად. აღნიშნული სახის დაფინანსება საჭიროა, რადგან წლის განმავლობაში ცენტრალურ ბიუჯეტში აკუმულირებული შემოსავლები ჩამორჩება ხოლმე მიმდინარე დანახარჯების მოცულობას. მთავრობა მოკლევადიანი ფინანსური მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად ასევე იყენებს მოკლევადიან დეპოზიტებს (Short-run Deposits), რომლებიც განთავსებულია ავსტრალიის სარეზერვო ბანკში (Reserve Bank

of Australia (RBA)) ბიუჯეტის პროფიციტის შედეგად მიღებული თანხებისაგან. აღნიშნულ დეპოზიტებზე დარიცხული პროცენტი და სახაზინო ბილეთებზე მთავრობის მიერ გადახდილი პროცენტი უმეტეს შემთხვევაში იდენტურია;

- ავსტრალიის ცენტრალური მთავრობის მიერ ემიტირებული ობლიგაციებიდან მიღებული შემოსავლები შეიძლება გამოყენებულ იქნეს National Broadband Network-ში სახელმწიფო ინვესტიციების გასაკეთებლად. აღნიშნული ინსტრუმენტიდან მიღებული შემოსულობები ბიუჯეტში აისახება როგორც შემოსულობები **ავსტრალიური ინფრასტრუქტურული ობლიგაციებიდან (Aussie Infrastructure Bonds)**.

გარდა ცენტრალური მთავრობისა, სავალო ფასიან ქაღალდებს უშვებს შტატებისა და ტერიტორიის მთავრობები და კორპორაციები. შტატებს შორის New South Wales, Victoria და Queensland არიან

სავალო ფასიანი ქაღალდების დომინანტი ემიტენტები, ხოლო მათ მიერ გამოშვებული ინსტრუმენტები წარმოადგენს შტატის მთავრობის ვალს. ძირითადად უშვებენ ფიქსირებულ კუპონურ ობლიგაციებს, რომელთა საშუალო ვადიანობა 10 წელია.

ბოლო წლების განმავლობაში ცენტრალური მთავრობის ფასიანი ქაღალდების წილი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მნიშვნელოვნად შემცირდა, ხოლო **კორპორაციული ობლიგაციების (Corporate Bonds)** ემისია გაიზარდა. აღნიშნული ტენდენცია განაპირობა მთავრობის სტრატეგიამ, რომლის მიხედვითაც 1996 წლიდან მთავრობამ გადანყვიტა არ გამოეყენებინა საშინაო სავალო ინსტრუმენტები საბიუჯეტო დეფიციტის დასაფინანსებლად. კორპორაციებმა ისარგებლეს ამ გადანვეტილებით და გაზარდეს ობლიგაციების გამოშვება, რომლებზეც საპროცენტო განაკვეთი ცენტრალური მთავრობის მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებზე ნაკლებია.

კორპორაციები ფოკუსირებულნი იყვნენ 5 წლამდე ვადიანი ობლიგაციების გამოშვებაზე, მაგრამ ბოლო პერიოდში ინვესტორების მხრიდან გრძელვადიან ფასიან ქალაქებზე მოთხოვნის ზრდის გათვალისწინებით, დაიწყეს ობლიგაციების გამოშვება უფრო ხანგრძლივი ვადით. აღსანიშნავია, რომ კორპორაციული ობლიგაციები გამოდის როგორც ფიქსირებული, ასევე მცოცავი საპროცენტო განაკვეთით. გარდა ადგილობრივი კორპორაციებისა, ობლიგაციებს უშვებენ არარეზიდენტი კომპანიებიც, რომელთა მიერ ემიტირებულ ფასიან ქალაქებს **კენგურუ ობლიგაციებს (Kangaroo Bonds)** უწოდებენ. ავსტრალია კარგად განვითარებულ წარმოებული ფასიანი ქალაქების ბაზარს ფლობს, რომლის მეშვეობითაც ინვესტორები მართავენ რისკებს.

შვედეთი

1789 წლიდან, შვედეთში სახელმწიფო ვალის მართვა დამოუკიდებელი უწყების - შვედეთის ეროვნული ვალის სამსახურის (Swedish National Debt Office - Riksgäldskontoret) დისკრეციას წარმოადგენს. შვედეთის ცენტრალური მთავრობის ვალი შედგება სამი კომპონენტისაგან: **კრონაში დენომინირებული ნომინალური ვალი (Nominal Krona Debt)**, **ინფლაციაზე მიბმული ვალი (Inflation-Linked Debt)** და **უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალი (Foreign Currency Debt)**.

ამჟამად, ვალის პორტფელში დომინირებს ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული სესხები, რაც 2013 წლის მონაცემებით მთლიანი ვალის 64.2 % შეადგენს. აღსანიშნავია, რომ შვედეთი, სხვა განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით, ფლობს ინფლაციაზე მიბ-

მული სესხების უპრეცედენტოდ მაღალ წილს სავალო პორტფელში (დაახლოებით 18.6%). უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხი კი ძირითადად 1990-იან წლებამდე აღებულ ვალს წარმოადგენს და ამჟამად, სახელმწიფო ვალის 17.2% შეადგენს.

კრონაში დენომინირებული ნომინალური ვალი (Nominal Krona Debt)

კრონაში დენომინირებული ნომინალური ვალი ძირითადად წარმოდგენილია სამთავრობო ობლიგაციებისა (Government Bonds) და სახაზინო ვალდებულებების (T-bills) სახით. თუმცა, აღნიშნულ ინსტრუმენტებთან ერთად ასევე გამოიყენება ლატარიის ობლიგაციები (Lottery Bonds) და ეროვნული დანაზოგების ვალი (National

Debt Saving), რომლებიც გათვლილია ფიზიკურ პირებზე, პატარა კომპანიებზე/ორგანიზაციებზე, და წარმოებული ფასიანი ქაღალდები, მაგალითად როგორებიცაა სავალუტო ფორვარდები (Foreign Exchange Forward, SEK), სავალუტო სვოპები (Swaps between SEK and Foreign currencies) და საპროცენტო განაკვეთის სვოპები (Interest Rate Swap):

○ **სამთავრობო ობლიგაციები (Government Bonds)** მთლიანი სახელმწიფო ვალის ყველაზე დიდ ნაწილს შეადგენს (56.7%) და მათი გამოშვება ხდება აუქციონების მეშვეობით, რომლებიც იმართება ორ კვირაში ერთხელ. არსებული სახელმწიფო ვალის პორტფელში არის 2, 5 და 10 წლიანი სტანდარტული სამთავრობო ობლიგაციები, თუმცა, შედეგების ვალის მართვის სააგენტოს გადაწყვეტილებით 10 წლიანი ობლიგაციების გამოშვება შეჩერებულია, რადგან მათი შეფასებით ბაზარი უკვე გაჯერებულია გრძელვადიანი ფულადი რესურსით;

○ **სახაზინო ვალდებულებები (T-bills)** მთლიანი სახელმწიფო ვალის 8.9%-ს შეადგენს და მათი ბაზარი სამთავრობო ობლიგაციების ბაზრის მსგავსია. სახაზინო ობლიგაციების გამოშვება ხდება აუქციონების მეშვეობით და ვადიანობა განისაზღვრება 12 თვემდე. 2008 წლიდან მთავრობამ გადაწყვიტა სახაზინო ვალდებულებების გამოშვება მაქსიმუმ 6 თვის ვადით, რადგან აღნიშნულ ინსტრუმენტზე საპროცენტო განაკვეთმა დაინა, რამაც შეამცირა მოთხოვნა ინვესტორების მხრიდან. 2010 წლიდან სახაზინო ვალდებულებების გამოშვება შეამცირა საზინამ, ხოლო არსებული მოკლევადიანი ვალდებულებების დასაფინანსებლად მათი ჩანაცვლება მოხდა უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ინსტრუმენტით - კომერციული ქაღალდით (Commercial Papers);

○ **კომერციული ქაღალდები (Commercial Papers)** წარმოადგენს მოკლევადიანი დაფინანსების წყაროს და საპროცენტო განაკვეთი სახაზინო

ვალდებულებებზე დარიცხული განაკვეთის ანალოგიურია. მათი ვადა განისაზღვრება ერთი ან სამი თვით. დენომინირების ვალუტა ევრო ან აშშ დოლარია, ხოლო კრონაში კონვერტირება ხდება სავალუტო სვოპის გამოყენებით. ამგვარად, აღნიშნული ინსტრუმენტის გამოყენება უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილს მთლიან ვალში უცვლელს ტოვებს. კომერციული ქალაქის გამოშვებით, შვედეთის მთავრობას აქვს უპირატესობა გამოიყენოს მოკლევადიან სამთავრობო ფასიან ქალაქებზე არსებული საერთაშორისო მოთხოვნა. რიგ შემთხვევებში, აღნიშნული ინსტრუმენტი შეიძლება უფრო იაფი ალტერნატივა იყოს ვიდრე სახაზინო ვალდებულებები, რაც დამოკიდებულია სავალუტო კურსსა და სვოპის ფასზე. აშშ დოლარში გამოშვებულ კომერციულ ქალაქებზე საპროცენტო განაკვეთი მერყეობს ეიბორ-3 და ეიბორ-6 საბაზისო წერტილებს შორის, ხოლო ევროში დენომინირებულ უფრო მოკლევადიან კომერციულ ქა-

ლდებზე პროცენტი დაახლოებით Euribor-ზე 5 საბაზისო პუნქტით, ხოლო უფრო გრძელი ვადის მქონეზე 10-15 პუნქტით დაბალია;

- **ლატარიის ობლიგაციები (Lottery Bonds)** წარმოადგენენ შემნახველი ტიპის პროდუქტს, რომელზეც საპროცენტო განაკვეთი არ ირიცხება, მაგრამ ინვესტორს აქვს შანსი მოიგოს პრიზი. სახელდობრ, ყოველი ლატარიის ობლიგაციისათვის ინვესტორს აქვს შანსი მოიგოს მილიონი კრონა, რომელიც განთავისუფლებული იქნება გადასახადებისაგან. გამარჯვებულთა რაოდენობა ქვეყნდება წელიწადში 2-დან 6-მდე შემთხვევაში. მაგალითად, თუ ინვესტორი იყიდის 10 ცალ ლატარიის ობლიგაციას, რომლებსაც აქვთ თანმიმდევრული ნომრები (მაგ., 1-10, 11-20 ...), მაშინ მას აქვს დამატებითი შანსი მილიონის და ასევე, გარანტირებული პრიზის მოგების. ობლიგაციის ვადის გასვლის მომენტისათვის თანხა მფლობელს სრულად უბრუნდება;

○ **ეროვნული დანაზოგების ვალი (National Debt Saving)** წარმოადგენს შემნახველ ანგარიშს მცოცავი საპროცენტო განაკვეთით, რომელიც არ იბეგრება გადასახადებით. საპროცენტო განაკვეთი დამოკიდებულია ცენტრალური ბანკის რეპო განაკვეთზე. აღნიშნულ ანაბარზე ფულის დადება და გატანა ნებისმიერ დროს შეიძლება. შემოთავაზებულია 2 სახის დეპოზიტი: პირველ დეპოზიტზე, მოქალაქეს შეუძლია დადოს მინიმუმ 5000 კრონა და შემდეგ არ მოეთხოვება ფულის დამატება, ხოლო მეორე ტიპზე, მინიმუმ ყოველთვიურად უნდა დაამატოს 200 კრონა. ლატარიის ობლიგაციები და ეროვნული დანაზოგების ვალის ფლობა შეუძლია როგორც რეზიდენტებს, ასევე არარეზიდენტებს.

ინფლაციაზე მიბმული ვალი

კრონაში დენომინირებული ინფლაციაზე მიბმული ვალის (Inflation-Linked Debt) ინსტრუმენტებს

წარმოადგენენ **ინფლაციაზე მიბმული ობლიგაციები (Inflation-Linked Bonds)**, **ინფლაციაზე მიბმული ეროვნული დანაზოგები (National Debt Savings, Inflation-Linked)** და **ინფლაციაზე მიბმული ობლიგაციები (Assigned Inflation-Linked Bonds)**. თუმცა, ბოლო ორი ინსტრუმენტის წილი ინფლაციაზე მიბმულ ვალში ძალიან მცირეა (0.2%).

შვედეთის მთავრობამ დაფინანსებისათვის **ინფლაციაზე მიბმული ობლიგაციები (Inflation-Linked Bonds)** პირველად გამოიყენა 1994 წელს და მას შემდეგ ზრდის მათ წილს პორტფელში. ამჟამად, სახელმწიფო ვალის პორტფელში წარმოდგენილია 2-დან 26 წლამდე ვადის მქონე სამომხმარებლო ფასების ინდექსზე მიბმული ობლიგაციები, რომელთა გამოშვებაც ხდება ჩვეულებრივი აუქციონის ან “tap” მეთოდის გამოყენებით. შვედეთში აღნიშნული ინსტრუმენტების მეორადი ბაზარიც კარგადაა განვითარებული.

დასკვნა

წინამდებარე პუბლიკაცია მიზნად ისახავს განვითარებული ფინანსური ბაზრების მქონე ქვეყნების გამოცდილებისა და მათ მიერ გამოყენებული ფინანსური ინსტრუმენტების სპეციფიკის ფართო საზოგადოებისათვის გაცნობას. წარმოდგენილ ქვეყნებს შორის ამერიკის შეერთებული შტატები და იაპონია გამოირჩევა ყველაზე მრავალფეროვანი საშინაო ვალის ფინანსური ინსტრუმენტებით. თუმცა, უმეტესწილად, ყველა ზემოხსენებული სახელმწიფოსათვის ფასიანი ქაღალდები, ძირითადი მახასიათებლებით, მსგავსია. სახელდობრ, თითქმის ყველა ქვეყანა ფლობს მოკლევადიან დისკონტურ ვალდებულებებსა და საშუალოვადიან და გრძელვადიან კუპონის მქონე ობლიგაციებს, რომელთა ემისია საქართველოშიც ხორციელდება. გარდა ამისა, მე-20 საუკუნის დასასრულს

რიგმა განვითარებულმა ქვეყნებმა დაიწყეს ინფლაციით ინდექსირებული ფასიანი ქაღალდების ემისია, რომლებიც მიმზიდველი საინვესტიციო წინადადებაა ინვესტორებისათვის. რიგ ქვეყნებში გამოიყენება მცურავი განაკვეთის მქონე ფასიანი ქაღალდები და ე.წ. სტრიპები. ასევე აღსანიშნავია, რომ საქართველოსაგან განსხვავებით, წარმოდგენილ ქვეყნებში საშუალო ფასიან ქაღალდებს ფლობს ინვესტორთა ფართო ჯგუფი, რომელიც წარმოდგენილია როგორც რეზიდენტი, ასევე არარეზიდენტი ფიზიკური და იურიდიული პირებით. აღნიშნული კი ხელს უწყობს საპროცენტო განაკვეთებისა და რეფინანსირების რისკის შემცირებას და ამცირებს კერძო სექტორიდან ინვესტიციების გამოდევნის ეფექტს.

წინამდებარე პუბლიკაციაში წარ-
მოდგენილი მიმოხილვა სახელ-
მწიფო საშინაო ფინანსური ინ-
სტრუმენტების მიმართულებით
მიუთითებს ამ კუთხით არსებულ
მრავალფეროვან საერთაშორისო
გამოცდილებაზე, რომლის გაც-
ნობაც და საჭიროებისამებრ გათ-
ვალისწინებაც განსაკუთრებულ
მნიშვნელობას ატარებს გარდამა-
ვალი ეკონომიკის ქვეყნებისათვის.

გამოყენებული ლიტერატურა

- ▶ საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ (1998)
- ▶ Abbas A (2005). Public Debt Sustainability and Growth in sub-Saharan Africa: The Role of Domestic Debt. GDN Project on the Macroeconomics of Low Income Countries.
- ▶ Abbas A (2007). Public Domestic Debt and Economic Growth in Low Income Countries. Mimeo, Department of Economics, Oxford University.
- ▶ An overview of the money and bond markets in New Zealand (1995), Reserve Bank Bulletin, Vol 58 No. 3, 1995
- ▶ Arnone M and Presbitero A (2006). External Debt Sustainability and Domestic Debt in Heavily Indebted Poor Countries. Mimeo, Catholic University Milan and Università Politecnica delle Marche.
- ▶ Australian Debt Securities and Corporate Bonds What's the risk? Important considerations for Investors (2013). About the Australian Centre for Financial Studies
- ▶ Basis for evaluation of central government debt management (2011), Swedish National Debt Office

- ▶ Central Government Borrowing: Forecast and Analysis (2012), Swedish National Debt Office
- ▶ Framework of Debt Managemnt (2013), Ministry of Finance Japan
- ▶ Gilts Information Memorandum (2013), Debt Management Office, UK
- ▶ Information Memorandum Treasury Bonds (2013), Australian Office of Financial Management, The Commonwealth of Australia
- ▶ Information Memorandum Treasury Indexed Bonds (2013), Australian Office of Financial Management, The Commonwealth of Australia
- ▶ Information Memorandum Treasury Notes (2013), Australian Office of Financial Management, The Commonwealth of Australia
- ▶ Katrina Di Marco, Mitchell Pirie and Wilson Au-Yeung (2011). A history of public debt in Australia
- ▶ Panizza U (2008). Domestic and External Public Debt in Developing Countries, UNCTAD
- ▶ Pradelli J, Presbitero A.F, Bua G (2013). Domestic Public Debts in Low-Income Countries: Trends and Structure, working paper no. 85, research group money&finance
- ▶ Review of the Commonwealth Government Security Market (2002). Discussion paper , Australia Treasury
- ▶ Treasury Bill Information Memorandum (2010), Debt Management Of-
fice, UK

- ▶ UK Government Cash Management: The New Framework (2013), Debt Management Office, UK
- ▶ ავსტრალიის ფინანსური მართვის სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი <http://aofm.gov.au/>
- ▶ ამერიკის შეერთებული შტატების სახაზინის სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი <http://www.treasurydirect.gov/>
- ▶ ახალი ზელანდიის სახელმწიფო ვალის მართვის სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი <http://www.nzdm.govt.nz/>
- ▶ დიდი ბრიტანეთის სახელმწიფო ვალის მართვის სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი <http://www.dmo.gov.uk/>
- ▶ იაპონიის ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი <http://www.mof.go.jp/>
- ▶ კანადის ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი <http://www.fin.gc.ca/fin-eng.asp>
- ▶ საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალური ვებგვერდი www.nbg.ge
- ▶ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური ვებგვერდი www.mof.ge
- ▶ შვედეთის სახელმწიფო ვალის მართვის სამსახურის ოფიციალური ვებგვერდი <https://www.riksdagen.se/en/aboutsndo/>

