

10000

ROUBLE

AYANT CO
OBLIGAT



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული ეკონომიკა

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი

ტომი 2, N3, 2026

მარიამ ჩიტიშვილი, მარიამ ჭანტურია,
თამთა სოფრომაძე
გეოპოლიტიკური შოკების გადაცემის
ფინანსური და რეალური არხები: გლობალური
ტანდენსიები და საქართველოს შემთხვევა

თორნიკე კორძაია
მცირე და საშუალო საწარმოების
დაფინანსებაზე წვდომის შეზღუდვა: თეორიული
საფუძვლები, გაზომვა და სახელმწიფო
ინტერვენციის იერარქია

ლევან სურგულაძე
საკრედიტო დერივატივები და საქონლითიზაცია:
სტრუქტურირებადი ფინანსების
ინსტრუმენტები, როგორც დაფინანსების
ალტერნატიული არხი საქართველოსთვის

ნინო მუშკუდიანი
სტაბილური ვირთვალური აქტივის მიმართ
წდობის ფორმირების ფაქტორები
საქართველოში: ემპირიული კვლევის შედეგები

ნანა ასლამაზიშვილი
სტაბილურობის წარმოების ინტეგრირებადი
მოდელი ცენტრალურ ბანკში: საქართველოს
ეროვნული ბანკის გამოცდილება



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული ეკონომიკა

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი

ტომი 2, N3, 2026

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი
„მონეტარული ეკონომიკა“

მთავარი რედაქტორი
მერაბ კაკულია

სარედაქციო კოლეგია
ვლადიმერ პაპავა
დევიდ ვაგრა
თეიმურაზ ხომერიკი
თამთა სოფრომაძე
დავით უტიაშვილი

საკონტაქტო ინფორმაცია
საქართველოს ეროვნული ბანკი
საქართველო, თბილისი 0114, ზვიად გამსახურდიას სანაპირო #1
ელ-ფოსტა: monetaryeconomics@nbg.gov.ge

პუბლიკაციებში გამოთქმული მოსაზრებები და დასკვნები ეკუთვნის ავტორებს
და არ წარმოადგენს საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალურ პოზიციას.

ISSN 3088-4187

შინაარსი

მარიამ ჩიტიშვილი, მარიამ ჭანტურია, თამთა სოფრომაძე გეოკოლიტიკური შოკების გადაცემის ფინანსური და რეალური არხები: გლობალური ტენდენციები და საქართველოს შემთხვევა	7
თორნიკე კორძაია მცირე და საშუალო საწარმოების დაფინანსებაზე წვდომის შეზღუდვა: თეორიული საფუძვლები, გაზომვა და სახელმწიფო ინტერვენციის იერარქია	29
ლევან სურგულაძე საკრედიტო დარივატივები და სექიურიტიზაცია: სტრუქტურირებული ფინანსების ინსტრუმენტები, როგორც დაფინანსების ალტერნატიული არხი საქართველოსთვის	41
ნინო მუშკუდიანი სტაბილური ვირტუალური აქტივის მიმართ ნდობის ფორმირების ფაქტორები საქართველოში: ემპირიული კვლევის შედეგები	61
ნანა ასლამაზიშვილი სტატიისტიკის წარმოების ინტეგრირებული მოდელი ცენტრალურ ბანკში: საქართველოს ეროვნული ბანკის გამოცდილება	75

გეოპოლიტიკური შოკების გადაცემის ფინანსური და რეალური არხები: გლობალური ტენდენციები და საქართველოს შემთხვევა

მარიამ ჩიტიშვილი, მარიამ ჯანტურია, თამთა სოფრომაძე

ანოტაცია

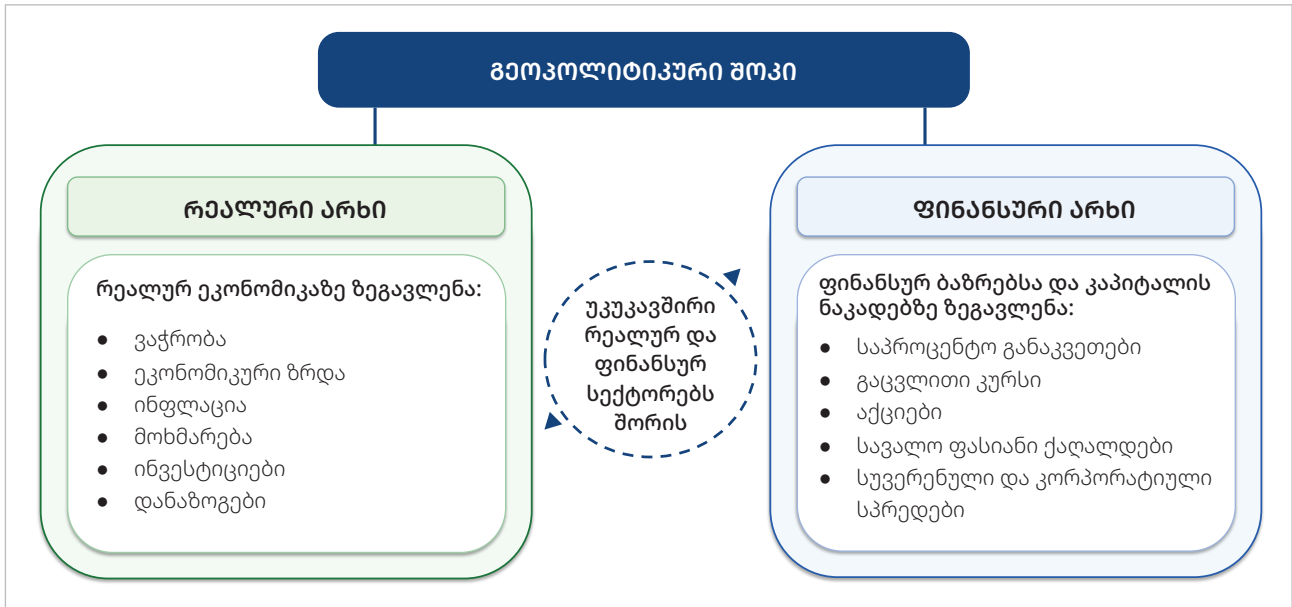
ბოლო წლებში გეოპოლიტიკური შოკების გახშირებამ მნიშვნელოვნად გაზარდა გლობალური ეკონომიკური გაურკვევლობა და კიდევ უფრო გამოკვეთა მაკროეკონომიკური მდგრადობისა და საგარეო ბუფერების მნიშვნელობა. ნაშრომი 2022 და 2026 წლების საერთაშორისო სამხედრო კონფლიქტების მაგალითზე აანალიზებს გეოპოლიტიკური შოკების ფინანსური და რეალური არხებით გადაცემის პროცესს და აჩვენებს, რომ მათი გავლენა ქვეყნებსა და ცალკეულ ეპიზოდებს შორის არაერთგვაროვანი იყო. კერძოდ, 2026 წელს რიგ განვითარებად ეკონომიკებში ტრადიციული უსაფრთხო აქტივებისკენ გადანაცვლების (flight-to-safety) მექანიზმი შედარებით ნაკლებად გამოვლინდა. საქართველოს შემთხვევაში, გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური მაჩვენებლებისა და გაძლიერებული საგარეო პოზიციის ფონზე, გეოპოლიტიკური რისკის ზრდას 2026 წელს კაპიტალის მასობრივი გადინება და ფინანსური პირობების მნიშვნელოვანი გაუარესება არ მოჰყოლია. ამასთან, გაცვლითი კურსის დინამიკამ საერთაშორისო სასაქონლო ფასებიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი ნაწილობრივ შეარბილა. აღწერითი და ეკონომეტრიკული ანალიზის შედეგები მიუთითებს, რომ გეოპოლიტიკური შოკების გავლენა ერთგვაროვანი არ არის და მისი მასშტაბი და მიმართულება მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული შოკის საწყის ეტაპზე არსებულ მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ პირობებზე.

საკვანძო სიტყვები: გეოპოლიტიკური შოკები, რეალური არხი, ფინანსური არხი, კაპიტალის ნაკადები, ინფლაცია, მონეტარული პოლიტიკა.

შესავალი

ბოლო წლებში ერთმანეთის მიყოლებით განვითარებულმა შოკებმა, რომელთა უმეტესობა შეიარაღებულ კონფლიქტებს უკავშირდებოდა, გლობალურ ეკონომიკაში გაურკვევლობა მნიშვნელოვნად გაზარდა. გეოპოლიტიკური რისკის ზრდა ეკონომიკაზე ერთდროულად რეალური და ფინანსური არხებით მოქმედებს (იხ. დიაგრამა 1). რეალური არხით მიწოდების ჯაჭვებისა და ენერგორესურსების ბაზრების შეფერხება ინფლაციურ წნეხს ზრდის, ხოლო გაურკვევლობის მატება უარყოფითად აისახება ეკონომიკური აგენტების მოლოდინებსა და განწყობებზე, რაც კერძო მოხმარებასა და ინვესტიციებს ასუსტებს. ფინანსური არხით კი გაზრდილი რისკიანობა ფინანსურ პირობებს აუარესებს და, განსაკუთრებით განვითარებადი ეკონომიკებიდან, კაპიტალის გადინების რისკს ამძაფრებს, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, გაცვლითი კურსის გაუფასურებასა და სუვერენული და კორპორატიული რისკის პრემიების ზრდას განაპირობებს (Caldara and Iacoviello, 2022; Rey, 2015). ამასთან, რეალურ და ფინანსურ სექტორებს შორის არსებული მჭიდრო ურთიერთკავშირის გამო, ფინანსური ბაზრების რეაქციამ შესაძლოა თავდაპირველი შოკის ეკონომიკური ეფექტი როგორც გააძლიეროს, ისე შეარბილოს.

დიაგრამა 1. გეოპოლიტიკური შოკის ეკონომიკაზე გადაცემის ძირითადი არხები



წყარო: ავტორთა ილუსტრაცია.

თუმცა, გეოპოლიტიკური შოკების გავლენა დროში და ქვეყნებს შორის ერთგვაროვანი არ არის. ამის კარგი მაგალითია 2022 წლის რუსეთ-უკრაინის ომისა და 2026 წლის ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტის შედეგება. 2022 წლის შოკს გლობალური ეკონომიკა მაღალი ინფლაციის, დაგროვილი მოთხოვნისა (Pent-up Demand) და ჯერ კიდევ შედარებით შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის პირობებში შეხვდა. ომით გამოწვეულ დამატებით მიწოდების შოკს წამყვანი ცენტრალური ბანკების მიერ საპროცენტო განაკვეთების მნიშვნელოვანი მატება მოჰყვა, რამაც გლობალური ფინანსური პირობების მკვეთრი გამკაცრება განაპირობა. 2026 წლის შოკის დასაწყისში ინფლაცია 2022 წლის ომამდელ პერიოდთან შედარებით დაბალი, ხოლო მონეტარული პოლიტიკა უკვე მეთნიადად შემზღუდველი იყო. ამასთან, ტექნოლოგიურ სექტორსა და ხელოვნურ ინტელექტთან დაკავშირებული ინვესტიციებისა და მოთხოვნის სწრაფი მატება ცალკეულ ეკონომიკებში ეკონომიკური აქტივობის დამატებით მხარდამჭერ ფაქტორს წარმოადგენდა. შესაბამისად, აღნიშნული ორი გეოპოლიტიკური შოკის საწყისი მაკროეკონომიკური და ფინანსური გარემო არსებითად

განსხვავდებოდა, რამაც რეალურ ეკონომიკასა და ფინანსურ ბაზრებზე მათი გავლენის გადაცემის მასშტაბსა და ხასიათში გარკვეული განსხვავებები განაპირობა.

ეს განსხვავება განსაკუთრებით თვალსაჩინოა ფინანსური არხის შემთხვევაში. გეოპოლიტიკური რისკის ზრდა, როგორც წესი, უსაფრთხო აქტივებისკენ კაპიტალის გადანაცვლებას (flight-to-safety) იწვევს, რაც განვითარებად ეკონომიკებში კაპიტალის გადინების, სუვერენული რისკის პრემიებისა და გაცვლითი კურსის გაუფასურების რისკებს აძლიერებს. თუმცა, ამ გადაცემის სიძლიერე მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ქვეყნის მაკროეკონომიკურ მდგომარეობაზე, საგარეო ბუფერებსა და ფინანსურ მოწყვლადობაზე (Miranda-Agrippino and Rey, 2020; IMF, 2026). შესაბამისად, ფინანსური არხი შესაძლოა გეოპოლიტიკური შოკის გამაძლიერებლად (shock amplifier) იქცეს, თუმცა ხელსაყრელი მაკროეკონომიკური პირობებისა და ძლიერი საგარეო ბუფერების შემთხვევაში ეს ეფექტი შესაძლოა შესუსტდეს და, პირიქით, შოკის შემარბილებელ მექანიზმად (shock absorber) იქცეს.

საქართველო, როგორც მცირე ზომის ღია ეკონომიკა, გეოპოლიტიკური შოკების არაერთგვაროვანი გადაცემის საინტერესო მაგალითია. 2026 წელს გეოპოლიტიკური რისკის მკვეთრი მატების მიუხედავად, შოკს კაპიტალის გადინება ან სუვერენული რისკის პრემიის მნიშვნელოვანი ზრდა არ მოჰყოლია. პირიქით, აშშ-ისა და საქართველოს გრძელვადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობებს შორის დიფერენციალი შემცირდა. გაცვლითი კურსის როლიც განსხვავებული იყო. თუ პანდემიის პერიოდში ლარის გაუფასურება იმპორტირებული ინფლაციის არხით თავდაპირველ შოკს აძლიერებდა, 2022 წლის რუსეთ-უკრაინის ომის შემდეგ ეს როლი ეტაპობრივად შეიცვალა. შოკის საწყის ეტაპზე ლარის გაუფასურება დამატებით ინფლაციურ წნეხს ქმნიდა, თუმცა შემდგომ, მიგრაციული ნაკადებისა და ეკონომიკაში მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე, ლარის გამყარებამ გაცვლითი კურსის არხი დისინფლაციურ ფაქტორად აქცია. აღნიშნული ტენდენცია 2026 წელსაც შენარჩუნდა: გაცვლითი კურსის დინამიკა საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქტების ფასების ზრდიდან მომდინარე იმპორტირებულ ინფლაციურ წნეხს ნაწილობრივ აბალანსებს და, შესაბამისად, საგარეო ფასების შოკის შიდა ინფლაციაზე გადაცემას არბილებს. ამდენად, საქართველოს გამოცდილება აჩვენებს, რომ გლობალური გეოპოლიტიკური შოკების გადაცემის მასშტაბი და მიმართულება შესაძლოა მნიშვნელოვნად განსხვავდებოდეს როგორც დროში, ისე გლობალური ფინანსური და ქვეყნის შიდა მაკროეკონომიკური პირობების მიხედვით.

წინამდებარე ნაშრომი 2022 და 2026 წლების გეოპოლიტიკური შოკების ანალიზის საფუძველზე იკვლევს, თუ როგორ განაპირობებს განსხვავებული საწყისი მაკროეკონომიკური და ფინანსური გარემო შოკის გადაცემის მასშტაბსა და მიმართულებას, განსაკუთრებული აქცენტით ფინანსურ არხზე. საქართველოს მაგალითზე ნაშრომი აფასებს, როგორ იცვლება გეოპოლიტიკური შოკის გადაცემა კაპიტალის

ნაკადების, სუვერენული რისკის პრემიისა და გაცვლითი კურსის არხებით და რა როლი აქვს მაკროეკონომიკურ მდგრადობასა და საგარეო ბუფერებს ფინანსური არხის მიერ თავდაპირველი შოკის გაძლიერებასა თუ შერბილებაში.

გეოპოლიტიკური შოკების გლობალური ეფექტები: ლიტერატურის მიმოხილვა და ემპირიული ანალიზი

მიუხედავად იმისა, რომ გლობალურმა ეკონომიკამ, COVID-19-ით გამოწვეულ ეკონომიკურ კრიზისამდე დიდი ხნით ადრე, წარმატებით გადალახა 2007-2009 წლების გლობალური ფინანსური კრიზისის (GFC) შედეგები, კაპიტალის ნაკადების მაღალი არასტაბილურობა და განვითარებული ეკონომიკების მიმართულებით კაპიტალის სწრაფი გადინების რისკი კვლავაც რჩებოდა განვითარებადი ეკონომიკების მნიშვნელოვან სისუსტედ. როგორც არაერთი ეკონომიკური კვლევა და ანალიზი ადასტურებს, 2020 წლის პირველი კვარტალი განვითარებადი ეკონომიკებიდან კაპიტალის ისტორიულად ყველაზე მასშტაბური გადინებით გამოირჩეოდა, როდესაც არარეზიდენტმა ინვესტორებმა ჯამურად დაახლოებით 83 მილიარდი აშშ დოლარი გაიტანეს (Batini, 2020).

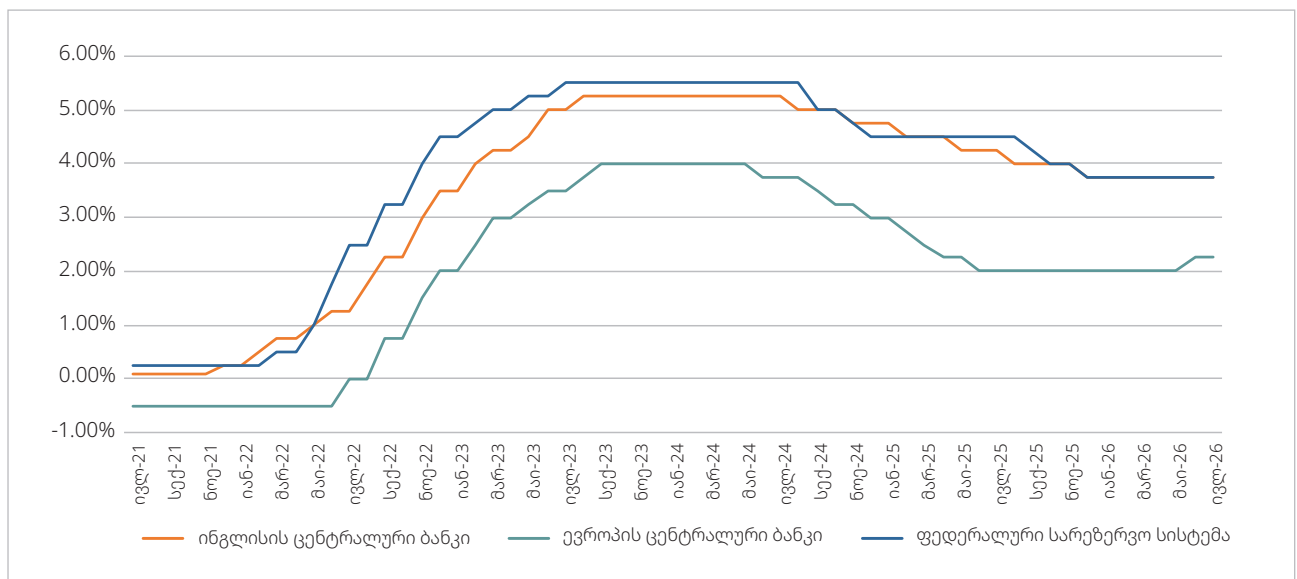
პოსტპანდემიური პერიოდის დასაწყისში გლობალური ეკონომიკა 2022–2023 წლების ეკონომიკურ კრიზისში შევიდა, ერთდროულად დაგროვილი მოთხოვნის (Pent-up Demand) და შეზღუდული მიწოდების პირობებში. 2022 წლის თებერვალში რუსეთის უკრაინაში შეჭრამ არსებული დისბალანსები კიდევ უფრო გაამწვავა: გაღრმავდა გლობალური მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებები, ხოლო საერთაშორისო ბაზრებზე ენერგორესურსებისა და სურსათის ფასებმა მკვეთრად მოიმატა. აღნიშნულმა მაღალინფლაციური გარემო წარმოქმნა და გლობალური ფინანსური პირობების მნიშვნელოვნად გამკაცრების აუცილებლობა წარმოშვა. შედეგად, წამყვანმა ცენტრალურმა ბანკებმა მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები მნიშვნელოვნად გაზარდეს.

მაგალითად, ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ (Fed) ფედერალური ფონდების განაკვეთის სამიზნე დიაპაზონის ქვედა ზღვარი 2022 წლის მარტიდან 2023 წლის ივლისამდე 0%-დან 5.25%-მდე გაზარდა (Federal Reserve, 2023), ხოლო ევროპის ცენტრალურმა ბანკმა (ECB) 2022 წლის ივლისიდან 2023 წლის სექტემბრამდე დეპოზიტის განაკვეთი 0%-დან 4.0%-მდე გაზარდა (ECB, 2023). საპროცენტო განაკვეთების მატებამ გავლენა მოახდინა არა მხოლოდ ევროზონისა და აშშ-ის ეკონომიკებზე, არამედ სხვა ეკონომიკებშიც გავრცელდა და გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრება განაპირობა. ეს პერიოდი განვითარებადი ეკონომიკებიდან არარეზიდენტი ინვესტორების კაპიტალის მნიშვნელოვანი წმინდა გადინებით ხასიათდებოდა (Drehmann, Maronoti and O'Connor, 2023). ამასთან, გაიზარდა აშშ დოლარში დენომინირებული ვალის მომსახურების ღირებულება, ხოლო ზოგიერთ ქვეყანაში დეფოლტის რისკი კიდევ უფრო გამწვავდა, რამაც ფინანსური სტაბილურობის რისკები გააძლიერა. ამგვარად, 2022 წლის გეოპოლიტიკურმა შოკმა ინფლაციურ ეფექტებთან ერთად ფინანსური არხითაც მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინა

ეკონომიკებზე, განსაკუთრებით კაპიტალის ნაკადებისა და ფინანსური პირობების მიმართულებით (IMF, 2022).

მეორე მხრივ, 2026 წლისთვის მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების ძირითადი ციკლი უკვე დასრულებული იყო და რიგ ქვეყნებში, მათ შორის წამყვან ეკონომიკებში, საპროცენტო განაკვეთების ეტაპობრივი შემცირებაც დაიწყო. მიუხედავად ამისა, განაკვეთები კვლავ მნიშვნელოვნად აღემატებოდა 2022 წლის დასაწყისის დონეს. ამგვარად, 2026 წლის გეოპოლიტიკურ შოკს ცენტრალური ბანკები შედარებით მაღალი საპროცენტო განაკვეთების პირობებში შეხვდნენ (იხ. დიაგრამა 2). ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტმა გლობალური გაურკვევლობა გაზარდა, თუმცა ამ ეტაპზე მას განვითარებადი ეკონომიკებისთვის ფინანსური პირობების ისეთი ფართომასშტაბიანი გამკაცრება არ გამოუწვევია, როგორც 2022 წელს დაფიქსირდა. ამასთან, კონფლიქტის დაწყებიდან მხოლოდ რამდენიმე თვეა გასული და მისი ეკონომიკური და ფინანსური შედეგების სრულად შეფასება ჯერ ნაადრევია.

დიაგრამა 2. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები

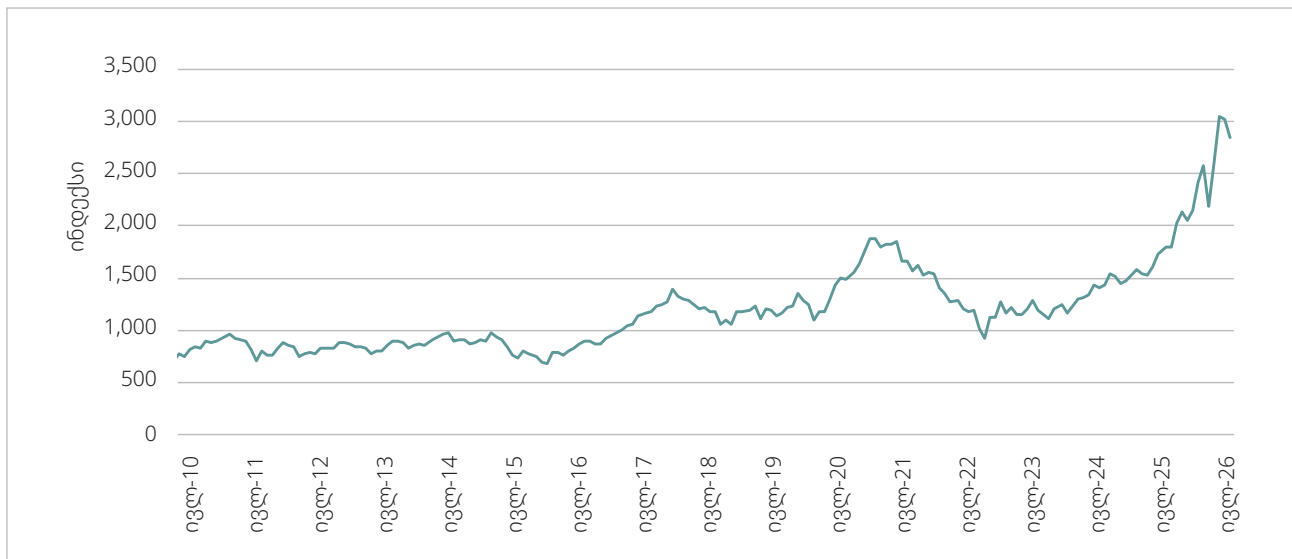


წყარო: Fed; ECB; BoE.

ფინანსური ბაზრების რეაქცია ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე სამომხმარებლო მოქმედებებით გამოწვეულ გეოპოლიტიკურ შოკზე გარკვეულწილად განსხვავდება 2022-23 წლების ეპიზოდისგან. გაზრდილი გაურკვევლობის მიუხედავად, მიმდინარე პერიოდში კაპიტალის გადინება არ გადაიზარდა ხანგრძლივ და ფართომასშტაბიან პროცესში. კერძოდ, 2026 წლის მარტში პორტფელის ნაკადების დროებითი შემცირების შემდეგ, საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის (IIF) მონაცემებით, აპრილიდან ნაკადები ეტაპობრივად მნიშვნელოვნად აღდგა (IIF, n.d.). თუმცა, ამ მხრივ ქვეყნებს შორის არაერთგვაროვანი დინამიკა ვლინდება. კერძოდ, გლობალური ინვესტორები კვლავ ინარჩუნებდნენ პოზიციებს იმ ქვეყნებში, რომლებიც უკეთესი მაკროეკონომიკური პირობებით, მდგრადი საგარეო ბალანსითა და შედარებით მაღალი შემოსავლიანობით გა-

მოირჩევიან. თუმცა, სტრუქტურული პრობლემების მქონე ქვეყნებში კაპიტალის გადინება კვლავ მნიშვნელოვან გამოწვევად რჩება. შედეგად, მიმდინარე ეპიზოდში ინვესტორთა გადაწყვეტილებები მეტწილად კონკრეტული ეკონომიკების მაკროეკონომიკური და ფინანსური მახასიათებლებით განისაზღვრა და არა მხოლოდ გეოპოლიტიკური რისკით (IMF, 2026). აღნიშნულ ტენდენციას ფინანსური ბაზრების ინდიკატორებიც ასახავს. მაგალითად, მიუხედავად 2026 წლის მარტში დაფიქსირებული მკვეთრი ვარდნისა, MSCI-ის განვითარებადი ბაზრების საფონდო ინდექსმა შემდგომ პერიოდში ზრდა განაგრძო (იხ. დიაგრამა 3). ეს მიუთითებს, რომ ამ ეტაპზე განვითარებადი ეკონომიკების მიმართ ინვესტორთა რისკის შეფასების ფართომასშტაბიანი გაუარესება არ იკვეთება.

დიაგრამა 3. MSCI-ის განვითარებადი ბაზრების ინდექსი (დეკემბერი, 1987=100)



წყარო: MSCI.

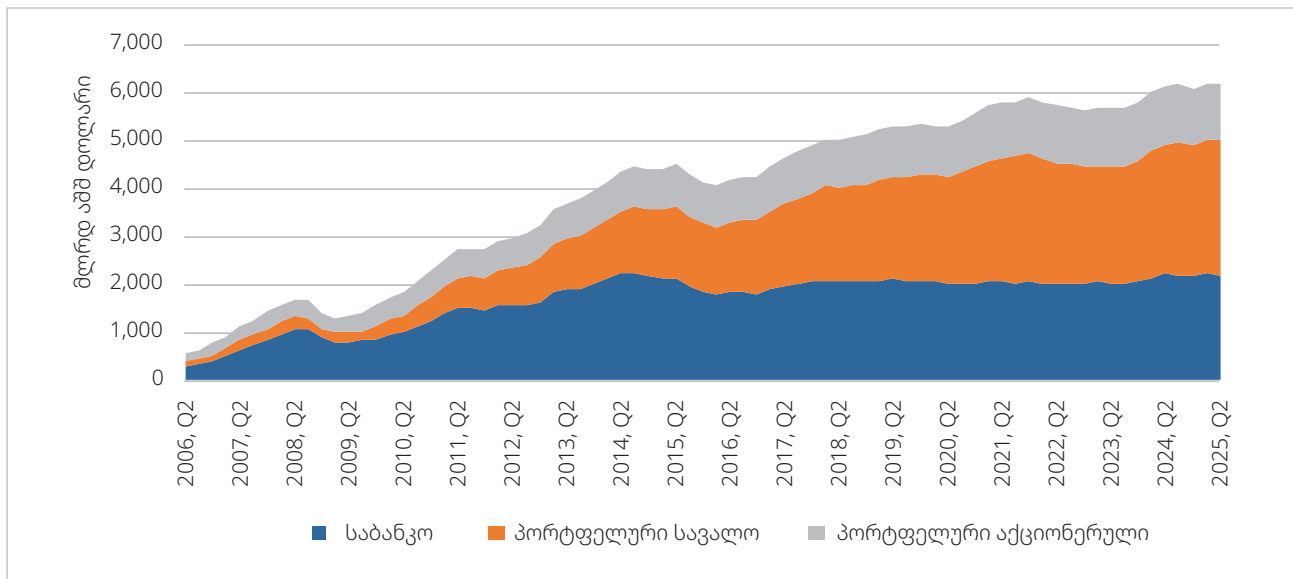
ინვესტორთა ამგვარი ქცევა გარკვეულწილად საერთაშორისო ფინანსური სისტემაში სტრუქტურულ ცვლილებასაც ასახავს. თუკი ადრე, განსაკუთრებით 2008 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე, განვითარებადი ეკონომიკების უცხოური დაფინანსების ძირითადი წყარო საბანკო სექტორი იყო, მიმდინარე

პერიოდში გაიზარდა არასაბანკო ინსტიტუციური ინვესტორების (NBFIs), განსაკუთრებით პორტფელური სავალო ინვესტორების როლი (იხ. დიაგრამა 4), რომლებიც გაცილებით მგრძნობიარე არიან გლობალური რისკის ცვლილების მიმართ. ამიტომ საერთაშორისო შოკების გადაცემა განვითარებადი ქვეყნების

ფინანსური ბაზრებზე უფრო ძლიერი და სწრაფი შეიძლება იყოს, რაც ზრდის ამ ქვეყნების მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ მონაცემებს. თუმცა ბოლო შოკების განმავლობაში, განვითარებად ბაზრებზე ამ ტიპის ინვესტორთა ქცევა ადასტურებს, რომ გეოპოლიტიკური გაურკვევლობის მიუხედავად, ისინი არა თუ ამცირებენ ინვესტიციებს, არამედ ზრდიან კიდევ, რაც კიდევ ერთხელ ადასტურებს ინვესტორთა მიერ რისკის აღქმის ცვლილებას. ამ ფონზე, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შეფასებით (IMF, 2026), ინვესტორთა ქცევა სულ უფრო მეტად ე.წ. „K-ფორმის“ ინვე-

სტიციების მახასიათებლებს იძენს. კერძოდ, ინვესტიციები აქტიურად მიემართება ფიქსირებული შემოსავლის მომტანი ინსტრუმენტებისკენ, თუმცა პარალელურად ინარჩუნებს მიმზიდველობას შედარებით მაღალი შემოსავლიანობის მქონე აქტივებისკენ. შესაბამისად, ინვესტორთა პორტფელები უფრო შერჩევითად გადანაწილდება აქტივებსა და ქვეყნებს შორის, ვიდრე სრულად გადანაცვლებს მხოლოდ უსაფრთხო აქტივებში, რაც ნაწილობრივ ხსნის მიმდინარე შოკის პირობებში ფინანსური ბაზრების შედარებით მდგრად რეაქციას.

დიაგრამა 4. განვითარებად ბაზრებზე არასაბანკო ინვესტორების მიერ განხორციელებული ინვესტიციები



წყარო: IMF.

2022–23 წლების კრიზისის საპასუხოდ აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრმა გამკაცრებამ მნიშვნელოვნად გაზარდა აშშ დოლარის მიმზიდველობა და მისი გლობალური პოზიციები გააძლიერა. თუმცა, შემდგომ პერიოდში აშშ-ის მზარდმა ფისკალურმა მონაცემებმა უსაფრთხო აქტივების მიმართ ინვესტორთა დამოკიდებულებაზე დამატებითი გავლენა

მოახდინა. კერძოდ, სახელმწიფო ვალისა და მისი მომსახურების საპროცენტო ხარჯების ზრდის ფონზე, Fitch Ratings-მა 2023 წელს, ხოლო Moody's Ratings-მა 2025 წელს აშშ-ის სუვერენული საკრედიტო რეიტინგი შეამცირა (Fitch Ratings, 2023; Moody's Ratings, 2025).¹ აღნიშნული გარკვეულწილად ეხმიანება ტრიფინის დილემას (Triffin, 1978), რომლის მიხედვითაც აშშ დოლარის, როგორც გლობალური სარეზერვო ვა-

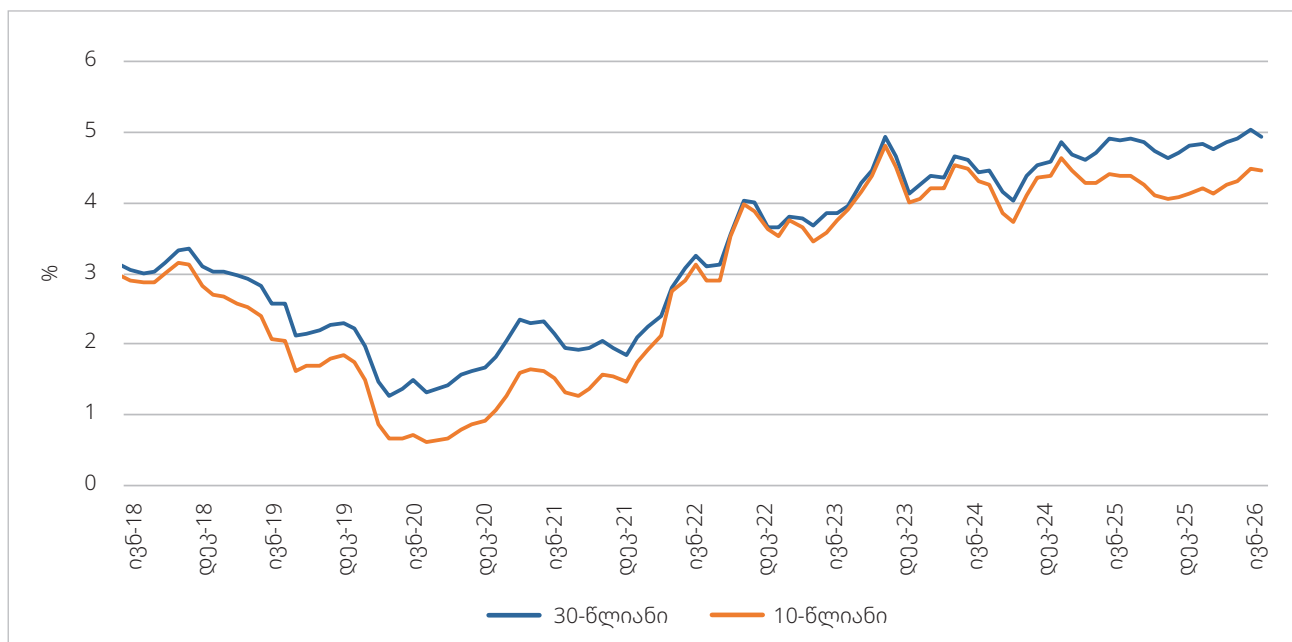
1. 2023 წლის აგვისტოში Fitch Ratings-მა აშშ-ის გრძელვადიანი საკრედიტო რეიტინგი „AAA“-დან „AA+“-მდე შეამცირა, ხოლო 2025 წლის მაისში Moody's Ratings-მა „Aaa“-დან „Aa1“-მდე. ორივე შემთხვევაში გადაწყვეტილების ძირითად მიზეზებს შორის აშშ-ის მზარდი ფისკალური რისკები, მაღალი სახელმწიფო ვალი და მისი მომსახურების გაზრდილი საპროცენტო ხარჯები დასახელდა (Fitch Ratings, 2023; Moody's Ratings, 2025).

ლუტის, სტატუსი აშშ-ის აქტივებზე მუდმივ გლობალურ მოთხოვნას წარმოშობს, თუმცა ამავე დროს შესაძლოა ხელი შეუწყოს საგარეო და ფისკალური დისბალანსების დაგროვებას. 2025 წლიდან აშშ დოლარის გლობალური ინდექსის შესუსტება დამატებით ასახავდა აშშ-ის ეკონომიკური ზრდისა და Fed-ის მონეტარული პოლიტიკის შერბილების მოლოდინებს, ასევე ვაჭრობის პოლიტიკასთან დაკავშირებულ გაურკვევლობასა და ინვესტორების მხრიდან სავალუტო რისკის ჰეჯირების გაძლიერებას (Lindoso et al., 2026).

ახლო აღმოსავლეთის კრიზისის ფონზე ფინანსურმა ბაზრებმა აჩვენეს, რომ კაპიტალის უსაფრთხო აქტივებისკენ (flight-to-safety) ტრადიციული გადინების მექანიზმი გარკვეულწილად შესუსტებულია. შოკის სანყის ეტაპზე აშშ დოლარი მხოლოდ ზომიერად გამყარდა,² მაშინ როდესაც აშშ-ის 10- და განსაკუთრებით 30-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების შემოსავლიანობა მაღალ დონეზე შენარჩუნდა (იხ. დიაგრამა 5), ხოლო განვითარებადი ქვეყნების საფონდო ინდექ-

სებმა შედარებით სწრაფად აღიდგინეს ზრდის ტენდენცია (იხ. დიაგრამა 3). აღნიშნული განსხვავდება წინა კრიზისებისათვის დამახასიათებელი დინამიკისგან, როდესაც ინვესტორები მასობრივად გადადიოდნენ შედარებით უსაფრთხო აქტივებში, რაც გრძელვადიანი სახელმწიფო ობლიგაციების შემოსავლიანობის მკვეთრ შემცირებას იწვევდა. გრძელვადიანი სახელმწიფო ობლიგაციების მაღალი შემოსავლიანობა მიუთითებს, რომ ინვესტორები საპროცენტო განაკვეთებში სულ უფრო მეტად ითვალისწინებენ ფისკალურ რისკებს, ვადიანობის გაზრდილ პრემიას (Term Premium) და გრძელვადიან მაღალ ინფლაციურ მოლოდინებს. ეს განსაკუთრებით თვალსაჩინოა წამყვან განვითარებულ ეკონომიკებში, სადაც სახელმწიფო ვალის მაღალი დონე და მზარდი ფისკალური დეფიციტები გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე დამატებით ზეწოლას ქმნის. შედეგად, გეოპოლიტიკური შოკის პირობებშიც კი უსაფრთხო აქტივებზე მოთხოვნა აღარ იწვევს გრძელვადიანი შემოსავლიანობის ისეთ კლებას, როგორც ეს წინა კრიზისებისთვის იყო დამახასიათებელი.

დიაგრამა 5. აშშ-ს 10- და 30-წლიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა



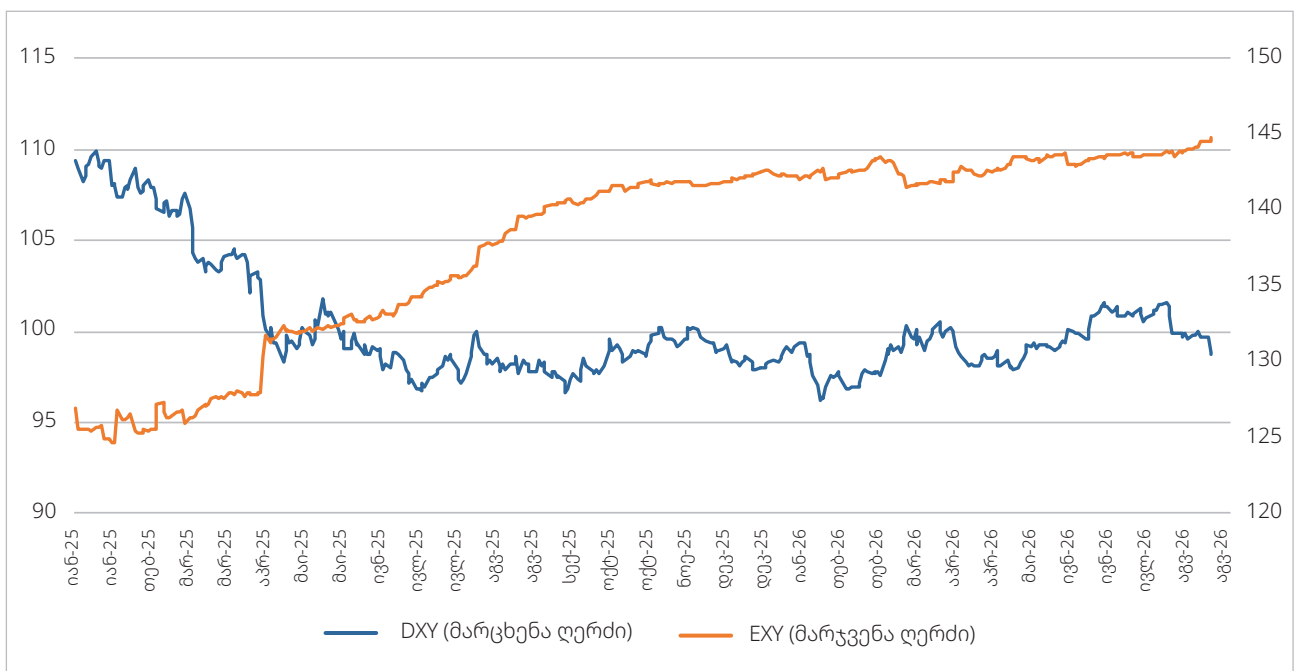
წყარო: FRED.

2. Trading Economics (2026). ხელმისაწვდომია: <https://tradingeconomics.com/united-states/currency> (წვდომის თარიღი: 15 აგვისტო 2026).

საგულისხმოა, რომ გაძლიერდა როგორც კერძო ინვესტორების მიერ რისკების დივერსიფიკაციაზე ორიენტირებული საინვესტიციო სტრატეგიების გამოყენება, ისე განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური სექტორის დივერსიფიკაციისკენ მიდრეკილება. ბოლო წლებში, განსაკუთრებით 2022-23 წლების კრიზისის შემდეგ, არაერთი ქვეყნის ცენტრალურმა ბანკმა საერთაშორისო რეზერვებში დაამატა ოქრო ან გაზარდა მისი წილი. რეზერვებში ოქროს ფლობის ზრდას განაპირობებს როგორც საერთაშორისო რეზერვების დივერსიფიკაციის, ისე გეოპოლიტიკური

რისკებისგან ჰეჯირების მოტივი.³ სსფ-ის 2025 წლის გლობალური ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშის (GFSR) თანახმად, მიმდინარე პერიოდში ასევე აღსანიშნავია განვითარებადი ეკონომიკების დაფინანსების სტრატეგიების ცვლილება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვების გააქტიურება. არარეზიდენტი ინვესტორები კვლავ მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ, თუმცა დაფინანსების წყაროებისა და ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიკაცია შოკების მიმართ მდგრადობას ზრდის (IMF, 2025).

დიაგრამა 6. აშშ დოლარის და ევროს გლობალური ინდექსები



წყარო: Bloomberg.

Baudino და სხვები (2025) ევროპის ცენტრალური ბანკის ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშში აღნიშნავენ, რომ 2025 წლის აპრილში აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკის დაანონსებას აშშ დოლარის მნიშვნელოვანი გაუფასურება მოჰყვა, რამაც ფინანსურ ბაზრებზე აშშ დოლარის, რო-

გორც ტრადიციული უსაფრთხო აქტივის („safe haven“), როლის შესახებ დისკუსია გააქტიურა. აღნიშნული საკითხი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი იყო ევროზონის ფინანსური სტაბილურობისთვის, ვინაიდან ევროზონის ინვესტორების პორტფელებში აშშ დოლარში

3. იხ: World Gold Council (2026) *Central Bank Gold Reserves Survey 2026*, 16 June. ანგარიშის თანახმად, ცენტრალური ბანკების მიერ ოქროს დაგროვებამ ბოლო ოთხი წლის განმავლობაში საშუალოდ დაახლოებით 1,000 ტონა შეადგინა, წინა ათწლეულის საშუალო 500 ტონასთან შედარებით. საგულისხმოა, რომ გამოკითხვის პასუხების უმრავლესობა ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტის დაწყების შემდეგ იყო მიღებული.

დენომინირებული აქტივები მნიშვნელოვან წილს იკავებს და გაცვლითი კურსის მკვეთრი ცვლილება დამატებით სავალუტო რისკებს წარმოშობს. როგორც ზემოთ დიაგრამა 6-ზე ჩანს, ბოლო პერიოდში აშშ დოლარის გარკვეული შესუსტების პარალელურად ევროს პოზიციები გაძლიერდა. აღნიშნული დინამიკა თანხვედრაშია როგორც ცენტრალური ბანკების, ისე ფინანსური ბაზრის სხვა მონაწილეების პორტფელების დივერსიფიკაციის გაძლიერებულ ტენდენციასთან.

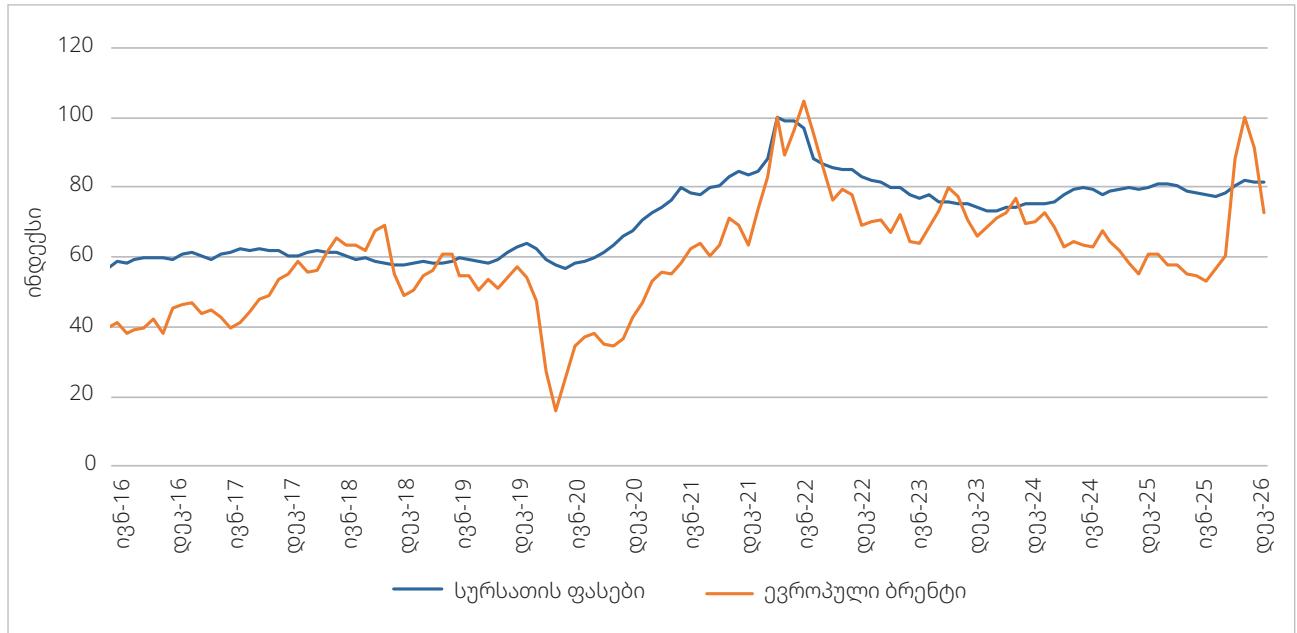
Bolhuis და სხვები (2025) ასევე აღნიშნავენ, რომ განვითარებადმა ეკონომიკებმა პოსტ-პანდემიურ პერიოდში შოკების მიმართ შესამჩნევი მდგრადობა გამოავლინეს, რასაც, გარკვეულწილად, ხელსაყრელი გარე პირობებიც უწყობდა ხელს, თუმცა მნიშვნელოვან როლს ასრულებდა პოლიტიკის ჩარჩოების გაუმჯობესება და პოლიტიკის გამტარებლების მიერ დროული და ადეკვატური გადაწყვეტილებების მიღება. გაიზარდა მონეტარული პოლიტიკის მიმართ ნდობა, შემცირდა ცენტრალური ბანკების მგრძნობელობა ფისკალური ზეწოლის მიმართ, ხოლო გაცვლითი კურსის სტაბილურობას ძლიერი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები უზრუნველყოფს. ხელსაყრელი მაკროეკონომიკური პირობები და მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის გაუმჯობესებული ჩარჩოები ხელს უწყობს განვითარებადი ეკონომიკების მდგრადობის გაძლიერებას, რაც ამცირებს მათი ფინანსური გარემოს მოწყვლადობას შოკების მიმართ და, გლობალური კრიზისების დროს, კაპიტალის უეცარი გადინების რისკს.

ფინანსური არხის მსგავსად, საინტერესოა 2022 და 2026 წლების გეოპოლიტიკური შოკების რეალურ ეკონომიკაზე გადაცემის შედარებაც. მიუხედავად იმისა, რომ ორივე ეპიზოდში გეოპოლიტიკური დაძაბულობა საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქტების, განსაკუთრებით

ნავთობის, ფასების მკვეთრ ზრდაში აისახა, შოკის უფრო ფართო სასაქონლო ბაზრებსა და ინფლაციაზე გადაცემის მასშტაბი განსხვავებული იყო. აღნიშნული განსხვავება მნიშვნელოვანწილად ასახავდა შოკების განსხვავებულ სანყის პირობებს: გლობალური მოთხოვნისა და მიწოდების მდგომარეობას, სასაქონლო ბაზრების სტრუქტურასა და მიწოდების ჯაჭვების მდგრადობას.

პოსტკოვიდურ პერიოდში საერთაშორისო მობილობის სწრაფმა აღდგენამ ენერგორესურსებზე მოთხოვნა მნიშვნელოვნად გაზარდა. წინა პერიოდში შემცირებული ინვესტიციების, მიწოდების ჯაჭვებში არსებული ჩავარდნებისა და ლოგისტიკური შეფერხებების სწრაფი აღმოფხვრა საკმაოდ რთული აღმოჩნდა. შედეგად, ენერგორესურსების ბაზრებზე წარმოქმნილმა დისბალანსმა მნიშვნელოვნად გაზარდა ენერგომატარებლებზე ფასები და გლობალურად ინფლაციური პროცესების მნიშვნელოვან მამოძრავებელ ფაქტორად იქცა. ამერიკის ენერგო ინფორმაციის ადმინისტრაციის (EIA) შეფასებით, 2022 წლის პირველ ნახევარში, რუსეთის უკრაინაში სრულმასშტაბიანი შეჭრის ფონზე, ამერიკული ნავთობის ფასმა მრავალწლიან მაქსიმუმს მიაღწია და ბარელზე დაახლოებით 133 აშშ დოლარს გადააჭარბა (Troderman, 2023). 2022 წლის მიწურულს და 2023-ის დასაწყისში ბაზარი მეტნაკლებად ადაპტირდა ნავთობის ახალი სავაჭრო მარშრუტების მიმართ. ამასთან, გაჩნდა მოლოდინები, ეკონომიკური ზრდის ნორმალიზების ფონზე, ბენზინზე მოთხოვნის ზრდის ტემპის შენელებასთან დაკავშირებით, რამაც ფასები თანდათან შეამცირა. მიუხედავად იმისა, რომ ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტმა კვლავ გაზარდა ნავთობისა და ბუნებრივი აირის ფასებზე წნეხი და გაამწვავა ჰორმუზის სრუტის გავლით მიწოდების შეფერხების რისკები, ამჟამად არსებული ფასები მაინც ჩამორჩება 2022 წელს დაფიქსირებულ პიკურ მაჩვენებლებს (იხ. დიაგრამა 7).

დიაგრამა 7. სურსათის საერთაშორისო ფასების და ბრენტის ფასების ინდექსები (მარტი, 2022=100)



წყარო: FAO; FRED.

აღსანიშნავია, რომ ამ ორი შოკის დროს სურსათის საერთაშორისო ფასების განსხვავება რამდენიმე ფაქტორით აიხსნება. პირველი, რუსეთი და უკრაინა გლობალურ ბაზარზე სასურსათო ნედლეულის ერთ-ერთ უმსხვილეს მიმწოდებლებს არიან, რის გამოც 2022 წელს მათი ექსპორტის შეფერხებამ სურსათის ფასებზე ძლიერი გავლენა მოახდინა. ამასთან, მიუხედავად იმისა, რომ ჰორმუზის სრუტის გავლით მსოფლიოში სასუქებით ვაჭრობის დაახლოებით 30% ხორციელდება, ახლო აღმოსავლეთის კრიზისის პერიოდში სასუქების საერთაშორისო ფასები 2022 წლის პიკურ ნიშნულამდე არ გაზრდილა, რაც, გარკვეულწილად, ბაზრის ადაპტაციით იყო განპირობებული (Savage, 2026) და სურსათის ფასებზე ზენოლა ნაწილობრივ შეამცირა.

Schwellnus და სხვები (2023) აღნიშნავენ, რომ COVID-19-ით გამოწვეულმა კრიზისმა, მომწოდებლების მაღალ კონცენტრაციასთან დაკავშირებული რისკების გამო, ქვეყნების მნიშვნელოვანი მოწყვლადობა გამოავლინა. მანამდე მიწოდების ჯაჭვები უმეტესად ხარჯების მინი-

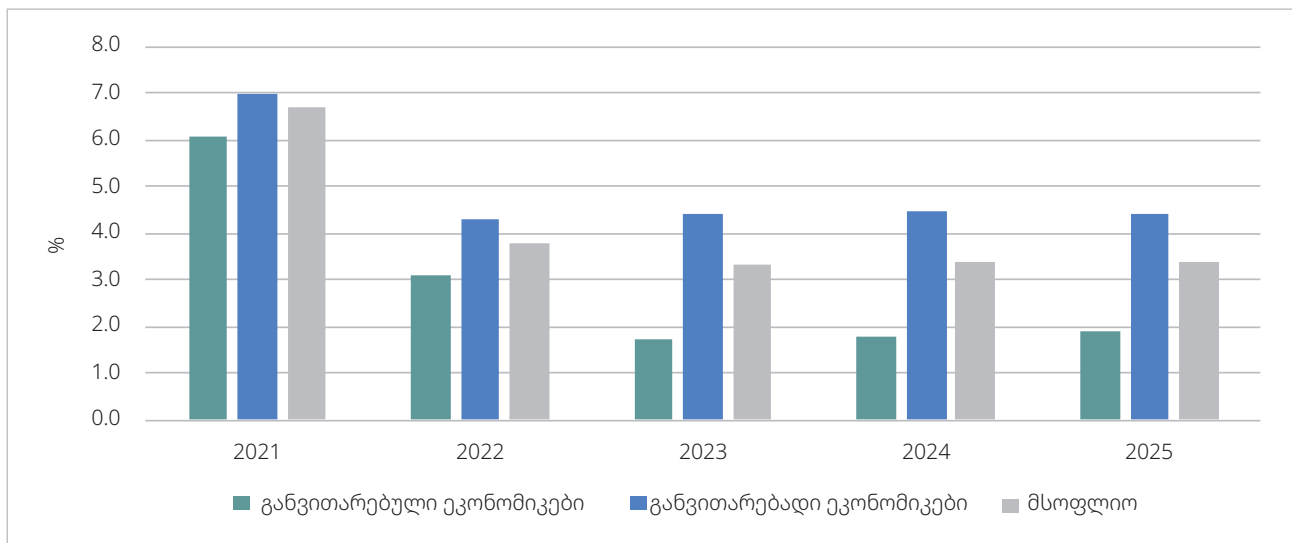
მიზაციის პრინციპის გათვალისწინებით იყო ოპტიმიზებული, ხოლო პანდემიამ გეოგრაფიული დივერსიფიკაციის მნიშვნელობა გაზარდა, რამაც ერთ ქვეყანაზე ან ერთ მომწოდებელზე დამოკიდებულების შემცირებას შეუწყო ხელი. პანდემიის, რუსეთ-უკრაინის ომისა და შემდგომი გეოპოლიტიკური დაძაბულობების პირობებში ფირმებმა აქტიურად დაიწყეს მიწოდების ჯაჭვების დივერსიფიკაცია. შედეგად, გლობალური ლოგისტიკური ქსელები უფრო მდგრადი გახდა, ვიდრე ეს იყო 2022 წლის შოკის პერიოდში და სატრანსპორტო ხარჯები მიმდინარე შოკის პირობებში ნაკლებად გაიზარდა. აღნიშნული ფაქტორი, 2022 წლის შოკთან შედარებით, ამცირებს მიწოდების შოკების უარყოფით გავლენას და, შესაბამისად, იმპორტირებულ ინფლაციაზე ზენოლას.

2022 წლის კრიზისისგან განსხვავებით, ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე საომარ მოქმედებებს გლობალური ეკონომიკა მოთხოვნა-მიწოდების განსხვავებულ გარემოში შეხვდა (იხ. დიაგრამა 8). კერძოდ, 2022 წლისთვის დამახასიათებელი ჭარბი პოსტპანდემიური

მოთხოვნის წნეხი მნიშვნელოვნად სუსტი იყო, რაც გარკვეულწილად აბალანსებს ენერგორესურსების ფასების ზრდის ინფლაციურ მოლოდინებსა და მეორე რაუნდის ეფექტებში გადაცემის რისკს. შესაბამისად, მიმდინარე

ეტაპზე ინფლაციური რისკები ძირითადად ენერგორესურსების მიწოდების შეფერხებებს უკავშირდება (Adrian et al., 2026) და შოკი მეტწილად მიწოდების მხრიდან ვლინდება.

დიაგრამა 8. ეკონომიკური ზრდა



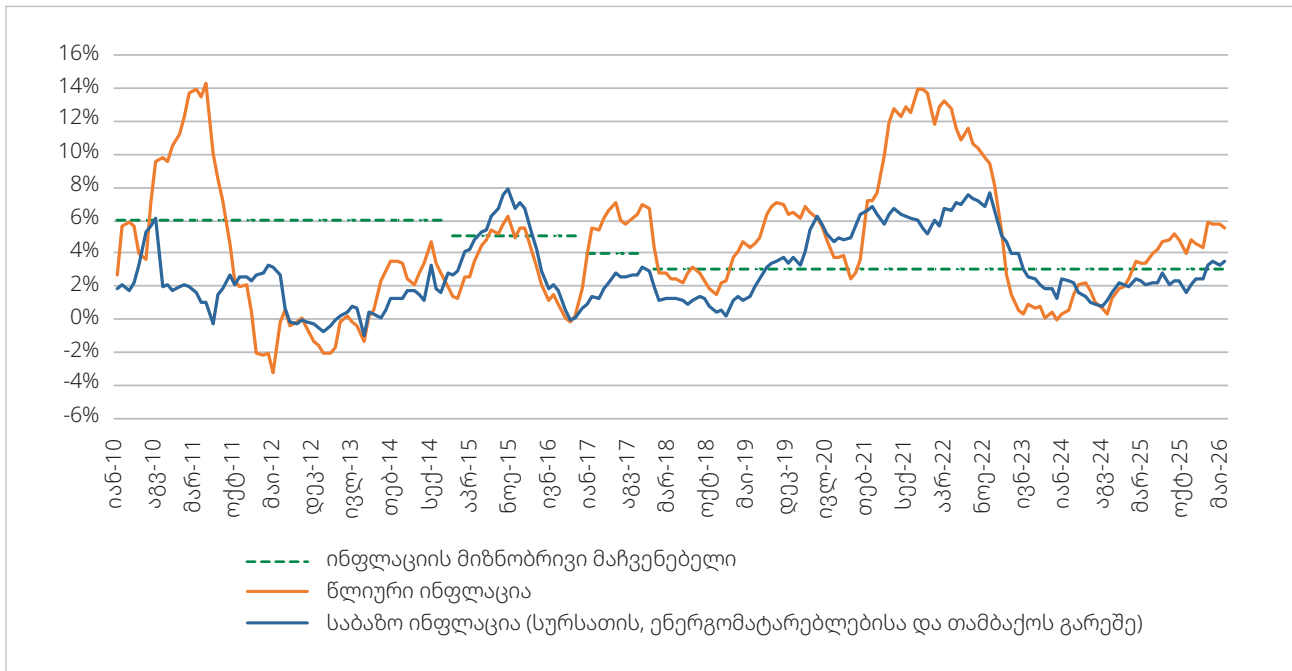
წყარო: WEO.

გეოპოლიტიკური შოკების საქართველოზე გადმოცემა

პოსტპანდემიურ პერიოდში რუსეთის მიერ უკრაინაში შეჭრის ფონზე დაწყებული ეკონომიკური შოკის გავლენა საქართველოზე არაერთგვაროვანი იყო. აღნიშნული ომი ფართოდ დაიგმო საერთაშორისო საზოგადოების, მათ შორის საქართველოს, მიერ, ხოლო წამყვანმა ქვეყნებმა რუსეთის წინააღმდეგ სანქციების მასშტაბური პაკეტი აამოქმედეს. ომით გამოწვეულმა მიწოდების შეფერხებებმა და სანქციების შედეგად საერთაშორისო სავაჭრო და ფინანსური კავშირების შეზღუდვამ, როგორც ზემოთ აღინიშნა, საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე, განსაკუთრებით სურსათისა და

ენერგორესურსების ფასებზე, დამატებითი ზეწოლა წარმოქმნა. საქართველო, როგორც მცირე ღია ეკონომიკა, მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული გლობალურ ეკონომიკურ გარემოზე. სეზონის, რუსეთ-უკრაინის ომამდე არსებული, პროგნოზის თანახმად, 2022 წელს ეგზოგენური ფაქტორები ეტაპობრივად უნდა ამოწურულიყო და ინფლაცია 2021 წლის დეკემბრის პიკური (13.9%-იანი) მაჩვენებლის (იხ. დიაგრამა 9) შემდეგ შესამჩნევად უნდა შემცირებულიყო, თუმცა ახალმა რეალობამ, ინფლაციური გარემოსა და ინფლაციური მოლოდინების ზრდის და გახანგრძლივების რისკები გაამწვავა (სეზ, 2022).

დიაგრამა 9. წლიური და საბაზო ინფლაცია საქართველოში



წყარო: საქსტატი.

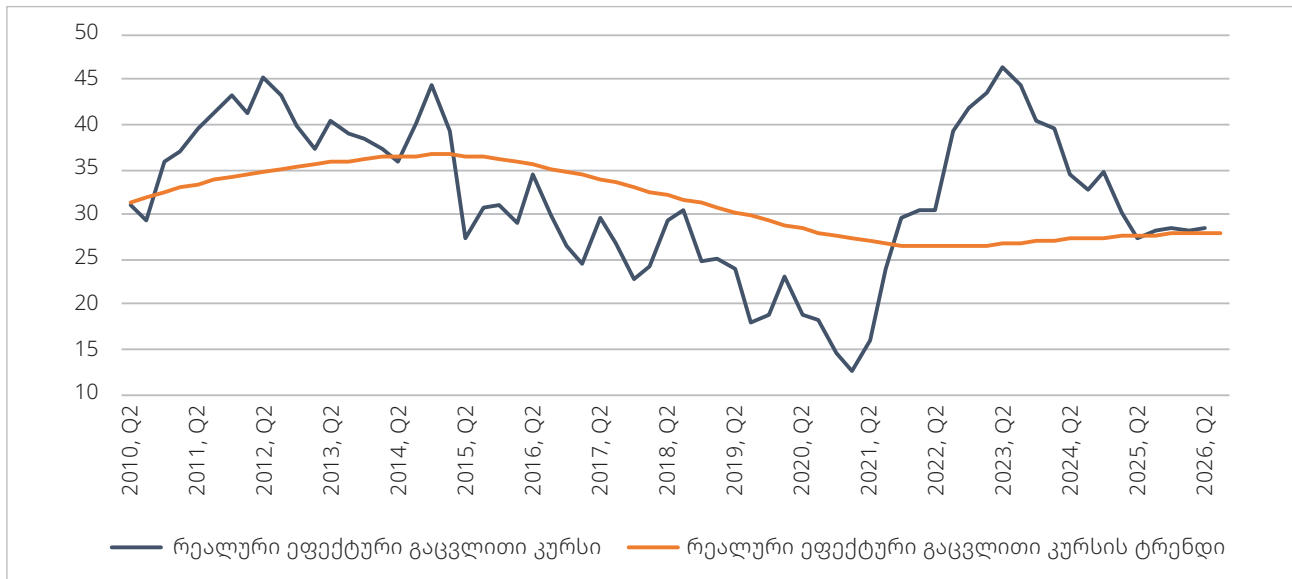
აღნიშნულისგან განსხვავებით, 2026 წლის გეოპოლიტიკურ შოკს საქართველო გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების ამსახველი მაჩვენებლების შედარებით დაბალი დონისა და მნიშვნელოვნად გაუმჯობესებული საგარეო პოზიციის ფონზე შეხვდა. 2022 წლიდან მიგრაციული პროცესებისა და შემდგომი სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი. ამასთან, ეკონომიკის პროდუქტიულობისა და შემოსავლების ზრდასთან და, შესაბამისად, უფრო განვითარებულ ეკონომიკებთან ეტაპობრივ დაახლოებასთან (convergence effect) ერთად, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის საშუალოვადიანი წონასწორული დონე გამყარდა, რაც საქართველოს ეროვნული ბანკის შეფასებებშიც აისახება. რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ბოლო წლების ტრენდის შეფასება მიუთითებს, რომ წინა წლებში მკვეთრი გამყარების შედეგად წარმოქმნილი დადებითი გადახრა წონასწორული დონიდან ეტაპობრივად დაიხურა

(იხ. დიაგრამა 10). შესაბამისად, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის მიმდინარე დონე ამ არხით დამატებით ინფლაციურ ზეწოლაზე არ მიუთითებს. ამასთან, ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გამყარება იმპორტირებული ინფლაციის შემცირების გზით დისინფლაციურ ფაქტორად მოქმედებს. პარალელურად, გაცვლითი კურსის გამყარება საბალანსო უწყისის⁴ არხით ინფლაციაზე შემარბილებელ გავლენას ახდენს.

აღსანიშნავია, რომ ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტის გადაცემა საქართველოს მიმდინარე ანგარიშის ბალანსზე ამ ეტაპზე ზომიერია, რაც საქონლით ვაჭრობაში, ტურიზმსა და ფულად გზავნილებში ამ რეგიონის შედარებით შეზღუდულ წილს უკავშირდება. თუმცა ცალკეული ქვეყნების ან სასაქონლო ჯგუფების ჭრილში შესაძლოა უფრო მაღალი დამოკიდებულება გამოიკვეთოს. ამ მხრივ აღსანიშნავია ფულადი გზავნილების დინამიკა, რომელშიც 2026 წლის გეოპოლიტიკური დაძაბულობის პერიოდში კრიზისული ეპიზოდები

4. დოლარიზებული ვალდებულებების მექანეზმებისთვის ვალის მომსახურების ტვირთი მცირდება, რაც კომპანიების ხარჯებზე ზეწოლას ამცირებს და, შესაბამისად, მწარმოებლების მხრიდან ფასების ზრდის საჭიროებას ამცირებს.

დიაგრამა 10. რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი და მისი ტრენდი

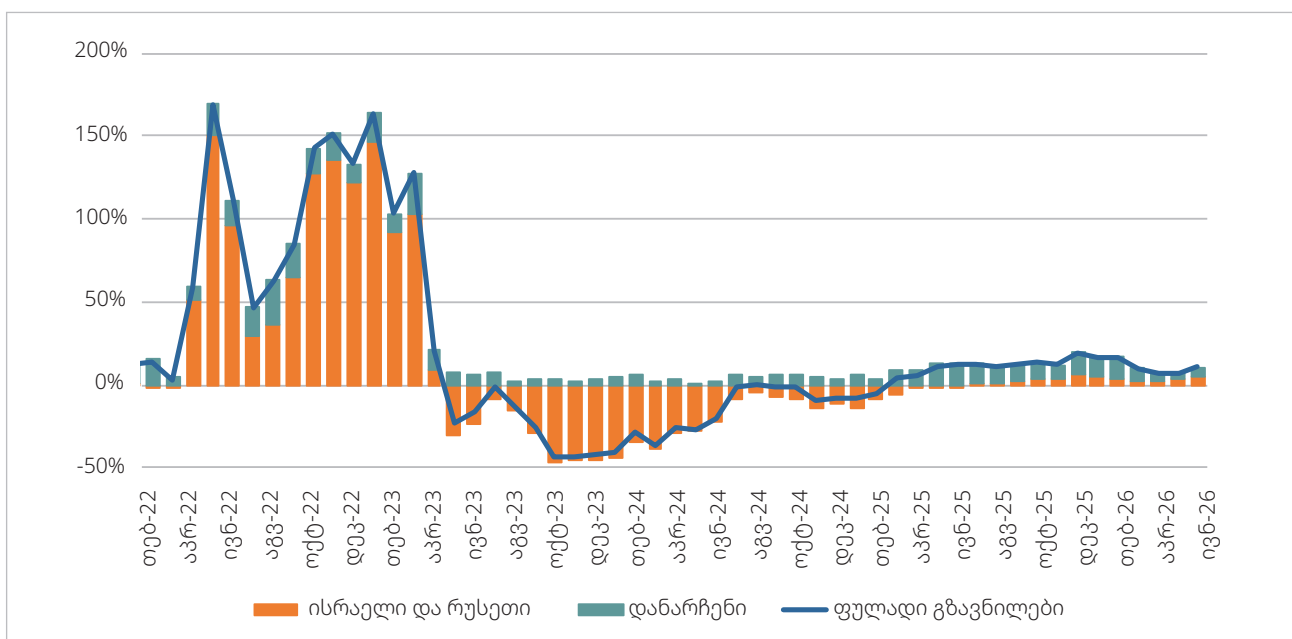


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

დებისთვის დამახასიათებელი ნიშნები გამოვლინდა. კერძოდ, კონფლიქტის საწყის ეტაპზე ისრაელიდან ფულადი გზავნილების მაღალი ზრდა დაფიქსირდა. მსგავსი დინამიკა შეინიშნებოდა 2022 წლის ეპიზოდშიც, როდესაც ომის საწყის თვეებში ფულადი გზავნილები მკვეთრად გაიზარდა, შემდგომ კი ეტაპობრივად დასტაბილურდა (იხ. დიაგრამა 11). აღნიშნული შესაძლოა კრიზისის საწყის ეტაპზე კაპიტალისა

და დანაზოგების შედარებით უსაფრთხო მიმართულებებით გადანაწილებას ასახავდეს, მათ შორის საქართველოს მიმართულებით. ამასთან, კონფლიქტის გახანგრძლივების შემთხვევაში, გზავნილების წარმოშობ ქვეყანაში ეკონომიკური აქტივობის შესუსტებამ შესაძლოა საპირისპირო ეფექტი წარმოქმნას და ფულადი გზავნილების შემცირების მიმართულებით იმოქმედოს.

დიაგრამა 11. ფულადი გზავნილები საქართველოში (ზრდის ტემპის დეკომპოზიცია)

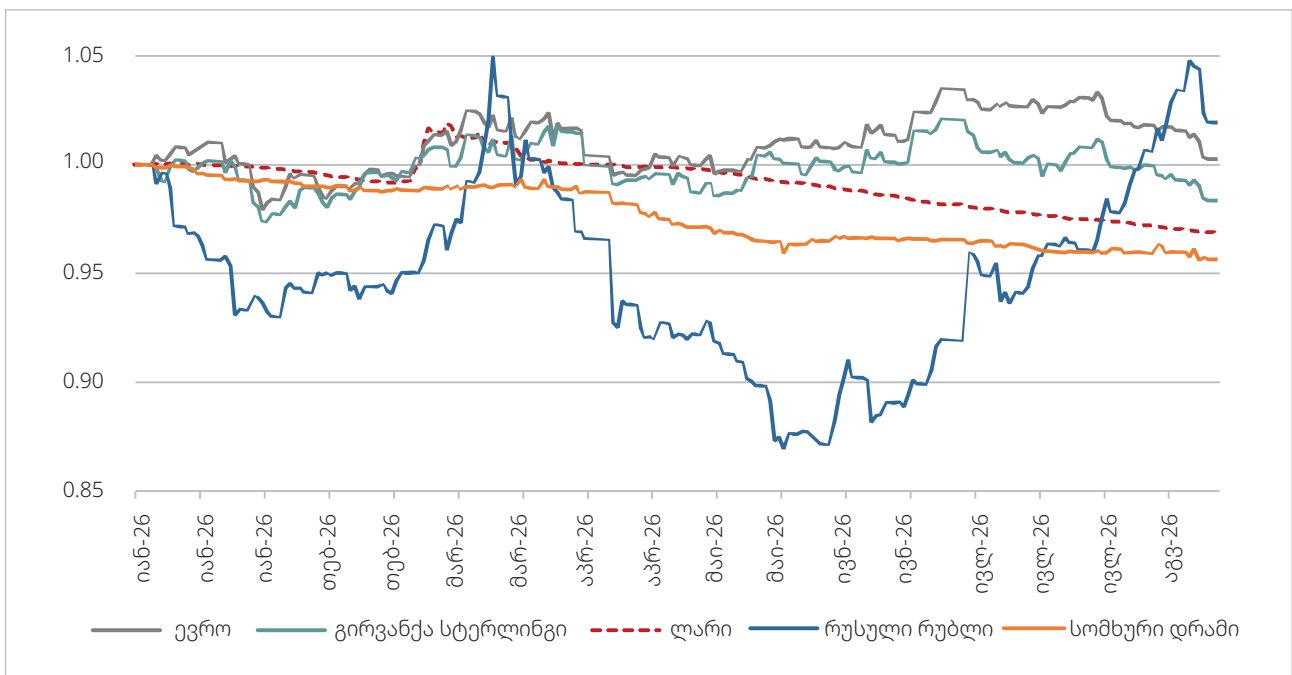


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

საგარეო ნაკადების შედარებით მდგრადი დინამიკის ფონზე, გეოპოლიტიკური შოკის გავლენა სავალუტო ბაზარზეც შეზღუდული აღმოჩნდა. გეოპოლიტიკური რისკის ზრდის უშუალო მოკლევადიანი ეფექტი აშშ დოლარზე მოთხოვნის ზრდა იყო, რაც მისი გლობალური ინდექსის გამყარებაში აისახა. აღნიშნულმა როგორც ლარის, ისე საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორების ვალუტების აშშ დოლარის მიმართ გაცვლით კურსებზე გაუფასურების ერთჯერადი ზეწოლა წარმოქმნა.

თუმცა აღნიშნული ეფექტი მასშტაბით მცირე და ხანმოკლე იყო და 2022 წლის კრიზისთან შედარებით გაცილებით სუსტად გამოვლინდა, რასაც ქვემოთ წარმოდგენილი ეკონომეტრიკული ანალიზიც ადასტურებს. ამასთან, აშშ დოლარის გამყარების საწყისი ეფექტი მალევე ამოიწურა და მიმდინარე ეტაპზე მისი გლობალური ინდექსი კვლავ შედარებით სუსტ პოზიციაზე ნარჩუნდება, რაც, თავის მხრივ, ლარის სტაბილურობასაც უწყობს ხელს (იხ. დიაგრამა 12).

დიაგრამა 12. გაცვლითი კურსების ინდექსები აშშ დოლართან მიმართებით (იანვარი, 2026=1)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

შენიშვნა: ბოლო განახლება — 24 აგვისტო 2026.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, 2026 წლის გეოპოლიტიკური შოკის დროს ლარის გაცვლით კურსზე ზეწოლა 2022 წლის ეპიზოდთან შედარებით არსებითად უფრო სუსტი და ხანმოკლე იყო. ამ ფონზე მნიშვნელოვანია იმ ფაქტორების განხილვა, რომლებმაც ბოლო წლებში ლარის საგარეო შოკების მიმართ მდგრადობას შეუწყო ხელი. მათ შორისაა საქართველოს ეკონომიკაში განხორციელებული სტრუქტურული ცვლილებები, კერძოდ, ეკონომიკური ზრდის შედარებით ნაკლები იმპორტინტენსივობა და პროდუქტიულობის

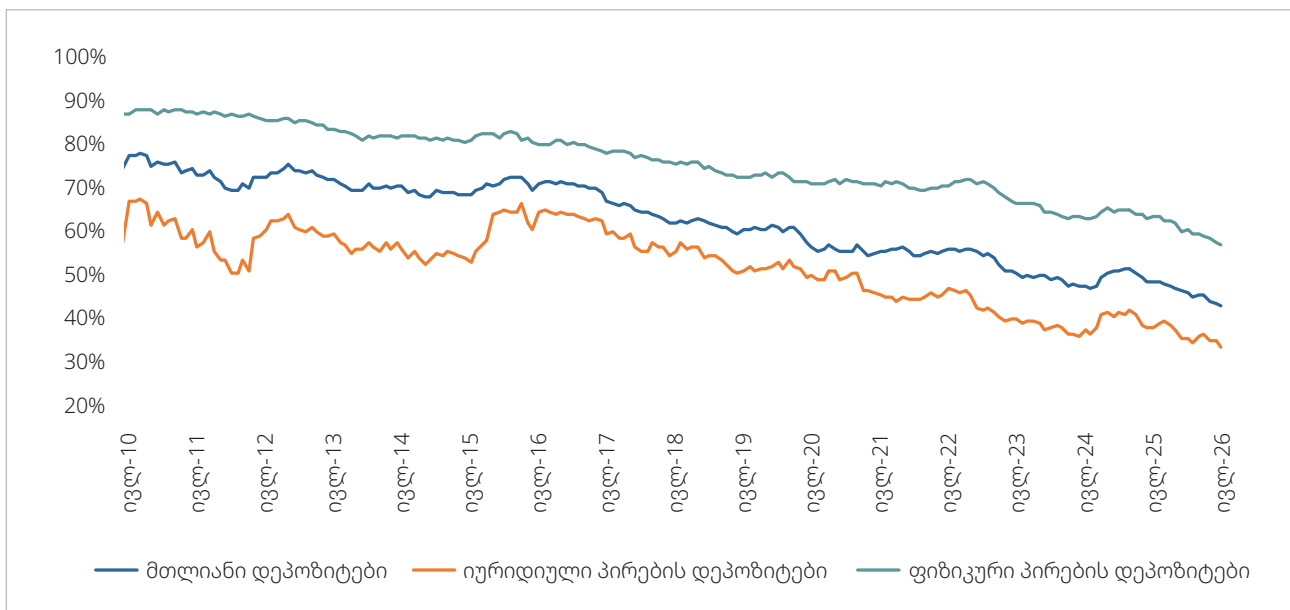
მაღალი ზრდა (სებ, 2026ა), რაც ქვეყნის საგარეო პოზიციის მნიშვნელოვან გაუმჯობესებაში აისახა. გაუმჯობესებულმა საგარეო ბალანსმა, თავის მხრივ, სავალუტო ბაზარზე უფრო ხელსაყრელი პირობები შექმნა და ლარზე ზეწოლა შეამცირა. ამავე დროს, ხელსაყრელმა სავალუტო ნაკადებმა საქართველოს ეროვნულ ბანკს საერთაშორისო რეზერვების დაგროვების შესაძლებლობა მისცა. რეზერვების შევსება 2025 წლიდან აქტიურად მიმდინარეობდა და 2026 წლის ივლისისთვის მათმა მოცულობამ ისტორიულ მაქსიმუმს მიაღწია და 7.5 მლრდ აშშ

დოლარს გადააჭარბა. რეზერვების დაგროვებამ და მათი ადეკვატურ დონეზე შენარჩუნებამ დამატებითი საგარეო ბუფერი შექმნა, რაც სავალუტო ბაზრის მიმართ ნდობასა და საგარეო შოკებისადმი მდგრადობას აძლიერებს (Cangul and Abel, 2026).

ამავდროულად, შიდა მაკროეკონომიკურ ფაქტორებს შორის მნიშვნელოვანია ბოლო წლებში გაძლიერებული ლარიზაციის ტენდენცია, რომელიც გაცვლითი კურსის არხით საგარეო შოკების გადაცემის შემარბილებელ ფაქტორად გვევლინება. ლარის მიმართ გაზრდილ ნდო-

ბაზე დეპოზიტების დოლარიზაციის კლებადი დინამიკაც მიუთითებს. მიუხედავად განხილული გეოპოლიტიკური კრიზისებისა, დოლარიზაციის შემცირების ტენდენცია შენარჩუნდა როგორც მთლიან დეპოზიტებში, ისე ფიზიკური და იურიდიული პირების დეპოზიტების შემთხვევაში და 2026 წლის ივნისისთვის ისტორიულ მინიმუმს მიაღწია (იხ. დიაგრამა 13). დაბალი დოლარიზაცია, თავის მხრივ, ამცირებს ეკონომიკური აგენტების მოწყვლადობას გაცვლითი კურსის რყევების მიმართ და შესაბამისად ასუსტებს საგარეო შოკის ფინანსურ სექტორსა და რეალურ ეკონომიკაზე გადაცემის მასშტაბს.

დიაგრამა 13. დეპოზიტების დოლარიზაცია (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ზემოაღნიშნული ფაქტორები - გაუმჯობესებული საგარეო პოზიცია, გაზრდილი საერთაშორისო რეზერვები, გაცვლითი კურსის მიმართ შემცირებული მოწყვლადობა და ლარიზაციის გაძლიერება - ქვეყნის რისკიანობის აღქმასა და ინვესტორთა ქცევაშიც აისახა. ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური დაძაბულობის და გლობალური გაურკვევლობის ზრდის მიუხე-

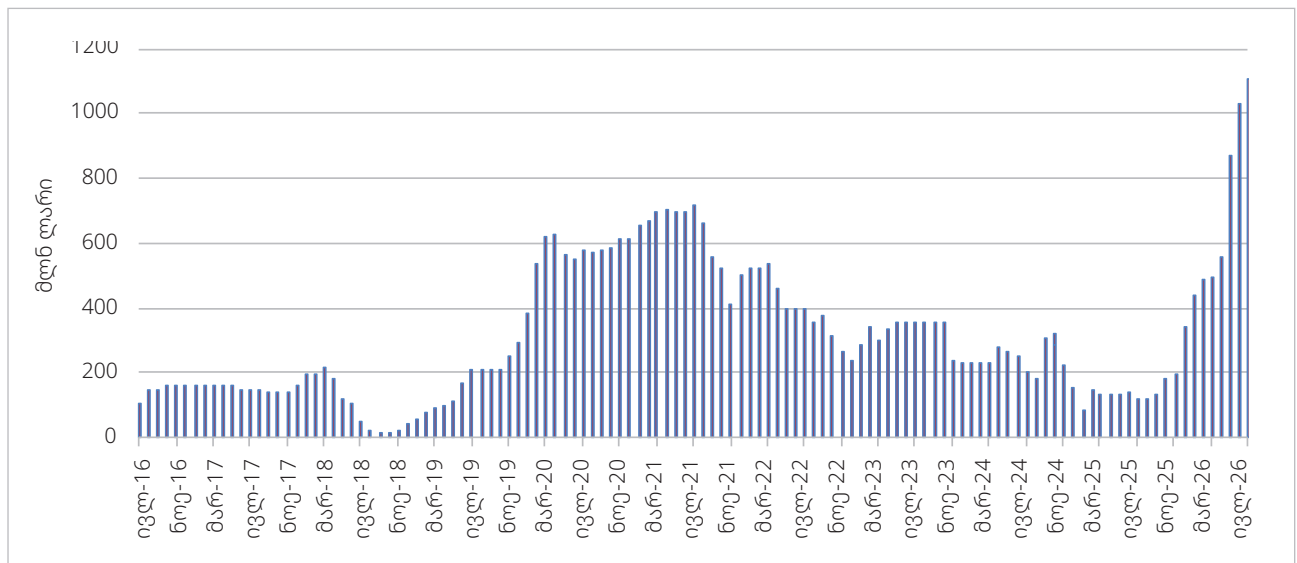
დავად, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია დაბალ დონეზე დარჩა (სებ, 2026ბ). აღნიშნული თანხვედრაშია როგორც ქვეყნის მიმართ ინვესტორთა ნდობის შენარჩუნებასთან, ისე საერთაშორისო სარეიტინგო სააგენტოების მიერ საქართველოს მაკროეკონომიკური და ფინანსური მდგრადობის გაუმჯობესებულ შეფასებებთან.⁵ შედეგად, 2026 წლის გეოპოლიტიკურ

5. 2026 წლის 30 ივნისს საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანია Moody's-მა საქართველოს საკრედიტო რეიტინგი „Ba2“-ზე შეინარჩუნა, ხოლო პერსპექტივა უარყოფითიდან სტაბილურამდე გააუმჯობესა. მსგავსად, 2026 წლის 7 აგვისტოს საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანია S&P Global-მა საქართველოს სუვერენული საკრედიტო რეიტინგი „BB“ დონეზე შეინარჩუნა, ხოლო პერსპექტივა სტაბილურიდან პოზიტიურამდე გააუმჯობესა. ეს გადანაცვლებები მეტწილად განპირობებული იყო საქართველოს ეკონომიკის ძლიერი მაჩვენებლებით და გეოპოლიტიკურ გამოწვევების მიმართ მაღალი მდგრადობით (Moody's Ratings, 2026; S&P Global, 2026).

შოკს საქართველოდან კაპიტალის გადინება არ მოჰყოლია, პირიქით, გლობალური ინვესტიციების მიერ კაპიტალის უფრო დიფერენცირებული განაწილებისა და ქვეყნის გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების ფონზე არარეზიდენტების ინტერესი ადგილობრივი სახა-

ზინო ფასიანი ქაღალდების მიმართ მაღალი რჩება (იხ. დიაგრამა 14), რაც თანხვედრაშია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ აღწერილ ზემოხსენებულ „K-ფორმის“ საინვესტიციო ქცევასთან.

დიაგრამა 14. არარეზიდენტების მფლობელობაში არსებული სახაზინო ფასიანი ქაღალდები



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ამგვარად, მიმდინარე ინფლაციური ზეწოლა ძირითადად ენერგომატარებლების ფასების ზრდითა და მოქნილი ფასების ინფლაციით არის განპირობებული. თუმცა, ბოლო წლებში თანმიმდევრულად განვითარებული გეოპოლიტიკური შოკების ფონზე, კვლავ საყურადღებოა გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების ზრდისა და ე.წ. „მეორე რაუნდის“ ეფექტების რისკები, მიუხედავად იმისა, რომ შოკების ფინანსური არხით გადაცემა, მათ შორის კაპიტალის ნაკადებსა და გაცვლით კურსზე ზემოქმედების მიმართულებით, მნიშვნელოვნად შესუსტებულია.

გეოპოლიტიკური შოკების საქართველოზე გადმოცემის ეკონომეტრიკული ანალიზი

გეოპოლიტიკური შოკები საქართველოს ეკონომიკაზე როგორც რეალური, ისე ფინანსური არხებით აისახება, თუმცა, როგორც ზემოთ

აღინიშნა, განხილულ ეპიზოდებში ფინანსური პირობების მკვეთრი და მდგრადი გაუარესება არ გამოვლენილა. ამასთან, აღწერითი ანალიზი მიუთითებს, რომ შოკის გადაცემის მასშტაბი დროთა განმავლობაში იცვლებოდა და 2026 წლის გეოპოლიტიკური შოკის დროს ფინანსური არხის რეაქცია მნიშვნელოვნად უფრო სუსტი იყო.

აღწერითი ანალიზით გამოვლენილი კანონზომიერებების ეკონომეტრიკული შეფასების მიზნით, პირველ ეტაპზე, ვექტორული ავტორეგრესიული (VAR) მოდელის გამოყენებით, შეფასდა გეოპოლიტიკური რისკის შოკზე საქართველოს ეკონომიკის საშუალო რეაქცია სრული საანალიზო პერიოდისთვის (2013 წლის აგვისტო–2026 წლის ივნისი). მეორე ეტაპზე შეფასდა, რამდენად განსხვავდებოდა გეოპოლიტიკური რისკის შოკის გადაცემის სიძლიერე და მიმართულება 2022 წლის

რუსეთ-უკრაინის ომისა და 2026 წლის ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტის ეპიზოდებში. შედეგების მდგრადობის შესამოწმებლად დამატებით გამოყენებულ იქნა ლოკალური პროექციის მეთოდი (Local Projections; Jordà, 2005). ორივე მიდგომით თვისებრივად მსგავსი შედეგები მიიღება, თუმცა ლოკალური პროექციით მიღებული შეფასებების შედარებით მაღალი მერყეობის გამო საბაზისო სპეციფიკაციად VAR მოდელი შეირჩა.

საბაზისო VAR:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \varepsilon_t \quad (1)$$

სადაც, Y_t წარმოადგენს მოდელში გამოყენებული ენდოგენური ცვლადების ვექტორს, რომელიც მოიცავს გეოპოლიტიკური რისკის ინდექსს (Geopolitical Risk Index = GPR), ლარის გაცვლით კურსს აშშ დოლარის მიმართ, წლიურ ინფლაციას, ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელს, სუვერენული რისკის პრემიას (JPM Spread) და 5-წლიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობას. GPR-ის გარდა, ყველა ცვლადი საქართველოს შესაბამის მაკროეკონომიკურ ან ფინანსურ მაჩვენებელს წარმოადგენს. გეოპოლიტიკური რისკის ინდექსი (GPR) კი Caldara და Iacoviello-ს (2022) მიერ შემუშავებული გლობალური გეოპოლიტიკური რისკის მაჩვენებელია.

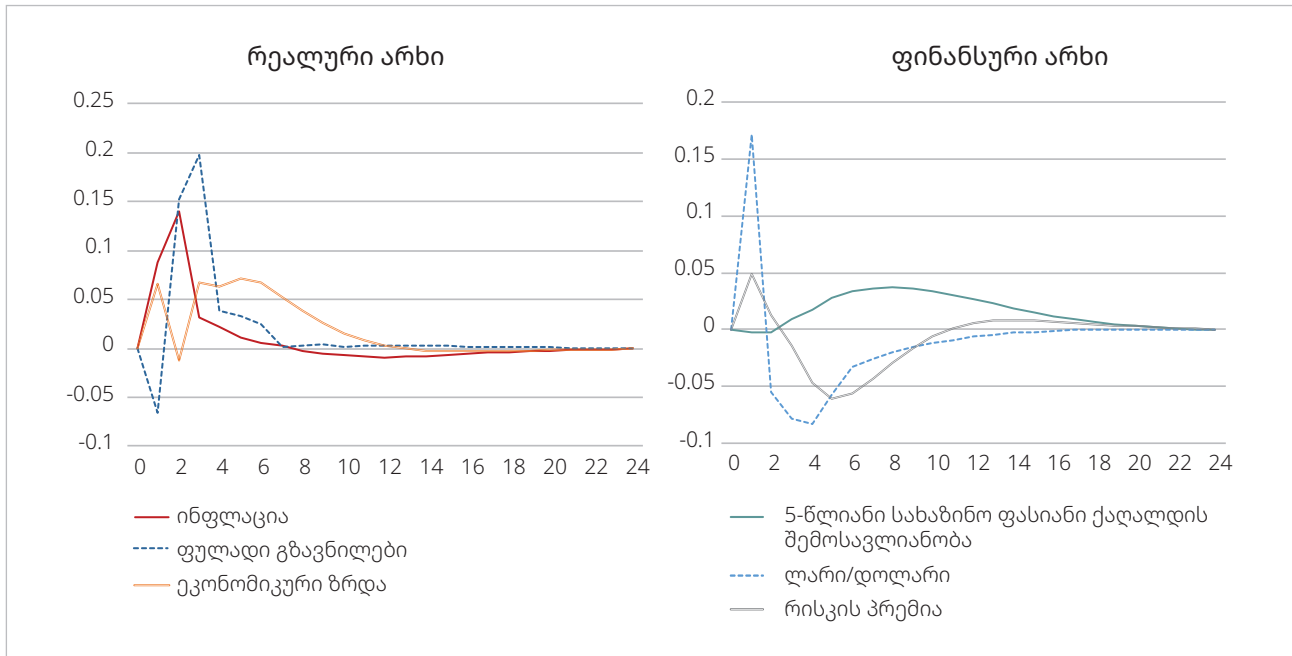
მოდელის საბოლოო სპეციფიკაციის შესარჩევად შეფასდა რამდენიმე ალტერნატიული ვარიანტი, მათ შორის მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, დოლარიზაციის, დაკრედიტების ტემპისა და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის (NEER-ის) გამოყენებით. საბაზისო VAR შეირჩა მოდელის სტაბილურობის, ეკონომიკური ინტერპრეტაციისა და დიაგნოსტიკური ტესტების საფუძველზე.

შეფასებამდე ცვლადები შემოწმდა სტაციონა-

რულობაზე და საჭიროების შემთხვევაში შესაბამისი ტრანსფორმაცია განხორციელდა, ხოლო შესადარისობის უზრუნველსაყოფად ყველა ცვლადი სტანდარტიზებულია (Z-score). შესაბამისად, იმპულსზე რეაგირების ფუნქციები ასახავს, რამდენი სტანდარტული გადახრით იცვლება შესაბამისი მაჩვენებელი გეოპოლიტიკური რისკის ერთი სტანდარტული გადახრის ტოლი შოკის საპასუხოდ. გეოპოლიტიკური რისკის შოკის იდენტიფიცირებისთვის გამოყენებულია Cholesky-ის დეკომპოზიცია, რომლის ფარგლებშიც GPR ინდექსი სისტემაში პირველ ცვლადებად განთავსებული. მოდელი აკმაყოფილებს სტაბილურობის პირობას, ხოლო ნარჩენ წევრებში (რეზიდუალებში) მნიშვნელოვანი სერიული კორელაცია არ გამოვლენილა. ჰეტეროსკედასტულობის გათვალისწინებით, იმპულსზე რეაგირების ფუნქციების სანდოობის ინტერვალები ბუტსტრეპის (bootstrap) პროცედურის გამოყენებით შეფასდა.

საბაზისო VAR-ის შედეგების მიხედვით, გეოპოლიტიკური რისკის შოკის გავლენა რეალურ ეკონომიკაზე ყველაზე სწრაფად ინფლაციის ზრდაში ვლინდება, რაც შეესაბამება ენერგორესურსებისა და სხვა საერთაშორისო სასაქონლო ფასების ცვლილების გავლით მიწოდების შოკის გადაცემის მექანიზმს. ეკონომიკური აქტივობა თავდაპირველად მცირდება, რაც შესაძლოა ასახავდეს გაურკვევლობის ზრდის ფონზე ეკონომიკური აგენტების სიფრთხილის გაძლიერებას, თუმცა შემდგომ მისი რეაქცია დადებითი ხდება. მსგავსი დინამიკა იკვეთება ფულად გზავნილებშიც, რომლებიც თავდაპირველი შემცირების შემდეგ მკვეთრად იზრდება. აღნიშნული დინამიკა შესაძლოა ნაწილობრივ აბალანსებდეს გაურკვევლობით გამოწვეულ უარყოფით ეფექტებს და შეესაბამება ეკონომიკური აქტივობის შემდგომ გაუმჯობესებას.

დიაგრამა 15. საქართველოს ეკონომიკური ცვლადების რეაქცია გეოპოლიტიკური რისკის შოკზე: საბაზისო VAR მოდელი



წყარო: ავტორების გაანგარიშება.

ეკონომეტრიკული ანალიზის შედეგები მიუთითებს, რომ ფინანსური არხის რეაქცია შედარებით შეზღუდული და ხანმოკლეა. გეოპოლიტიკური რისკის ზრდას თავდაპირველად ლარის გაუფასურება და სუვერენული რისკის პრემიის ზრდა მოჰყვება, რაც უსაფრთხო აქტივებისკენ კაპიტალის გადანაცვლების (flight-to-safety) სტანდარტულ მექანიზმს შეესაბამება. თუმცა, ორივე ეფექტი სწრაფად სუსტდება და შემდგომ საპირისპირო მიმართულებით იცვლება: ლარი მყარდება, ხოლო სუვერენული რისკის პრემია მცირდება. შედეგად, გაცვლითი კურსის არხი, თავდაპირველი ინფლაციური ეფექტის გაძლიერების შემდეგ, შემდგომ პერიოდში შოკის შემარბილებელ ფაქტორად გვევლინება. 5-წლიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის რეაქცია შედარებით დაგვიანებულია და მაქსიმუმს დაახლოებით მერვე-მეცხრე თვეში აღწევს, რაც შესაძლოა ასახავდეს როგორც ადგილობრივი მონეტარული

პოლიტიკის მოსალოდნელ ტრაექტორიას, ისე ვადიანობის პრემიისა და გლობალური გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების გავლენას.

ამდენად, საბაზისო შეფასება მიუთითებს, რომ გეოპოლიტიკური შოკი საქართველოში განსაკუთრებით რეალური არხით გადაიცემა, ხოლო ფინანსური არხით შოკის მდგრადი გაძლიერება ნაკლებად იკვეთება.

2022 და 2026 წლების გეოპოლიტიკური შოკების ეპიზოდური შეფასება

საბაზისო მოდელისგან განსხვავებით, ეპიზოდური შეფასების მიზანია დადგინდეს, რამდენად შეიცვალა გეოპოლიტიკური რისკის შოკის გადაცემის სიძლიერე და მიმართულება 2022 და 2026 წლებში. ამისათვის გეოპოლიტიკური რისკის ინდექსი (GPR) გამოყენებულია შესაბამისი ეპიზოდების ამსახველ ხარისხობრივ (dummy) ინდიკატორებთან ინტერაქციაში:

$$GPR_{2022} = GPR_{2022} * D_{2022} \quad (2)$$

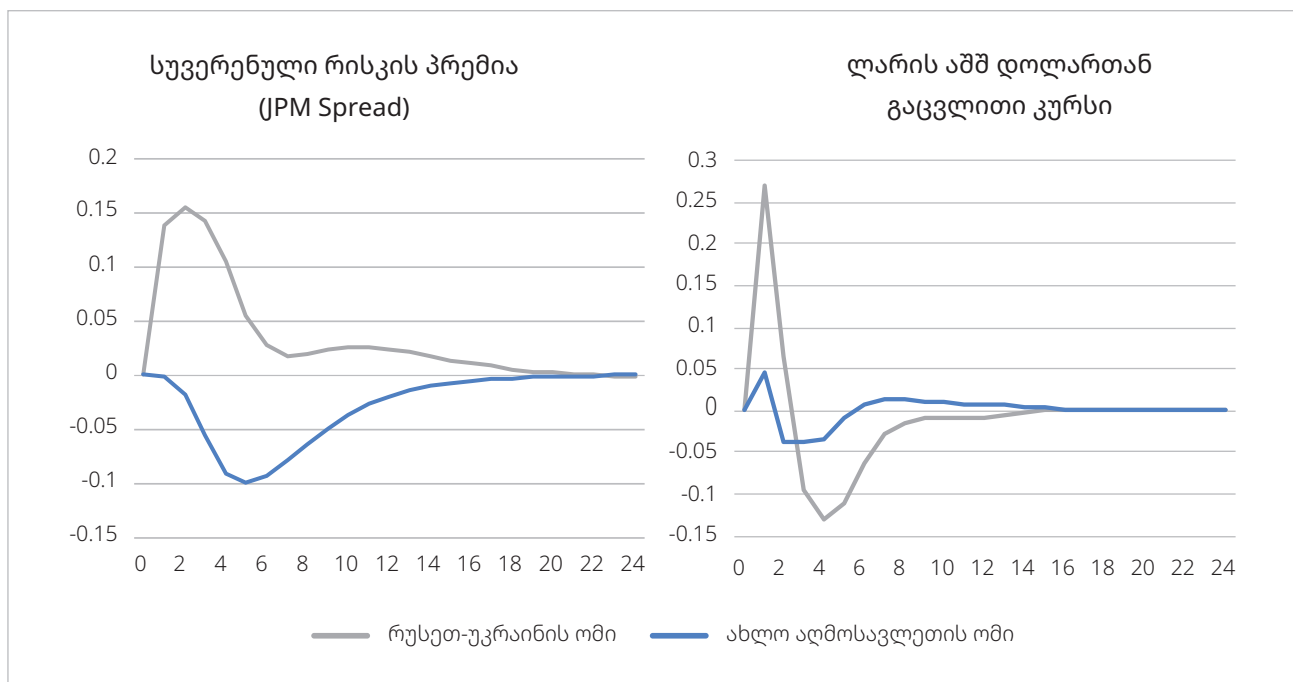
$$GPR_{2026} = GPR_{2026} * D_{2026} \quad (3)$$

სადაც D_{2022} და D_{2026} შესაბამისად 2022 წლის რუსეთ-უკრაინის ომისა და 2026 წლის ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტის ეპიზოდებს აღნიშნავს. აღნიშნული სპეციფიკაცია საშუალებას იძლევა შეფასდეს, რამდენად განსხვავდებოდა GPR-ის ზრდის გადაცემა შესაბამის ეპიზოდებში სრული შერჩევისთვის დამახასიათებელი საშუალო რეაქციისგან.

ეპიზოდური შეფასება აჩვენებს, რომ გეოპოლიტიკური რისკის ზრდის გავლენა ფინანსური არხით 2022 და 2026 წლებში ერთგვაროვანი არ ყოფილა. კერძოდ, 2022 წლის ეპიზოდში გეოპოლიტიკური რისკის ზრდას გაცვლითი კურსისა და სუვერენული რისკის პრემიის

შედარებით მკვეთრი საწყისი რეაქცია ახლავს, რაც გლობალური გაურკვევლობის ზრდის პირობებში განვითარებადი ეკონომიკებისთვის დამახასიათებელ ფინანსური გადაცემის მექანიზმს შეესაბამება. თუმცა, ეს ეფექტებიც ხანმოკლე აღმოჩნდა და საშუალოვადიან პერიოდში მათი მიმართულება შეიცვალა. 2026 წლის ეპიზოდში ფინანსური ცვლადების რეაქცია შედარებით შეზღუდულია: გაცვლითი კურსის საწყისი რეაქცია მცირე მასშტაბისაა, ხოლო სუვერენული რისკის პრემია არა თუ გაიზარდა, არამედ შემცირდა. შესაბამისად, 2026 წლის შედეგები მიუთითებს, რომ გლობალური გეოპოლიტიკური რისკის მკვეთრი ზრდის მიუხედავად, საქართველოს შემთხვევაში ფინანსური არხი თავდაპირველი შოკის მნიშვნელოვან გამაძლიერებლად არ ქცეულა.

დიაგრამა 16. საქართველოს ეკონომიკური ცვლადების რეაქცია გეოპოლიტიკური რისკის შოკზე: 2022 და 2026 წლების ეპიზოდების შედარება



წყარო: ავტორების გაანგარიშება.

2022 და 2026 წლების განსხვავებული რეაქციები თანხვედრაშია ნაშრომის აღწერითი ანალიზის შედეგებთან. 2022 წლის შოკს გლობალური და საქართველოს ეკონომიკები განსხვავებულ საწყის მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ პირობებში შეხვდნენ, მაშინ როდესაც 2026 წლისთვის საქართველოს საგარეო პოზიცია და ფინანსური ბუფერები შედარებით გაძლიერებული იყო. ამ პირობებში გლობალური გეოპოლიტიკური რისკის ზრდა ნაკლებად აისახებოდა საქართველოს რისკის პრემიის ზრდაში, კაპიტალის გადინებასა და გაცვლითი კურსის გაუფასურებაში.

დასკვნა

წინამდებარე ნაშრომში განხილულ იქნა 2022–2026 წლების გეოპოლიტიკური შოკების გავლენა გლობალურ ეკონომიკასა და, განსაკუთრებით, საქართველოზე. ანალიზი აჩვენებს, რომ გეოპოლიტიკური რისკის ზრდა განვითარებად ეკონომიკებში ერთგვაროვან რეაქციას არ იწვევს და ტრადიციული უსაფრთხო აქტივებისკენ გადანაცვლების (flight-to-safety) მექანიზმის სიძლიერეც ქვეყნებს შორის მნიშვნელოვნად განსხვავდება. საქართველოს

შემთხვევაში, ბოლო წლების გეოპოლიტიკური შოკების დროს ფინანსური არხი შოკის დამატებით გამაძლიერებელ ფაქტორად შედარებით ნაკლებად ვლინდებოდა, რაც სხვა ფაქტორებთან ერთად, ქვეყნის გაუმჯობესებულ საგარეო და მაკროეკონომიკურ პოზიციას უკავშირდება.

აღნიშნული გამოცდილება მიუთითებს, რომ გლობალური რისკის ზრდის პირობებში ინვესტორებისთვის სულ უფრო მნიშვნელოვანი ხდება ცალკეული ქვეყნების სპეციფიკური მახასიათებლები, რის გამოც განვითარებად და განვითარებულ ეკონომიკებად ტრადიციული დაყოფა გეოპოლიტიკური შოკების გადაცემის შესაფასებლად შესაძლოა ნაკლებად ინფორმაციული იყოს. ამასთან, გლობალური ფინანსური სისტემის ცვლილებებისა და განვითარებულ ეკონომიკებში ფისკალური და ინფლაციური რისკების ზრდის ფონზე, გეოპოლიტიკური შოკების გადაცემის შეფასებისას მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ ქვეყნის განვითარებად ეკონომიკად კლასიფიცირება, არამედ მისი კონკრეტული მაკროეკონომიკური და ფინანსური პოზიციის გათვალისწინება.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2022) *მეორე კვარტლის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში*. ხელმისაწვდომია:

https://nbg.gov.ge/fm/პუბლიკაციები/ანგარიშები/მონეტარული_პოლიტიკის_ანგარიში/2022/2022q2-geo.pdf?v=7v5av (წვდომა: 15 აგვისტო 2026).

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2026ა) *მეორე კვარტლის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში*. ხელმისაწვდომია:

https://nbg.gov.ge/fm/პუბლიკაციები/ანგარიშები/მონეტარული_პოლიტიკის_ანგარიში/2026/2026q2-geo.pdf?v=dgspb (წვდომა: 15 აგვისტო 2026).

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2026ბ) *მესამე კვარტლის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში*. ხელმისაწვდომია:

https://nbg.gov.ge/fm/პუბლიკაციები/ანგარიშები/მონეტარული_პოლიტიკის_ანგარიში/2026/2026q3-geo.pdf?v=yh5ue (წვდომა: 29 ივლისი 2026).

Adrian, T., Azour, J., Chalk, N., Gourinchas, P. -O., Kammer, A., Selassie, A.A., Srinivasan, K. and Valdés, R. (2026) *How the War in the Middle East Is Affecting Energy, Trade, and Finance*. IMF Blog, March. Available at: <https://www.imf.org/en/blogs/articles/2026/03/30/how-the-war-in-the-middle-east-is-affecting-energy-trade-and-finance> (Accessed: 15 August 2026).

Batini, N. (2020) *The COVID-19 Crisis and Capital Flows*. Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, Background Paper 20-02/05, August. Available at:

<https://ieo.imf.org/en/-/media/ieo/files/evaluations/completed/09-30-2020-imf-advice-on-capital-flows/cfm-bp05-the-covid-19-crisis-and-capital-flows.pdf> (Accessed: 15 August 2026).

- Baudino, P. A., Grothe, M., Habib, M. M., Manu, A. -S., McQuade, P., Ricci, M., Siciliano, E., Tomov, T., Tondo, L. and Watfe, G. (2025) What safe haven after the April US tariff announcement? Implications for euro area financial stability, *ECB Financial Stability Review*, Special Feature A, November, pp. 94–108. Available at: https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202511_01~fdf147a04a.en.html (Accessed: 15 August 2026).
- Bolhuis, A. M., Grigoli, F., Kolasa, M., Meeks, R., Presbitero, A. F. and Zhang, Z. (2025) *Emerging Market Resilience: Good Luck or Good Policies?* IMF Working Paper 25/256, December. Available at: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/wp/2025/english/wpia2025256-source-pdf.pdf> (Accessed: 15 August 2026).
- Caldara, D. and Iacoviello, M. (2022) 'Measuring Geopolitical Risk', *American Economic Review*, 112(4), April, pp. 1194–1225. Available at: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20191823> (Accessed: 15 August 2026).
- Cangul, M. and Abel, W. (2026) *Reserve Adequacy in Georgia: How much is Enough?* IMF Selected Issues Paper No. 26/051, June. Available at: <https://www.imf.org/en/-/media/files/publications/selected-issues-papers/2026/english/sipea2026051.pdf> (Accessed: 15 August 2026).
- Drehmann, M., Maronoti, B. and O'Connor, A. (2023) *Global tightening, banking stress and market resilience in EMEs*. BIS Papers No. 134, April. Available at: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap134.pdf> (Accessed: 15 August 2026).
- European Central Bank (2023) *Key ECB interest rates*. Available at: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (Accessed: 10 August 2026).
- Federal Reserve (2023) *Implementation Note issued July 26, 2023*. Available at: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230726a1.htm> (Accessed: 10 August 2026).
- Fitch Ratings (2023) *Fitch Downgrades the United States' Long-Term Ratings to 'AA+' from 'AAA'; Outlook Stable*, August. Available at: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023> (Accessed: 15 August 2026).
- Food and Agriculture Organization of the United Nations (2026) *FAO Food Price Index*. Available at: <https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/en/> (Accessed: 7 August 2026).
- Institute of International Finance (IIF) (n.d.) *Capital Flows Tracker*. Available at: <https://www.iif.com/Products/Capital-Flows-Tracker> (Accessed: 20 August 2026).
- International Monetary Fund (2022) *Global Financial Stability Report: Navigating the High-Inflation Environment*. October. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2022/october/english/text.pdf> (Accessed: 15 August 2026).
- International Monetary Fund (2025) *Global Financial Stability Report: Shifting Ground beneath the Calm*. October. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2025/october/english/text.pdf> (Accessed: 10 August 2026).
- International Monetary Fund (2026) *Global Financial Stability Report: Global Financial Markets Confront the War in the Middle East and Amplification Risks*. April. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2026/april/english/text.pdf> (Accessed: 10 August 2026).
- Jordà, O. (2005) 'Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections', *American Economic Review*, 95(1), March, pp. 161–182. Available at: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/0002828053828518> (Accessed: 3 July 2026).
- Lindoso, I., Schrimpf, A., Sushko, V. and Tomov, T. (2026) *Investment funds' de facto currency risk exposure*. BIS Bulletin No. 123, April. Available at: <https://www.bis.org/publ/bisbull123.pdf> (Accessed: 3 July 2026).
- Miranda-Agrippino, S. and Rey, H. (2020) 'U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle', *The Review of*

Economic Studies, 87(6), May, pp. 2754–2776. Available at:

<https://academic.oup.com/restud/article/87/6/2754/5834728> (Accessed: 3 July 2026).

Moody's Ratings (2025) *Moody's Ratings changes United States Government of America ratings to Aa1 from Aaa; changes outlook to Stable*, May. Available at:

<https://ratings.moody's.com/ratings-news/443154> (Accessed: 3 July 2026).

Moody's Ratings (2026) *Moody's Ratings changes outlook on Georgia's rating to stable from negative, affirms Ba2 rating*, June. Available at:

https://www.moody's.com/research/Moodys-Ratings-changes-outlook-on-Georgias-rating-to-stable-from--PR_525083 (Accessed: 1 July 2026)

Rey, H. (2015) *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. NBER Working Paper No. 21162, May. Available at: <https://www.nber.org/papers/w21162> (Accessed: 29 July 2026).

S&P Global (2026) *Government of Georgia Outlook Revised To Positive On Strengthened Credit Fundamentals; 'BB/B' Ratings Affirmed*, August. Available at:

<https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/101700829> (Accessed: 8 August 2026).

Savage, S. (2026) 'Fertiliser prices tumble as traders look beyond Middle East disruption', *Financial Times*, June. Available at: <https://www.ft.com/content/e13f54a4-433c-4ab8-a70a-a38c7279de92> (Accessed: 29 July 2026).

Schwellnus, C., Haramboure, A. and Samek, L. (2023) 'Policies to strengthen the resilience of global value chains: Empirical evidence from the COVID-19 shock', *OECD Science, Technology and Industry Policy Paper*, No. 11, February. Available at:

https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/02/policies-to-strengthen-the-resilience-of-global-value-chains_e6dcc19a/fd82abd4-en.pdf (Accessed: 30 June 2026).

Triffin, R. (1978) *Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow*. Essay in International Finance No. 132, December. Princeton, New Jersey: Princeton University, International Finance Section, Department of Economics. Available at: <https://ies.princeton.edu/pdf/e132.pdf> (Accessed: 30 June 2026).

Troderman, J. (2023) *Crude oil prices increased in first-half 2022 and declined in second-half 2022*. U.S. Energy Information Administration, January. Available at:

<https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=55079> (Accessed: 30 June 2026).

მცირე და საშუალო საწარმოების დაფინანსებაზე წვდომის შეზღუდვა: თეორიული საფუძვლები, გაზომვა და სახელმწიფო ინტერვენციის იერარქია

თორნიკე კორძაია

ანოტაცია

ნაშრომი განიხილავს მცირე და საშუალო საწარმოების (მსს-ების) დაფინანსებაზე წვდომის შეზღუდვის (SME Financing Gap) თეორიულ ბუნებას და აანალიზებს მას საქართველოს მაგალითზე. ნაჩვენებია, რომ ეს შეზღუდვა არ წარმოადგენს ბაზრის დროებით გაუმართაობას, არამედ ინფორმაციული ასიმეტრიის პირობებში რაციონალური კრედიტორების ოპტიმალური ქცევით განპირობებულ მდგრად საბაზრო წონასწორობას. აქედან გამომდინარეობს მსს-ების დაფინანსებაზე შეზღუდვის გაზომვის ტრიანგულაციის საჭიროება და სახელმწიფო ინტერვენციების (ინფრასტრუქტურის განვითარება, რისკის გაზიარება და სუბსიდირება) ნორმატიული იერარქიის შესწავლა და ანალიზი. საქართველოს მონაცემები ცხადყოფს, რომ ინტერვენციათა ფაქტობრივი ფისკალური იერარქია თეორიულად სასურველისგან რამდენადმე განსხვავდება.

საკვანძო სიტყვები: საკრედიტო რაციონირება, ინფორმაციული ასიმეტრია, მსს დაფინანსება, დამატებითობა, საკრედიტო ინფრასტრუქტურა.

შესავალი

რატომ განსხვავდება მცირე ფირმის დაფინანსება მსხვილი კორპორაციის დაფინანსებისგან არა მხოლოდ მასშტაბით, არამედ ხარისხობრივადაც? პასუხი ამ კითხვაზე ფინანსური ეკონომიკის ერთ-ერთ ფუნდამენტურ პრობლემას წარმოადგენს, რომელსაც პირდაპირი პრაქტიკული მნიშვნელობით აქვს.

IFC-ის შეფასებით, განვითარებადი ქვეყნების მიკრო, მცირე და საშუალო საწარმოების დიდი ნაწილისთვის დაფინანსებაზე წვდომა სრულად ან ნაწილობრივ შეზღუდულია, ხოლო მათი დაუკმაყოფილებელი მოთხოვნა გლობალურ დონეზე ტრილიონობით აშშ დოლარით იზომება და არსებული დაკრედიტების მოცულობას მრავალჯერ აღემატება (IFC, 2017). ამასთან, ფინანსური შეზღუდვები ყველაზე მძიმედ სწორედ მცირე ფირმების ზრდაზე აისახება (Beck, Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 2005). საქართველოსთვის საკითხი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია: მოქმედი საწარმოების 99.7% მცირე და საშუალო საწარმოებია (მსს-ები), რომელზეც ბიზნეს-სექტორში დასაქმებულების 60.6% და შექმნილი დამატებული ღირებულების 52.3% მოდის (OECD, 2026).

საჯარო დისკუსიებში მსს-ების დაფინანსებაზე შეზღუდული წვდომის პრობლემა ხშირად „ძვირი კრედიტის“ საკითხამდე დაიყვანება, რომლის მოგვარების საშუალებადაც სუბსიდირება მიიჩნევა. თანამედროვე მიდგომა ამ ხედვას არსებითად აზუსტებს: თუ საკრედიტო შეზღუდვები ინფორმაციული ასიმეტრიის პირობებში წარმოქმნილი საბაზრო წონასწორობის შედეგია, მაშინ კრედიტის გაიაფება მხოლოდ სიმპტომზე მოქმედებს და არა ამ შეზღუდვების გამომწვევ მიზეზებზე. ეს საკითხი საქართველოსთვის მხოლოდ აკადემიური ინტერესის საგანი არ არის: მხოლოდ აგრო-სექტორის შეღავათიანი დაკრედიტების ფარგლებში სახელმწიფოს მიერ გადახდილმა სა-

პროცენტო თანადაფინანსებამ 2013-2025 წლებში კუმულაციურად 1.8 მლრდ ლარს მიაღწია (სოფლის განვითარების სააგენტო, 2026), თუმცა ამ ინტერვენციათა ეფექტიანობის დამოუკიდებელი შეფასება პრაქტიკულად არ არსებობს.

წინამდებარე სტატიის მთავარი დებულება ასეთია: მსს-ების დაფინანსებაზე წვდომის შეზღუდვა წონასწორობის მოვლენაა და არა ბაზრის დროებითი გაუმართაობა. სტატიის სტრუქტურა ამ თეზისის თანმიმდევრულ შემოწმებას ეფუძნება: ლიტერატურის მიმოხილვა წარმოაჩენს მის თეორიულ საფუძვლებს; ანალიტიკური ჩარჩო განიხილავს პრაქტიკულ შედეგებს, გაზომვის მეთოდოლოგიასა და ინტერვენციის იერარქიას, ხოლო ემპირიული ნაწილი საქართველოს მონაცემების საფუძველზე ამოწმებს არსებული ინტერვენციების სტრუქტურას და მას საუკეთესო პრაქტიკას ადარებს.

ლიტერატურის მიმოხილვა

მცირე და საშუალო საწარმოების დაფინანსების შესახებ ლიტერატურა ინფორმაციული ასიმეტრიის თეორიიდან იღებს სათავეს. აკერლოფის კლასიკური ანალიზის მიხედვით, ბაზრებზე, სადაც ერთი მხარე მეორეზე მეტ ინფორმაციას ფლობს, წარმოიშობა უარყოფითი შერჩევა, რომელსაც ბაზრის შევიწროება ან კოლაფსიც კი შეუძლია გამოიწვიოს. აქვე აკერლოფი აღნიშნავს, რომ ასეთი ბაზრები თავად წარმოშობს ინფორმაციული ასიმეტრიის შედეგების შემამსუბუქებელ ინსტიტუტებს, როგორიცაა გარანტიები, ბრენდის რეპუტაცია და ლიცენზირება, რომლებიც ხარისხის შესახებ ინფორმაციის სიგნალების გადაცემას ემსახურება. (Akerlof, 1970). საკრედიტო ბაზარი ამ ლოგიკის ბუნებრივი გამოვლინებაა: მსესხებელმა საკუთარი პროექტის რისკიანობის შესახებ ყოველთვის მეტი იცის, ვიდრე კრედიტორმა. სტიგლიცთან დავის თანამინტუიციამ შემდგომი განვითარება ჰპოვა: ინფორმაციული ასიმეტრიის პირობებში საკრედიტო ბაზარი შესაძლოა წონასწორობაში რაციონირების მდგომარეობაში იმყოფებოდეს. არსებობენ კრედიტუნარიანი მსესხებლები, რომლებიც მზად

არიან გადაიხადონ არსებული ან უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთი, თუმცა სესხს მაინც ვერ იღებენ, რადგან ბანკი განაკვეთის გაზრდისგან თავს შეგნებულად იკავებს — მაღალი განაკვეთი კი მსესხებელთა ჯგუფის საშუალო ხარისხის გაუარესებას იწვევს (Stiglitz and Weiss, 1981). ბერგერისა და უდელის ჩარჩო ამ საფუძველს პრაქტიკულ განზომილებას მატებს: მსს-ების დაფინანსება დამოკიდებულია დაკრედიტების ტექნოლოგიებზე, რომელთა ეფექტიანობასაც ქვეყნის საკრედიტო ინფრასტრუქტურა განსაზღვრავს. მათ შორისაა ურთიერთობებზე დაფუძნებული დაკრედიტება, რომლის დროსაც ბანკი დროთა განმავლობაში აგროვებს „რბილ“, არაფორმალურ ინფორმაციას მსესხებლის შესახებ, და ტრანზაქციული დაკრედიტება, რომელიც ანგარიშგებას, აქტივებსა და საკორინგს ეყრდნობა (Berger and Udell, 1995; 2006); მსხვილ ბანკებს კი სეგმენტის ეფექტიანი მომსახურება ტრანზაქციული ტექნოლოგიებით შეუძლიათ (de la Torre et al., 2010).

სტიგლიცისა და ვაისის შედეგი უფრო ღრმა მექანიზმს ეყრდნობა, ვიდრე უბრალოდ „ძვირი კრედიტის“ კონსტატაციაა. მოდელში ბანკის მოსალოდნელი უკუგება საპროცენტო განაკვეთის მიმართ არამონოტონურია: გარკვეულ ზღვრამდე საპროცენტო განაკვეთის ზრდა ბანკის მოსალოდნელ შემოსავალს ზრდის, თუმცა ამ ზღვრის გადალახვის შემდეგ მსესხებელთა საშუალო ხარისხის გაუარესება და უფრო რისკიანი პროექტებისკენ გადახრა ფასის ეფექტს იმდენად აჭარბებს, რომ მოსალოდნელი უკუგება მცირდება. შედეგად, კრედიტის მიწოდების მრუდი უკან იხრება (backward-bending) და წონასწორობაში დაკვირვებადი მახასიათებლებით იდენტური მსესხებლების ნაწილი სესხს იღებს, ნაწილი კი — არა, მიუხედავად იმისა, რომ უარმიღებულები მზად არიან უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთის გადასახდელად. ავტორები იმასაც აჩვენებენ, რომ უზრუნველყოფის მოთხოვნის გამკაცრება პრობლემას ავტომატურად ვერ ხსნის, რადგან მასაც შეუძლია განმცხადებელთა შემადგენლობის გაუარესება (Stiglitz and Weiss, 1981). ამავე ლოგიკის წინამორბედი აკერლოფის დაკვირვება, რომ ინფორმაციული ასიმეტრიის

ბაზრები თავად წარმოშობს მაკომპენსირებელ ინსტიტუტებს, როგორიცაა გარანტიები, ბრენდის რეპუტაცია და ლიცენზირება (Akerlof, 1970). ამ ორი დაკვირვების გაერთიანება აყალიბებს წინამდებარე სტატიის საკვანძო არგუმენტს: თუ დაფინანსების შეზღუდვა ინფორმაციული ასიმეტრიით არის განპირობებული, მისი დაძლევა, პირველ რიგში, ინფორმაციულ და ინსტიტუციურ მექანიზმებს უნდა ეფუძნებოდეს და არა საპროცენტო განაკვეთზე მოქმედ ინტერვენციებს.

ემპირიული ლიტერატურა ამ თეორიულ სურათს თანმიმდევრულად ადასტურებს. ბეკი, დემირგუჩ-კუნტი, ლაენევი და მაქსიმოვიჩი 80 ქვეყნის ათასობით ფირმის მონაცემებზე დაყრდნობით აჩვენებენ, რომ ფირმის ზომა ფინანსური შეზღუდვების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი განმსაზღვრელი ფაქტორია; დასახელებული დაბრკოლებები რეალურად აისახება ზრდის შენელებაში და ეს ეფექტი ყველაზე ძლიერია ყველაზე მცირე ფირმებისთვის; ამასთან, ფინანსური და ინსტიტუციური განვითარება ამ კავშირს ასუსტებს, საიდანაც გამომდინარეობს, რომ ინსტიტუციური რეფორმებით ყველაზე მეტს სწორედ მცირე ბიზნესი იგებს (Beck et al., 2005). ფინანსური შეზღუდვების განმსაზღვრელი ფაქტორების კვლევა ამ სურათს კიდევ უფრო აზუსტებს: დაბრკოლებებს ყველაზე ხშირად ახალგაზრდა, მცირე და ადგილობრივი კაპიტალის მქონე ფირმები აწყდებიან, ხოლო ქვეყნის დონეზე გადამწყვეტ როლს ინსტიტუციური განვითარების ხარისხი ასრულებს (Beck et al., 2006). ბრაუნმა და თანაავტორებმა აღმოსავლეთ ევროპის მონაცემებზე დაყრდნობით აჩვენეს, რომ კრედიტზე მოთხოვნის მქონე ფირმებს შორის „გულაცრუებულები“ (discouraged), რომლებიც განაცხადს საერთოდ არ აკეთებენ, ბევრად მეტია, ვიდრე უარმიღებულები (Brown et al., 2011); ამასთან, გამოკითხვებზე დაფუძნებული წინააღმდეგობის აღქმა ობიექტურ წინააღმდეგობასთან მჭიდროდ კორელირებს (Kuntchev et al., 2013).

ინტერვენციის საკითხთან დაკავშირებულ ლიტერატურაში ცენტრალური ცნება დამატებითობაა (additionality): საგარანტიო სქემები

მრავალ ათეულ ქვეყანაში ფუნქციონირებს (Beck et al., 2010), თუმცა დამატებითობის დამაჯერებელი გაზომვა იშვიათია, ხოლო სქემების პოლიტიკური მიმზიდველობა შესაძლოა ეკონომიკურ დასაბუთებას აჭარბებდეს (Honohan, 2010). საქართველოს კონტექსტში არსებული კვლევები ძირითადად მცირე ბიზნესის მხარდამჭერი სახელმწიფო პროგრამების გამჭვირვალობასა და ადმინისტრირებაზეა კონცენტრირებული (Papava, 2013).

ყურადღებას იმსახურებს ბერგერისა და უდელის კონცეპტუალური ჩარჩოს ის ნაწილი, რომელიც დაკრედიტების ტექნოლოგიების მრავალფეროვნებას ეხება. ავტორები განასხვავებენ არაერთ ტრანზაქციულ ტექნოლოგიას: ფინანსურ ანგარიშგებაზე დაფუძნებულ დაკრედიტებას, მცირე ბიზნესის საკრედიტო სკორინგს, აქტივებზე დაფუძნებულ დაკრედიტებას, ფაქტორინგსა და ლიზინგს, რომელთაგან თითოეული ინფორმაციის განსხვავებულ წყაროს ეყრდნობა და გამჭვირვალობის განსხვავებული ხარისხის მქონე ფირმებს შეესაბამება. მათი მთავარი დასკვნა ის არის, რომ ამ ტექნოლოგიების ხელმისაწვდომობა განისაზღვრება ქვეყანაში არსებული საკრედიტო ინფრასტრუქტურით: საინფორმაციო გარემოთი, სამართლებრივი და სასამართლო სისტემით, გაკოტრების რეჟიმითა და მარეგულირებელი ჩარჩოთი (Berger and Udell, 2006). შესაბამისად, სახელმწიფოსთვის ყველაზე ეფექტიანი გზა მსს-ების დაფინანსების გასაფართოებლად არის არა ცალკეული სესხების სუბსიდირება, არამედ ინფრასტრუქტურის განვითარება.

ურთიერთობებზე დაფუძნებული დაკრედიტების ემპირიულ შედეგს აფასებს ბერგერისა და უდელის ადრეული კვლევა: ბანკთან ურთიერთობის ხანგრძლივობის ზრდასთან ერთად მცირდება როგორც საპროცენტო განაკვეთი, ისე უზრუნველყოფის მოთხოვნის ალბათობა, რაც ადასტურებს, რომ დროთა განმავლობაში დაგროვილი „რბილი“ ინფორმაცია რეალურად ამცირებს ასიმეტრიას და აიაფებს კრედიტს (Berger and Udell, 1995). ეს შედეგი ქართული კონტექსტისთვისაც საგუ-

ლისხმოა: ციფრული და სკორინგული ტექნოლოგიების პარალელურად ურთიერთობებზე დაფუძნებული მოდელები კვლავ მნიშვნელოვანია იმ სეგმენტებში, სადაც არაფორმალური ინფორმაცია გადამწყვეტ როლს თამაშობს.

მსს-ების დაფინანსებაზე წვდომის ანალიტიკური ჩარჩო

საკრედიტო რაციონირების მექანიზმი ორ ძირითად არხს ეფუძნება. პირველი არის უარყოფითი შერჩევა (adverse selection): საპროცენტო განაკვეთი ერთდროულად წარმოადგენს როგორც ფასს, ისე მსესხებელთა შერჩევის მექანიზმს. მისი ზრდისას უსაფრთხო პროექტები ბაზარს ტოვებენ, მაღალრისკიანები კი რჩებიან, რადგან მათი ზარალი შეზღუდული პასუხისმგებლობით არის ლიმიტირებული. მეორე არხი არის მორალური საფრთხე (moral hazard): მაღალი საპროცენტო განაკვეთი დაფინანსებულ მსესხებლებსაც უბიძგებს უფრო რისკიანი პროექტებისკენ. ამიტომ, ჭარბი მოთხოვნის პირობებშიც კი, ბანკი განაკვეთს არ ზრდის, თუმცა ზღუდავს კრედიტის გაცემას. (Stiglitz and Weiss, 1981). ხარვეზი, ამრიგად, შესაძლოა იყოს არა წონასწორობიდან გადახრა, არამედ თავად წონასწორობა. მსს სეგმენტში რაციონირების წინაპირობები სისტემატურად მწვავეა: ანგარიშგება არასრულია, საკრედიტო ისტორია მოკლეა, ბიზნესისა და მესაკუთრის ფინანსები გადახლართულია, ხოლო მონიტორინგის ფიქსირებული დანახარჯები მცირე სესხთან შეფარდებით არაპროპორციულად მაღალია. წონასწორობის რაციონირების განმასხვავებელი ემპირიული ნიშანი ის არის, რომ დაკმაყოფილებული და უარმიღებული განმცხადებლები შესაძლოა დაკვირვებადი მახასიათებლებით იდენტიფიცირდნენ: უარი არ ნიშნავს, რომ ფირმა „ცუდია“, ის ნიშნავს, რომ ფასის მექანიზმი ბაზარს ვერ ასუფთავებს.

ამ პირობებში გირაო ორმაგ როლს ასრულებს: ერთი მხრივ, ის ასიმეტრიის შედეგებს ამცირებს, მეორე მხრივ კი ხელმისაწვდომობის დამოუკიდებელ ბარიერად იქცევა, რადგან შერჩევის კრიტერიუმში „ბიზნესია კარგია თუ არა“ ჩანაცვლდება კრიტერიუმით „აქვს

თუ არა ბიზნესს უძრავი ქონება“. დანახარჯების განზომილება პრობლემას ინდუსტრიულ-ორგანიზაციულ ხასიათსაც სძენს: ერთეულოვანი დანახარჯი მცირე სესხზე მაღალია, რაც ბანკს ინდივიდუალური ანალიზის სტანდარტიზებული ტექნოლოგიით ჩანაცვლებისკენ უბიძგებს. ტრანზაქციული ტექნოლოგიები მასშტაბის ეკონომიას საჭიროებს (Berger and Udell, 2006). სკორინგის განვითარება გირაოს ბარიერს გარდაქმნის: „წვდომის“ პრობლემა „ფასის“ პრობლემად გარდაიქმნება. მსესხებელი მიწოდების მხარის სტატისტიკაში განსაზღვრებისამებრ არ ჩანს, თუ მას განაცხადი არ შეუტანია. სწორედ ამიტომ არის პრინციპული „გულაცრუებულთა“ ფენომენი (Brown et al., 2011). შესაბამისად, გაზომვა მოითხოვს ტრიანგულაციურ მიდგომას: ბენჩმარკინგული შეფასების (IFC, 2017), ფირმის დონის გამოკითხვების (World Bank, 2023) და მიწოდების ინდიკატორების (OECD, 2026) შეჯერებას. ანალიზისათვის სასარგებლოა ფირმების კლასიფიკაცია შეზღუდვის ხარისხის მიხედვით (სრულად, ნაწილობრივ და არაშეზღუდულად), რადგან წონასწორობის რაციონირების პირობებში დაფინანსების დეფიციტის დიდი ნაწილი სწორედ შუალედურ კატეგორიაშია: ფირმა კრედიტს იღებს, მაგრამ არა იმ მოცულობით, ვადიანობით ან ვალუტით, რომელიც მის საინვესტიციო საჭიროებას შეესაბამება (Kuntchev et al., 2013). ნორმატიული შედეგის მიხედვით, ინტერვენცია გამართლებულია მხოლოდ მაშინ, თუ მისი სარგებელი აღემატება ფისკალურ დანახარჯებსა და გვერდით ეფექტებს, კერძოდ, ფასის სიგნალის დამახიჩვებას, კერძო კრედიტის ჩანაცვლებასა და სტიმულების კოროზიას (Honohan, 2010). ამ კრიტერიუმით ინტერვენციის ინსტრუმენტების იერარქია ასეთია: პირველ საფეხურზე დგას საკრედიტო ინფრასტრუქტურა (ინფორმაციის გაზიარება, მოძრავი ქონების გირავნობის მექანიზმები, გადახდისუუნარობის ეფექტიანი რეჟიმი), რომელიც საკრედიტო რაციონირების ფუნდამენტურ მიზეზებზე მოქმედებს ფისკალური დანახარჯის გარეშე; მეორე საფეხურზეა რისკის გაზიარების ინსტრუმენტები, ნაწილობრივი დაფარვისა და მათი დამატებითობის შეფასების საფუძველზე

(Beck, Klapper and Mendoza, 2010); ხოლო ბოლო საფეხურზე განთავსებულია საპროცენტო განაკვეთის სუბსიდირება, რომელიც ძირითადად სიმპტომზე მოქმედებს და რესურსების ალოკაციის სიგნალებს ამახინჯებს.

საგარანტიო ინსტრუმენტების დიზაინის შესახებ ლიტერატურა კონკრეტულ ორიენტირებასაც იძლევა: მსოფლიოში მოქმედი ნაწილობრივი საგარანტიო ფონდების უმრავლესობა სახელმწიფოს მონაწილეობითაა დაფუძნებული, ხოლო მათ ეფექტიანობას განსაზღვრავს დაფარვის კოეფიციენტი, საკომისიოს სტრუქტურა, ანაზღაურების წესები და შერჩევის კრიტერიუმები. გარანტიის დაფარვის შეზღუდული კოეფიციენტი ფუნდამენტურად მნიშვნელოვანია, რადგან ბანკს შერჩევისა და მონიტორინგის სტიმულებს უნარჩუნებს (Beck et al., 2010). ჰონოჰანი დამატებით აღნიშნავს, რომ საგარანტიო სქემების ფისკალური რისკები ხშირად მხოლოდ მოგვიანებით ვლინდება, საკომისიოები იშვიათად ასახავს რეალურ რისკს, ხოლო დამატებითობის შესახებ მტკიცებულებები, როგორც წესი, დამოუკიდებელი შეფასებით არ მოწმდება (Honohan, 2010).

ტრიანგულაციის საჭიროება უკეთ ჩანს, თუ გავითვალისწინებთ, რომ სამივე მეთოდო-

ლოგიას საკუთარი, ერთმანეთისგან განსხვავებული სისტემატური მიკერძოება ახასიათებს. ბენჩმარკინგული მიდგომა ხარვეზს ჰიპოთეტურ საუკეთესო პრაქტიკასთან შედარებით ზომავს და ამიტომ გადაჭარბებისკენ იხრება (IFC, 2017); ფირმის დონეზე ჩატარებული გამოკითხვები კი დაფინანსების შეზღუდვის მასშტაბს სისტემატურად ამცირებს, რადგან შერჩევა ძირითადად მოქმედ და შედარებით მოწიფულ ფირმებს მოიცავს (World Bank, 2023). მიწოდების მხარის ინდიკატორები ზუსტია იმის აღწერაში, რაც მოხდა, მაგრამ პრინციპულად ვერ ხედავს იმას, რაც არ მომხდარა: არც უარყოფილ და არც წარუდგენელ მოთხოვნას (OECD, 2026). შესაბამისად, სანდო დასკვნა მხოლოდ იქ არის შესაძლებელი, სადაც სამივე ლინზა ერთსა და იმავე სურათს აჩვენებს, და სწორედ ამ პრინციპს მიჰყვება მომდევნო ანალიზი.

მსს-ების დაფინანსებაზე წვდომის სტრუქტურა: საქართველოს მონაცემები

საქართველოში მცირე და საშუალო ფირმების დაფინანსების დეფიციტი არა მოცულობაში, არამედ სტრუქტურაშია ლოკალიზებული. ძირითადი მაჩვენებლები ცხრილ 1-შია შეჯამებული.

ცხრილი 1. საქართველოს მსს-ის სექტორის ძირითადი საკრედიტო მაჩვენებლები

ინდიკატორი	მნიშვნელობა	პერიოდი
მსს-ის სესხების პორტფელი	23.9 მლრდ ლარი (+12.6%)	2024
წილი ბიზნეს-სესხებში	66%	2024
საშუალო საპროცენტო განაკვეთი	10.8% (2010: 17.5%)	2024
უმოქმედო სესხები: მსს სექტორში / მთლიანად სისტემაში	5.2% / 2.5%	2024
ახალი გაცემების წილი უცხოურ ვალუტაში	დაახ. 50%	2025
ინვესტიციების დაფინანსება შიდა სახსრებით	68.6%	2023

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი (2025a); OECD (2026); World Bank (2023); GBC (2025).

როგორც ცხრილიდან ჩანს, რაოდენობრივი მაჩვენებლები ოპტიმისტურ სურათს აჩვენებს: ბიზნეს-სესხების პორტფელი მაღალი ტემპით იზრდება, მისი წილი მთლიან სასესხო პორტფელში 66%-ს შეადგენს და საერთაშორისო

შედარებით მაღალია, ხოლო საშუალო საპროცენტო განაკვეთი ბოლო თხუთმეტი წლის განმავლობაში თითქმის განახევრდა (OECD, 2026). ამავე დროს, ფირმების 98.8%-ს აქვს საბანკო ანგარიში, ხოლო დაფინანსებაზე

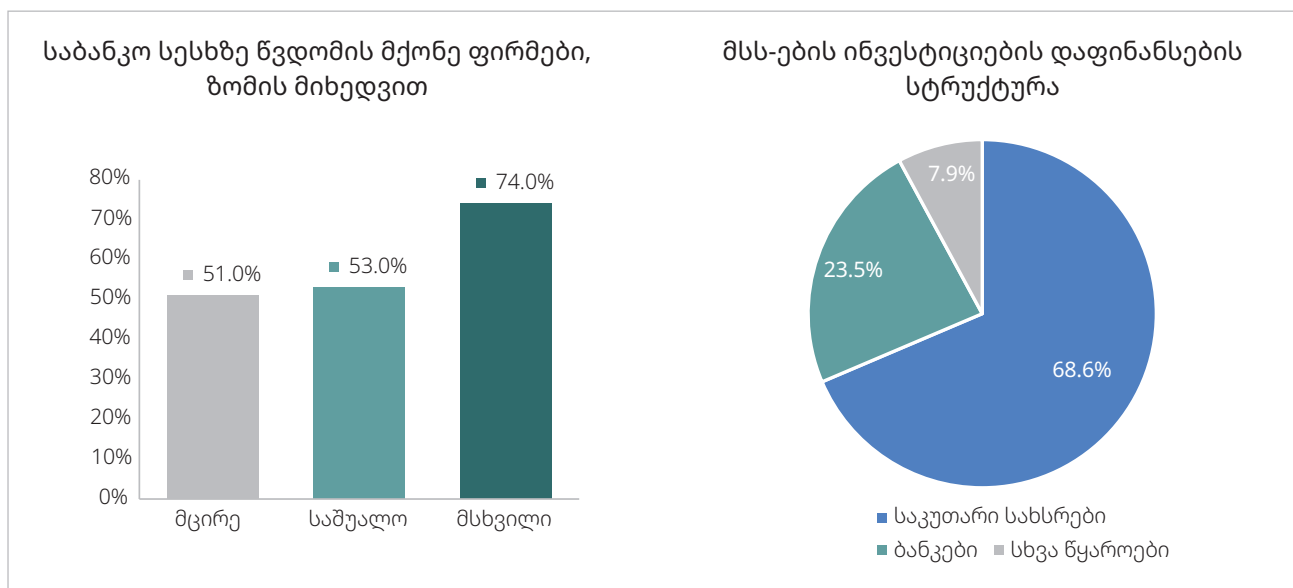
წვდომას მთავარ დაბრკოლებად მხოლოდ 16.5% ასახელებს (World Bank, 2023).

დაფინანსებაზე წვდომის უფრო დეტალური ანალიზი აჩვენებს, რომ ბანკის სესხზე წვდომა ფირმის ზომასთან ერთად იზრდება: მცირე ფირმებისთვის ეს მაჩვენებელი 51%-ს, საშუალო ზომის ფირმებისთვის 53%-ს, ხოლო მსხვილი ფირმებისთვის 74%-ს შეადგენს. ამასთან, მსს-ების ინვესტიციების 68.6% საკუთარი სახსრებით ფინანსდება, ხოლო ბანკების დაფინანსების წილი მხოლოდ 23.5%-ია. ეს იმაზე მიუთითებს, რომ მოკლევადიანი საბრუნავი კაპიტალის დაფინანსება შედარებით ხელმისაწვდომია, ხოლო გრძელვადიანი საინვესტიციო დაფინანსება კვლავ შეზღუდულია, რაც საკრედიტო რაციონირების თეორიულ მოლოდინს შეესაბამება (იხ. დიაგრამა 1). ამასთან, გამოკვლევა საერთოდ არ მოიცავს მიკრო საწარმოების სეგმენტს, ხოლო „გულაცრუებული“ მსესხებლების რეგიონული კანონზომიერება (Brown et al., 2011) მიუთითებს, რომ სესხზე უარის თქმის ოფიციალური სტატისტიკა დაფინანსების პრობლემის რეალურ მასშტაბს ვერ ასახავს. აღსანიშნავია ისიც, რომ მსს-ების საქმიანობის

ძირითადი დაბრკოლებების რანჟირებაში დაფინანსებაზე წვდომა მხოლოდ მესამე ადგილს იკავებს. მას პოლიტიკური არასტაბილურობა და კვალიფიციური სამუშაო ძალის დეფიციტი უსწრებს (World Bank, 2023).

ცალკე ინტერპრეტაციას საჭიროებს საშუალო საპროცენტო განაკვეთის თითქმის განახევრება 2010 წლის შემდეგ. ეს დინამიკა თავისთავად არ მიუთითებს მსს-ების სპეციფიკური რისკის პრემიის შემცირებაზე. იგი, ერთი მხრივ, დაკრედიტების საოპერაციო ხარჯების ოპტიმიზაციითა და ინფორმაციული ასიმეტრიის შემცირებით არის განპირობებული, ხოლო, მეორე მხრივ, ეკონომიკაში საპროცენტო განაკვეთების საერთო დონის ცვლილებასაც ასახავს. თეორიული თვალსაზრისით, გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს იმას, რომ საშუალო მაჩვენებლის გაუმჯობესების მიუხედავად, საპროცენტო განაკვეთების დისპერსია ქვესეგმენტებს შორის ნარჩუნდება. ეს კიდევ ერთხელ მიუთითებს, რომ აგრეგირებული ინდიკატორები მსს-ების დაფინანსებაზე წვდომის წონასწორული შეზღუდვების იდენტიფიცირებისთვის საკმარისი არ არის.

დიაგრამა 1. სესხზე წვდომა ფირმის ზომის მიხედვით და მსს-ების ინვესტიციების დაფინანსების სტრუქტურა საქართველოში



წყარო: World Bank (2023).

შენიშვნა: მცირე ფირმა - 5-19 დასაქმებული; საშუალო ფირმა - 20-99 დასაქმებული; მსხვილი ფირმა - 100+ დასაქმებული.

ამრიგად, ქართული მსს-ების დიდი ნაწილი ფორმალურად ინტეგრირებულია ფინანსურ სისტემაში, აქვს საბანკო ანგარიში და ხშირად სარგებლობს საბანკო კრედიტით, თუმცა, სავარაუდოდ, ვერ იღებს დაფინანსებას იმ მოცულობით, ვადიანობითა და პირობებით, რომლებიც კაპიტალური ინვესტიციების დაფინანსებისთვის არის საჭირო. შესაბამისად, სრული ფინანსური გარიყვის ნაცვლად, სავარაუდოდ, ნაწილობრივი ფინანსური შეზღუდვა დომინირებს, რაც თანხვედრაშია საკრედიტო რაციონირების წონასწორული მოდელის პროგნოზებთან (Kuntchev et al., 2013).

ფასობრივი თვალსაზრისით, პრობლემა საშუალო მაჩვენებელში კი არაა, მის დისპერსიაშია: სკორინგის ტექნოლოგიების დანერგვის შედეგად წამყვანმა ბანკებმა მცირე მოცულობის სესხებზე გირაოს მოთხოვნა მნიშვნელოვნად შეარბილეს, თუმცა რისკი, დიდწილად, საპროცენტო განაკვეთში აისახა, ხოლო საინვესტიციო მასშტაბის დაფინანსების შემთხვევაში გირაო კვლავ მნიშვნელოვან შეზღუდვად რჩება. უმოქმედო სესხების შედარებით მაღალი წილი (5.2%, სისტემურ 2.5%-თან შედარებით, 2024) რისკის პრემიას ზრდის. მიუხედავად იმისა, რომ სესხების ბაზრის დაახლოებით სამი მეოთხედი ორ ბანკზე მოდის (Lion Finance Group, 2026; TBC Bank Group, 2026), კონცენტრაცია ფართომასშტაბიან ფინანსურ გარიყვაში არ გადაზრდილა: ახალი სესხების 80–90% ციფრული არხებით გაიცემა, ხოლო მსს-ების მომსახურება ორივე ბანკში დამოუკიდებელ ბიზნესმიმართულებად არის ორგანიზებული.

ინსტიტუციური გარემოს თვალსაზრისით, აღსანიშნავია, რომ საკრედიტო ინფრასტრუქტურის ის ელემენტები, რომლებსაც თეორიული იერარქია პირველ საფეხურზე აყენებს, საქართველოში უკვე განვითარებულია ან რამდენიმე მიმართულებით აქტიურად ვითარდება. საკრედიტო ინფორმაციის სისტემა ფაქტობრივად სრული დაფარვით ფუნქციონირებს (World Bank, 2021). 2021 წლიდან მოქ-

მედებს გადახდისუნარობის განახლებული საკანონმდებლო ჩარჩო, რომელიც კრედიტორთა მოთხოვნების დაკმაყოფილების პროგნოზირებადობას ზრდის. საქართველოს ეროვნული ბანკი ნერგავს მსს-ების ერთიან ანგარიშგების ჩარჩოსა და სეგმენტურ მონაცემთა პანელს. ამასთან, ფინტექის განვითარების სტრატეგია და ღია ბანკინგის დანერგვა ქმნის საფუძველს ტრანზაქციულ მონაცემებზე დაფუძნებული საკრედიტო სკორინგისთვის, რაც ინფორმაციულ ასიმეტრიას უშუალოდ ამცირებს. გამოწვევად რჩება მოძრავ ქონებაზე გირავნობის სისტემის სრულყოფა, რაც მისაღები უზრუნველყოფის სპექტრს არსებითად გააფართოებდა.

თეორიული ჩარჩოს მიხედვით, ჩამოთვლილი ინტერვენციები საკრედიტო რაციონირების განმაპირობებელ ინფორმაციულ ფაქტორებზეა მიმართული და, პროცენტის სუბსიდირებისგან განსხვავებით, არ მოითხოვს მნიშვნელოვან ფისკალურ დანახარჯებს და არ ამახინჯებს ფასის სიგნალს. ამ სურათს წინამდებარე ანალიზისთვის ორმაგი მნიშვნელობა აქვს: ერთი მხრივ, იგი ადასტურებს, რომ პირველი საფეხურის ინსტიტუციური განვითარება საქართველოში მიმდინარეობს; მეორე მხრივ, ამ მიმართულების ღონისძიებების შედარებით დაბალი ხილვადობა კონტრასტშია სუბსიდირების პოლიტიკურად უფრო თვალსაჩინო ნაკადებთან.

სახელმწიფო მხარდაჭერის ძირითად ინსტრუმენტებს შორის ფისკალური მასშტაბით ლიდერობს აგროსექტორის შეღავათიანი დაკრედიტების პროგრამა,¹ რომელიც ძირითად მიზნად ისახავს საპროცენტო განაკვეთის სუბსიდირების გზით სესხის ღირებულების შემცირებას. 2013–2025 წლებში მის ფარგლებში დაახლოებით 7.7 მლრდ ლარის შეღავათიანი კრედიტი გაიცა, ხოლო სახელმწიფოს მიერ განხორციელებულმა პროცენტის თანადაფინანსებამ 1.8 მლრდ ლარს მიაღწია. პროგრამის ცალკეულ პერიოდებსა და ქვეკომპონენტებში მსესხებლის საპროცენტო ტვირთი 1–2%-მდეც კი

1. 2026 წლის 1 ივლისიდან შეღავათიანი აგროკრედიტის პროგრამა არსებული ფორმატით აღარ მოქმედებს და მისი ძირითადი საკრედიტო მექანიზმები ახალ „აგროთანადაფინანსების სახელმწიფო პროგრამაში“ იქნა ინტეგრირებული, რომელიც აგროსექტორის მხარდაჭერის სხვადასხვა ფინანსურ ინსტრუმენტს აერთიანებს.

შემცირდა (სოფლის განვითარების სააგენტო, 2026). აგროკრედიტის პროგრამის პარალელურად სოფლის განვითარების სააგენტო ახორციელებს პროგრამას „დანერგე მომავალი“, რომელიც ითვალისწინებს მრავალწლოვანი ბაღების, სანერგე მეურნეობების, კენკროვანი კულტურებისა და სარწყავი სისტემების თანადაფინანსებას და არ წარმოადგენს პროცენტის სუბსიდირების ინსტრუმენტს (სოფლის განვითარების სააგენტო, 2026).

საკრედიტო რაციონირების პრობლემის შემცირებას ყველაზე მეტად ემსახურება საკრედიტო-საგარანტიო სქემა, რომელსაც 2026 წლამდე პროგრამა „აწარმოე საქართველოში“ ახორციელებდა, ხოლო მისი რეორგანიზაციის შემდეგ - ახლადშექმნილი სს „საქართველოს ეკონომიკის განვითარების კორპორაცია“ (GEDC). აღნიშნული სქემა სახელმწიფოს მიერ საკრედიტო რისკის ნაწილის გაზიარებას ითვალისწინებს და ამცირებს ბანკის შესაძლო დანაკარგს, რაც, თავის მხრივ, საკმარისი უზრუნველყოფის არმქონე საწარმოებისთვის ზრდის დაკრედიტების ხელმისაწვდომობას.

სახელმწიფო საკრედიტო-საგარანტიო სქემის დიზაინი შესაბამისობაშია საერთაშორისო პრაქტიკასთან: გარანტია სესხის ძირი თანხის არაუმეტეს 80%-ს ფარავს, ხოლო თითოეული კომერციული ბანკისთვის გარანტირებული პორტფელის ლიმიტი 35%-ს შეადგენს. 2024 წელს გარანტირებული სესხების მოცულობამ 259 მლნ ლარი შეადგინა, რაც მსს-ების სესხების პორტფელის დაახლოებით 1%-ია (OECD, 2026).

„საქართველოს ეკონომიკის განვითარების კორპორაცია“ ახორციელებს აგრეთვე მიკრომეწარმეობის მხარდაჭერის პროგრამას (საქართველოს ეკონომიკის განვითარების კორპორაცია, 2026a), რომელიც კომერციული ბანკის ან მიკრობანკის მიერ გაცემული სესხის საკრედიტო გარანტიას ბიზნესდიაგნოსტიკის ტექნიკურ მხარდაჭერასთან აერთიანებს. ინტერვენციათა იერარქიის ჭრილში ეს კომბინაცია ორ განსხვავებულ, მაგრამ ურთიერთშემავსებელ მექანიზმს აერთიანებს: გარანტია საკრედიტო რისკის გაზიარებას ემსახურება, ხოლო ბიზ-

ნესდიაგნოსტიკა საწარმოს შესახებ ინფორმაციის ხარისხის გაუმჯობესებას და, შესაბამისად, ინფორმაციული ასიმეტრიის შემცირებას უწყობს ხელს. ეს მექანიზმები განსაკუთრებით რელევანტურია მიკროსეგმენტისთვის, სადაც ინფორმაციის სიმწირე და უზრუნველყოფის შეზღუდული შესაძლებლობა საკრედიტო რაციონირების მნიშვნელოვან ფაქტორებს წარმოადგენს.

კორპორაციის პროგრამებში მნიშვნელოვანი ადგილი უკავია პროგრამა „ბიზნეს უნივერსალს“, რომელიც 50 ათასიდან 10 მილიონ ლარამდე მოცულობის სესხებისა და სალიზინგო პროექტების საპროცენტო თანადაფინანსებას ითვალისწინებს, იმ პირობით, რომ დაფინანსების სულ მცირე 50% კაპიტალურ ინვესტიციებს მოხმარდება. ამასთან, პროგრამა ერთიან ჩარჩოში აქცევს საპროცენტო თანადაფინანსების, საკრედიტო გარანტიისა და საგრანტო მხარდაჭერის კომპონენტებს. გრანტის ოდენობა სესხით დაფინანსებული ხარჯის 15%-ს, ხოლო ქალი მეწარმეებისთვის 20%-ს შეადგენს და მისი მაქსიმალური ოდენობა 500 ათასი ლარია (საქართველოს ეკონომიკის განვითარების კორპორაცია, 2026b).

ფისკალური თვალსაზრისით ყველაზე მცირე მასშტაბი აქვს საქართველოს ინოვაციებისა და ტექნოლოგიების სააგენტოს (GITA) ადრეული ეტაპის ტექნოლოგიური ფირმებისთვის განკუთვნილ საგრანტო პროგრამას, რომლის სამიზნე სეგმენტისთვის საბანკო დაფინანსება, როგორც წესი, ნაკლებად ხელმისაწვდომია (GITA, 2026).

ინსტრუმენტული თვალსაზრისით, ჩამოთვლილი პროგრამები ორ ძირითად ჯგუფად იყოფა: ფასობრივ ინსტრუმენტებად, რომლებიც კრედიტის ღირებულებას ამცირებს, და პირდაპირი ფინანსური მხარდაჭერის ინსტრუმენტებად, რომლებიც საინვესტიციო დანახარჯების ნაწილს აფინანსებს. ორივე ჯგუფი თეორიული იერარქიის შედარებით ქვედა საფეხურებს მიეკუთვნება, რადგან ინტერვენცია მიმართულია კრედიტის ფასზე ან საინვესტიციო დანახარჯზე და არა ინფორმაციული ასიმეტრიის უშუალო შემცირებაზე.

ამასთან, ემპირიული ანალიზი კიდევ ორ მნიშვნელოვან გარემოებას ავლენს. პირველი არის მიკროსეგმენტის ხარისხობრივი ფინანსური გარიყულობა: მიკრობიზნესი ხშირად იღებს კრედიტს, თუმცა უმეტესად სამომხმარებლო პროდუქტების ფორმით, სამომხმარებლო საპროცენტო პირობებით და ბიზნესის საკრედიტო სტატისტიკის მიღმა, რაც შეიძლება ფინანსური ურთიერთობების „კონსუმერისაციად“ შეფასდეს.² მეორე გარემოებაა საპროცენტო განაკვეთების დისპერსიის შენარჩუნება.

შედეგების განხილვა: არსებული და სასურველი იერარქია

საქართველოში მსს-ების დაფინანსებაზე წვდომის შეზღუდვა მოცულობით ინდიკატორებში არ ჩანს, თუმცა შესაძლოა დაფინანსების სტრუქტურასა და პირობებში იყოს ლოკალიზებული. ფინანსური მხარდაჭერის ყველაზე დიდი ნაწილი სუბსიდირებაზე მოდის, რომლის ეფექტიანობასთან დაკავშირებით ეკონომიკურ ლიტერატურაში არაერთი კრიტიკული მოსაზრება არსებობს. სუბსიდირების შედეგად მნიშვნელოვნად შემცირებული საბოლოო საპროცენტო განაკვეთი ასუსტებს ფასის, როგორც რესურსების ეფექტიანი განაწილების სიგნალის, როლს. გაცილებით ნაკლები დაფინანსება აქვთ რისკის გაზიარების მექანიზმებს, ასევე მცირე ინფრასტრუქტურულ და ადრეული ეტაპის განვითარების მხარდამჭერ ინსტრუმენტებს. ამასთან, არსებობს ცალკეული პროგრამების შედეგების გარე შეფასებები, მათ შორის, GI-TA-ს მიერ განხორციელებული საქართველოს ეროვნული ინოვაციების ეკოსისტემის პროექტის (GENIE) შეფასება. თუმცა, დამატებითობის კონტრაფაქტობრივი შეფასება, რომელიც დაადგენდა, მხარდაჭერილი დაფინანსების რა ნაწილი არ გაიცემოდა სახელმწიფო ჩარევის გარეშე, ამ ინსტრუმენტებისთვის საჯაროდ ხელმისაწვდომი არ არის. (World Bank IEG, 2024). ამიტომ ჰონოჰანის (Honohan, 2010) კრიტიკა სრულად რელევანტურია.

სუბსიდირება მაღალი ხილვადობით გამოირჩევა, მაშინ როდესაც ინფრასტრუქტურული ინვესტიციები შედარებით ნელი და ნაკლებად თვალსაჩინოა, რაც პოლიტიკური ეკონომიის კლასიკურ ასიმეტრიას ასახავს. არგუმენტს, რომ სუბსიდირება გამართლებულია, რადგან მსს-ებისთვის კრედიტის ფასი „ობიექტურად მაღალია“, წონასწორული ანალიზი ორ ძირითად კონტრაგუმენტს უპირისპირებს. პირველი, თუ მაღალი საპროცენტო განაკვეთი მაღალი მოსალოდნელი ბარალის რაციონალური ანარეკლია (რასაც სეგმენტში უმოქმედო სესხების ორჯერ მაღალი წილიც ადასტურებს), მისი ადმინისტრაციული შემცირება რისკს არ ამცირებს, მხოლოდ გადასახადის გადამხდელზე გადაანაწილებს და ბაზრის რისკზე დაფუძნებულ შერჩევის მექანიზმს ასუსტებს. მეორე, მუდმივმოქმედი სუბსიდია ეკონომიკური აგენტების მოლოდინებს ცვლის: მსესხებლები სუბსიდირებულ განაკვეთს „ნორმად“ აღიქვამენ, რაც დროთა განმავლობაში არასუბსიდირებული საკრედიტო ბაზრის განვითარებას აფერხებს. ამავდროულად, ბაზრის დეფიციტის გამომწვევ ფაქტორებზე მოქმედი მექანიზმები უკვე ვითარდება: ღია ბანკინგი და ტრანზაქციულ მონაცემებზე დაფუძნებული საკრედიტო სკორინგი (სებ, 2025b) მიკროსეგმენტში ინფორმაციულ ასიმეტრიას ამცირებს.

სხვადასხვა სეგმენტში გადამწყვეტი შეზღუდვები განსხვავებულია. მიკროსეგმენტში მთავარი პრობლემა ინფორმაციული ასიმეტრიაა, ამიტომ ყველაზე მაღალი უკუგება ინფორმაციული ინფრასტრუქტურის განვითარებას აქვს. მცირე საწარმოებისთვის ცენტრალურ ბარიერს საინვესტიციო დაფინანსების უზრუნველყოფა წარმოადგენს, რასაც მოძრავ ქონებაზე გირავნობის ეფექტიანი სამართლებრივი ჩარჩო და საკრედიტო საგარანტიო მექანიზმები პასუხობს. საშუალო საწარმოებისთვის კი ძირითადი გამოწვევა ფინანსური რესურსის ფასი და დაკრედიტების პირობებია, სადაც გადამწყვეტ როლს

2. მიკრობიზნესის დაფინანსების სამომხმარებლო სეგმენტში გადანაცვლება.

კონკურენცია და საბაზრო ინსტრუმენტები ასრულებს. შესაბამისად, ინტერვენციების პორტფელი ისე უნდა დიფერენცირდეს, რომ თითოეული ინსტრუმენტი იმ შეზღუდვაზე იყოს მიმართული, რომლის დაძლევისაც ის ემსახურება.

პროგრამული ლანდშაფტის სრული სურათის გასაანალიზებლად კიდევ ორ მნიშვნელოვან გარემოებას უნდა მივაქციოთ ყურადღება. პირველი ფრაგმენტაციაა: ინსტრუმენტები სხვადასხვა უწყებებს შორის არის გადანაწილებული, განსხვავებული კრიტერიუმებით, ლიმიტებითა და ანგარიშგების წესებით, რაც ბენეფიციარებისთვის ნავიგაციას ართულებს, ხოლო სახელმწიფოსთვის ერთიანი ფისკალური და შედეგობრივი აღრიცხვის წარმოების ხარჯს ზრდის. მეორე ჰიბრიდიზაციაა: პროგრამები, რომლებიც ერთდროულად აერთიანებს საპროცენტო განაკვეთის თანადაფინანსებას, საგარანტიო მექანიზმსა და გრანტს, დამატებითობის შეფასებას თითქმის შეუძლებელს ხდის, რადგან ძალიან რთულდება იმის დადგენა, თუ რომელმა კომპონენტმა განაპირობა სესხის გაცემა და რომელი იქცა მხოლოდ ტრანსფერად იმ მსესხებლისთვის, რომელიც სესხს სახელმწიფო მხარდაჭერის გარეშეც მიიღებდა. თეორიული ჩარჩოს მიხედვით, ინსტრუმენტების სიმრავლე თავისთავად პოლიტიკის ხარისხის მაჩვენებელი არ არის. პირიქით, რაც უფრო მეტი ფასისმიერი და სატრანსფერო კომპონენტი ემატება ინტერვენციების პორტფელს დამა-

ტებითობის შეფასების გარეშე, მით უფრო შორდება ფაქტობრივი სტრუქტურა ნორმატიულ იერარქიას.

დასკვნა

მსს-ების დაფინანსებაზე წვდომის შეზღუდვა წონასწორული მოვლენაა: ინფორმაციული ასიმეტრიის პირობებში იგი რაციონალური კრედიტორების ოპტიმალური ქცევის მდგრადი შედეგია. შესაბამისად, დეფიციტის გამომწვევ სტრუქტურულ ფაქტორებში უნდა ვეძებოთ, ხოლო სახელმწიფო ინტერვენცია სწორედ ამ მიზეზებზე უნდა იყოს მიმართული. ინტერვენცია, რომელიც ამცირებს ინფორმაციულ ასიმეტრიას ან კრედიტორის მოსალოდნელ ბარალს, ეკონომიკური ეფექტიანობის თვალსაზრისით უპირატესია ინტერვენციასთან შედარებით, რომელიც მხოლოდ კრედიტის ფასს ამცირებს. სწორედ ამ პრინციპს არღვევს საქართველოში მოქმედი ინტერვენციების იერარქია.

პრაქტიკული პოლიტიკის პრიორიტეტები ამგვარად შეიძლება შეჯამდეს: (1) საკრედიტო ინფრასტრუქტურის გაძლიერება, მათ შორის მოძრავ ქონებაზე გირავნობის სისტემის, გადახდისუნარიანობის რეჟიმის, სეგმენტური სტატისტიკის რეგულარული გამოქვეყნებისა და ღია ბანკინგის შემდგომი განვითარება; (2) საგარანტიო სქემის მასშტაბირება, დამატებითობის დამოუკიდებელი შეფასების პარალელურად; და (3) საპროცენტო სუბსიდირების ეტაპობრივი შემცირება.

გამოყენებული ლიტერატურა

- თიბისი ბანკი (2026) *ბიზნეს სესხი: პროდუქტის პირობები*. ხელმისაწვდომია:
<https://tcbbank.ge/ka/business/financing/business-loans/business-loan> (წვდომა: 21 ივლისი 2026).
- საქართველოს ეკონომიკის განვითარების კორპორაცია (2026a) *მიკრომენარმეობის მხარდაჭერის პროგრამა*. ხელმისაწვდომია:
<https://www.enterprisegeorgia.gov.ge/ka/Business-Development> (წვდომა: 28 ივლისი 2026).
- საქართველოს ეკონომიკის განვითარების კორპორაცია (2026b) *სახელმწიფო პროგრამა „ბიზნეს უნივერსალი“*. ხელმისაწვდომია:
<https://www.enterprisegeorgia.gov.ge/ka/Business-Development/Business-Universal> (წვდომა: 28 ივლისი 2026).
- საქართველოს ეროვნული ბანკი (2025a) *სტატისტიკური მონაცემები: საბანკო სექტორი, სესხები და დეპოზიტები*. ხელმისაწვდომია:
<https://nbg.gov.ge/statistics/statistics-data> (წვდომა: 21 ივლისი 2026).
- საქართველოს ეროვნული ბანკი (2025b) *ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში*. ხელმისაწვდომია:
<https://nbg.gov.ge/en/publications/financial-stability-reports> (წვდომა: 21 ივლისი 2026).
- საქართველოს ინოვაციების და ტექნოლოგიების სააგენტო (GITA) (2026) *პროგრამები და სერვისები*. ხელმისაწვდომია: <https://gita.gov.ge> (წვდომა: 21 ივლისი 2026).
- სოფლის განვითარების სააგენტო (2026a) *პროექტი „დანერგე მომავალი“*. ხელმისაწვდომია:
<https://rda.gov.ge/programs/305853-danerge-momavali/6fa5bcbe-908c-424c-819c-41e82d6a3769/> (წვდომა: 21 ივლისი 2026).
- სოფლის განვითარების სააგენტო (2026b) *პროექტი „შელავათიანი აგროკრედიტი“*. ხელმისაწვდომია:
<https://rda.gov.ge/programs/095624-sheghavatiani-agrokredit/2d5150e2-9429-4a9a-b93c-2f39bad96b86/> (წვდომა: 21 ივლისი 2026).
- Akerlof, G.A. (1970) 'The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism', *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488–500. Available at:
[https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA549_Fall%202018/Session%205/5_Akerlof%20\(1970\).pdf](https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA549_Fall%202018/Session%205/5_Akerlof%20(1970).pdf) (Accessed: 21 July 2026)
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2005) 'Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter?', *Journal of Finance*, 60(1), pp. 137–177. Available at:
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x> (Accessed: 21 July 2026)
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L. and Maksimovic, V. (2006) 'The determinants of financing obstacles', *Journal of International Money and Finance*, 25(6), pp. 932–952. Available at:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0261560606000520> (Accessed: 21 July 2026)
- Beck, T., Klapper, L.F. and Mendoza, J.C. (2010) 'The typology of partial credit guarantee funds around the world', *Journal of Financial Stability*, 6(1), pp. 10–25. Available at:
<https://www.aph.gov.au/DocumentStore.ashx?id=567c949b-bbb9-4a7e-9a20-67125ea7c0bb> (Accessed: 21 July 2026)
- Berger, A.N. and Udell, G.F. (1995) 'Relationship lending and lines of credit in small firm finance', *Journal of Business*, 68(3), pp. 351–381. Available at:
<https://archive.nyu.edu/handle/2451/27183?mode=full> (Accessed: 21 July 2026)
- Berger, A.N. and Udell, G.F. (2006) 'A more complete conceptual framework for SME finance', *Journal of Banking & Finance*, 30(11), pp. 2945–2966. Available at:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=874825 (Accessed: 21 July 2026)
- Brown, M., Ongena, S., Popov, A. and Yeşin, P. (2011) 'Who needs credit and who gets credit in Eastern Europe?', *Economic Policy*, 26(65), pp. 93–130. Available at:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1421.pdf> (Accessed: 21 July 2026)

de la Torre, A., Martínez Pería, M.S. and Schmukler, S.L. (2010) 'Bank involvement with SMEs: Beyond relationship lending', *Journal of Banking & Finance*, 34(9), pp. 2280–2293. Available at: <https://scispace.com/pdf/bank-involvement-with-smes-beyond-relationship-lending-5ejfrbqlst.pdf> (Accessed: 21 July 2026)

Georgian Business Consulting (GBC) (2025) 'Business loan growth slowed down'. Available at: <https://www.gbc.ge/en/news/finance/business-loan-growth-slowed-down> (Accessed: 21 July 2026).

Honohan, P. (2010) 'Partial credit guarantees: Principles and practice', *Journal of Financial Stability*, 6(1), pp. 1–9. Available at: <https://www.tcd.ie/triss/assets/PDFs/iiis/iiisdp244.pdf> (Accessed: 21 July 2026)

IFC (2017) *MSME Finance Gap*. Washington, DC: International Finance Corporation. Available at: https://www.smefinanceforum.org/sites/default/files/Data%20Sites%20downloads/IFC%20Report_MAIN%20Final%203%2025.pdf (Accessed: 21 July 2026)

Kuntchev, V., Ramalho, R., Rodríguez-Meza, J. and Yang, J.S. (2013) *What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?* World Bank Policy Research Working Paper No. 6670. Washington, DC: World Bank. Available at: https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ws_surveydata/Session_3paper_Rodriguez_Mesa.pdf?dc3e120720dcc2b8adcf5baebfcf707 (Accessed: 21 July 2026)

Lion Finance Group PLC (2026) *1Q26 Results Announcement*. London: Lion Finance Group PLC. Available at: <https://ramad.bog.ge/s3/BogGroup/41dDFjZ5-Lion-Finance-Group-1Q26-Results.pdf> (Accessed: 21 July 2026)

OECD (2026) *Financing SMEs and Entrepreneurs 2026: An OECD Scoreboard*. Paris: OECD Publishing. Available at: https://www.oecd.org/en/publications/financing-smes-and-entrepreneurs-2026_075d8058-en/full-report.html (Accessed: 21 July 2026)

Papava, V. (2013) *Economic Reforms in Post-Communist Georgia: Twenty Years After*. New York: Nova Science Publishers. Available at: https://www.researchgate.net/publication/289294331_Economic_reforms_in_post-communist_Georgia_Twenty_years_after (Accessed: 21 July 2026)

Stiglitz, J.E. and Weiss, A. (1981) 'Credit rationing in markets with imperfect information', *American Economic Review*, 71(3), pp. 393–410. Available at: <https://pages.ucsd.edu/~aronatas/project/academic/Stiglitz%20credit.pdf> (Accessed: 21 July 2026)

TBC Bank Group PLC (2026) *1Q 2026 Results Report*. London: TBC Bank Group PLC. Available at: <https://tbcbankgroup.com/news-media/press-releases/7bfe344b-16ca-4257-9af1-e73b051e7859> (Accessed: 21 July 2026)

World Bank (2021) *Georgia: Financial Sector Assessment Program (FSAP)*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/099840303012222333/> (Accessed: 21 July 2026).

World Bank (2023) *Enterprise Surveys: Georgia 2023 Country Profile*. Washington, DC: World Bank Group. Available at: <https://www.enterprisesurveys.org/content/dam/enterprisesurveys/documents/country/Georgia-2023.pdf> (Accessed: 21 July 2026)

World Bank Independent Evaluation Group (2024) *Implementation Completion Report (ICR) Review: GENIE Project (P152441)*. Report No. ICRR0023873. Washington, DC: World Bank.

საკრედიტო დერივატივები და სექიურიტიზაცია: სტრუქტურირებული ფინანსების ინსტრუმენტები, როგორც დაფინანსების ალტერნატიული არხი საქართველოსთვის

ლევან სურგულაძე

ანოტაცია

წინამდებარე ნაშრომში სტრუქტურირებული ფინანსების ინსტრუმენტები განხილულია, როგორც შესაფერისი აქტივების ან პროგნოზირებადი ფულადი ნაკადების მექანიზმები ქართული კომპანიების, ფინანსური ინსტიტუტებისა და საჯარო სექტორის სუბიექტებისთვის დაფინანსების ეფექტიანი არხი. ნაშრომი განმარტავს, თუ როგორ გარდაქმნის „ნამდვილი გაყიდვა“, აქტივების იზოლირება, ტრანშირება და საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესება საბაზისო პორტფელს განსხვავებული რისკისა და შემოსავლიანობის პროფილის მექანიზმები ქალაქდებად და ამით აფართოებს ადგილობრივ და საერთაშორისო ინვესტორთა წრეს.

წინა ნაშრომებში განვითარებულ პორტფელის საკრედიტო რისკის მეთოდოლოგიაზე დაყრდნობით, კვლევაში წარმოდგენილია სექიურიტიზაციის ტრანშების შეფასების მიდგომა და გაანალიზებულია დაფინანსების ეკონომიკური ასპექტები, საქართველოს სამართლებრივი ჩარჩო, 2008 წლის სს „აუტო ფაინენსის“ ტრანზაქცია და სატელეკომუნიკაციო მომსახურებიდან წარმოშობილ მისაღებ თანხებზე დაფუძნებული თანამედროვე საილუსტრაციო სტრუქტურა. ანალიზი აჩვენებს იმ მექანიზმებს, რომელთა საშუალებითაც სათანადოდ სტრუქტურირებული სექიურიტიზაცია უზრუნველყოფს უფრო

გრძელვადიან კაპიტალზე წვდომას, აფართოებს ინვესტორთა ბაზას და კომპანიის მთლიან რისკზე დაფუძნებულ არაუზრუნველყოფილ დაფინანსებასთან შედარებით ამცირებს დაფინანსების ღირებულებას.

საკვანძო სიტყვები: სექიურიტიზაცია, სტრუქტურირებული ფინანსები, აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები, კოლატერალიზებული საკრედიტო ვალდებულებები, კოლატერალიზებული სასესხო ვალდებულებები, საკრედიტო რისკზე მიბმული ნოტები, საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესება, სპეციალური დანიშნულების სანარმო, ნამდვილი გაყიდვა, მონტე-კარლოს სიმულაცია, დაფინანსება, საქართველო.

შესავალი

დივერსიფიცირებულ და გრძელვადიან დაფინანსებაზე წვდომა კაპიტალტევადი პროექტების განვითარების მნიშვნელოვანი წინაპირობაა. კონვენციური საბანკო დაკრედიტება და არაუზრუნველყოფილი ობლიგაციების ემისია ყოველთვის ვერ უზრუნველყოფს დაფინანსების ეფექტიან ან საკმარისად დივერსიფიცირებულ ბაზას. მსგავსი დაფინანსების ღირებულება და ხელმისაწვდომობა პირდაპირ არის განპირობებული დაფინანსების მიმღები სუბიექტის საკრედიტო ხარისხით, მაშინ როდესაც პო-

ტენციური ინვესტორები ხასიათდებიან რისკ-შემოსავლიანობისადმი განსხვავებული მოთხოვნებით, განსხვავებული საინვესტიციო პორიზონტითა და მარეგულირებელი შეზღუდვებით. სტრუქტურირებული ფინანსები ალტერნატიულ მიდგომას გვთავაზობს, რომელიც დაფინანსებას უშუალოდ აკავშირებს იდენტიფიცირებადი აქტივების ან პორტფელის ხარისხსა და ფულადი ნაკადების გენერირების უნართან (Fabozzi and Kothari, 2008).

სექიურიტიზაცია აქტივების, ფულადი მოთხოვნებისა თუ სხვა პროგნოზირებადი ფულადი ნაკადების პორტფელს ინვესტორებისთვის განკუთვნილ ფასიან ქაღალდებად გარდაქმნის (Fabozzi and Kothari, 2008; Jobst, 2008). ტრანშირების, საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესებისა და ტრანზაქციის პირობებით განსაზღვრული ფულადი ნაკადებისა და დანაკარგების განაწილების მეშვეობით, ერთი და იგივე საბაზისო პორტფელი შეიძლება გახდეს არსებითად განსხვავებული რისკისა და შემოსავლიანობის პროფილის მქონე ფასიანი ქაღალდების შექმნის საფუძველი. შესაბამისად, ინვესტორთა ბაზის გაფართოება მიიღწევა არა იდენტური პრეფერენციების ძიებით, არამედ დიფერენცირებულ რისკ-აპეტიტზე მორგებულ ფასიან ქაღალდებად ტრანსფორმაციით. სენიორი ფასიანი ქაღალდები შეიძლება შესაფერისი იყოს კონსერვატიული ინსტიტუციური ინვესტორებისთვის, მაღალშემოსავლიანი სუბორდინირებული ტრანშები — უფრო მაღალი რისკის ალების მსურველი ინვესტორებისთვის, ხოლო აქტივების წარმომქმნელ სუბიექტს (ორიგინატორს) შეუძლია შეინარჩუნოს წილობრივი, ანუ პირველი დანაკარგის ტრანში და შესაბამისი ნარჩენი შემოსავალი. ამასთან, გარე გარანტიებსა და საკრედიტო დაცვის სხვა მექანიზმებს შეუძლია დამატებით შეცვალოს რისკის პროფილი და უზრუნველყოს იმ ინვესტორთა მოზიდვა, რომლებიც სხვა პირობებში მსგავს ექსპოზიციას ვერ ან აღებდნენ (Fabozzi and Kothari, 2008).

ეს მექანიზმი საქართველოსთვისაც პოტენცი-

ურად უმნიშვნელოვანესია. კომპანიებსა და ფინანსურ ინსტიტუტებს ხშირად გააჩნიათ სასესხო აქტივების, სალიზინგო და ვაჭრობიდან მისაღები თანხების ან ფულადი ნაკადების წარმომქმნელი სხვა აქტივების პორტფელები, ხოლო საჯარო სექტორის სუბიექტები და ინფრასტრუქტურული კომპანიები შედარებით პროგნოზირებად მომავალ ფულად ნაკადებს ქმნიან. შესაბამისი ექსპოზიციების ინვესტირებად ფასიან ქაღალდებად გარდაქმნას შეუძლია დაფინანსების წყაროების დივერსიფიკაცია და ადგილობრივ თუ საერთაშორისო პორტფელურ კაპიტალზე წვდომის უზრუნველყოფა ისე, რომ ინვესტორებს აქტივების წარმომქმნელი სუბიექტის მთლიანი, არადიფერენცირებული საკრედიტო რისკის აღება არ დასჭირდეთ. საქართველოს ახლად ჩამოყალიბებული სექიურიტიზაციის სამართლებრივი ჩარჩო ამგვარი ტრანზაქციების განვითარების მყარ ნორმატიულ საფუძველს ქმნის (საქართველოს პარლამენტი, 2023). აღნიშნული ჩარჩო საშუალებას იძლევა, საბაზისო აქტივებთან დაკავშირებული საკრედიტო რისკი გადაიცივს აქტივების გასხვისებით ან რისკის ალების სხვა ფორმებით, მათ შორის დერივატივების გამოყენებით, და ითვალისწინებს სექიურიტიზაციის განხორციელებას ტრანშირების მეშვეობით (საქართველოს პარლამენტი, 2023). თუმცა, ამგვარი ტრანზაქციების პრაქტიკული რეალიზაცია მოითხოვს აქტივების სათანადო შერჩევას, სამართლებრივ განცალკევებას, მომსახურებას, რისკის შეფასებას, საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესებას, ფასწარმოქმნასა და ინვესტორთა დაცვას.

წინამდებარე ნაშრომი ასრულებს ავტორის საკრედიტო დერივატივებისა და სექიურიტიზაციისადმი მიძღვნილ ნაშრომთა ციკლს. წინა პუბლიკაციებში განხილული იყო ერთსახელიანი საკრედიტო ინსტრუმენტები, შემდგომ კი ანალიზი გავრცელდა მრავალსახელიან საკრედიტო ინსტრუმენტებზე, კორელირებულ დეფოლტებზე, პორტფელის დანაკარგების განაწილებაზე, ტრანშირებასა და სამართლიანი სპრედების

შეფასებაზე (სურგულაძე, 2026a; სურგულაძე, 2026b). წინამდებარე კვლევა აღნიშნულ ანალიტიკურ ჩარჩოს სტრუქტურირებული ფინანსების ტრანზაქციებზე ავრცელებს. ნაშრომში განხილულია სექტორული პოლიტიკის ძირითადი ინსტრუმენტები და სტრუქტურები, მათ შორის კონვენციური და სინთეტიკური ფორმები, აგრეთვე საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების შიდა და გარე მექანიზმები და მათი როლი რისკის აქტივების წარმომქმნელ ინსტიტუტებს, ინვესტორებსა და საკრედიტო დაცვის მიმწოდებლებს შორის განაწილებაში.

შემდეგ, ეს ჩარჩო გამოყენებულია სექტორული პოლიტიკის პრაქტიკული სტრუქტურირებისა და ეკონომიკური ეფექტიანობის გასაანალიზებლად. განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა მექანიზმებს, რომელთა მეშვეობითაც აქტივების იზოლირება, ტრანშირება და საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესება აფართოებს ინვესტორთა ბაზას, გარდაქმნის დაფინანსების ვადიანობას და ამცირებს დაფინანსების საშუალო შეწონილი ღირებულებას. ანალიზში განხილულია საქართველოს მოქმედი სამართლებრივი ჩარჩო, 2008 წლის სს „აუტო ფაინანსის“ ტრანზაქცია და სატელეკომუნიკაციო მომსახურებიდან წარმოშობილ მისაღებ თანხებზე დაფუძნებული თანამედროვე საილუსტრაციო სტრუქტურა. ასევე გაანალიზებულია ტრანშების შეფასება, აგრეთვე საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების შიდა და გარე მექანიზმები, სარეიტინგო არბიტრაჟი და გლობალური ფინანსური კრიზისის გავლენიანობა; გარდა ამისა, იდენტიფიცირებულია პრაქტიკული გამოყენების პოტენციური სფეროები ფინანსური ინსტიტუტებისთვის, კერძო კომპანიებისთვის, ინფრასტრუქტურული პროექტებისა და საჯარო სექტორის საწარმოებისთვის.

სექტორული პოლიტიკის ეკონომიკური ლოგიკა და ძირითადი ინსტრუმენტები

სექტორული პოლიტიკის ეკონომიკური ლოგიკა

სექტორული პოლიტიკის ძირითადი ეკონომიკური საფუძველი ის არის, რომ ცალკეული აქტივების

საკრედიტო ხარისხი და ფულადი ნაკადების გენერირების უნარი შეიძლება არსებითად განსხვავდებოდეს მათი მფლობელი სუბიექტის საერთო საკრედიტო ხარისხისა და დაფინანსების მოზიდვის შესაძლებლობისგან. კომპანიას, ფინანსურ ინსტიტუტს ან საჯარო სექტორის სუბიექტს შეიძლება ჰქონდეს სასესხო აქტივები, მისაღები თანხები ან პროგნოზირებადი ფულადი ნაკადების წარმომქმნელი სხვა აქტივები, მაშინ როდესაც კონვენციური არაუზრუნველყოფილი დაფინანსების მოზიდვის შესაძლებლობა შეზღუდულია მისი საკრედიტო ხარისხით, საბალანსო სტრუქტურით, დაფინანსების წყაროების კონცენტრაციით ან პოტენციური ინვესტორების რისკის ლიმიტებით. სექტორული პოლიტიკა ქმნის მექანიზმს, რომელიც დაფინანსებას უფრო უშუალოდ აკავშირებს კონკრეტულ აქტივებსა და მათ მიერ გენერირებულ ფულად ნაკადებთან (Fabozzi and Kothari, 2008; Jobst, 2008).

საბაზისო პორტფელის ფულადი ნაკადების პრიორიტეტული განაწილებისა და ტრანშების სუბორდინაციის მეშვეობით, სექტორული პოლიტიკა ერთი და იმავე აქტივების პორტფელიდან განსხვავებული საკრედიტო ხარისხისა და რისკ-შემოსავლიანობის პროფილის მქონე ფასიან ქაღალდებს ქმნის. სენიორი ტრანშები პორტფელის ფულადი ნაკადებიდან გადახდებს პირველ რიგში იღებენ. თუ ხელმისაწვდომი ფულადი ნაკადები ყველა ტრანშის მოთხოვნების სრულად დასაკმაყოფილებლად საკმარისი არ არის, წარმოქმნილი დეფიციტი თავდაპირველად წილობრივ, ანუ პირველი დანაკარგის, ტრანშს ეკისრება და მხოლოდ მისი ამოწურვის შემდეგ გადადის მეზანინ და უფრო სენიორ ტრანშებზე. ეს საშუალებას აძლევს შედარებით კონსერვატიულ, შუალედური რისკის მიმღებ და უფრო მაღალი შემოსავლიანობის მაძიებელ ინვესტორებს, თავიანთი საინვესტიციო მიზნებისა და რისკის შეზღუდვების შესაბამისად, ერთი და იმავე დაფინანსების სტრუქტურის სხვადასხვა ნაწილში მიიღონ მონაწილეობა. ამგვარად, ერთი და იმავე პორტფელის რისკი ინვესტორებს განსხვავებული საკრედიტო ხარისხისა და შემოსავლიანობის მქონე ფასიანი ქაღალდების საშუალებით მიეწოდება.

აქტივების წარმომქმნელ კომპანიას შეუძლია შეინარჩუნოს წილობრივი, ანუ პირველი დანაკარგის, ტრანში. ასეთი შენარჩუნება აუმჯობესებს უფრო სენიორი ფასიანი ქაღალდების საკრედიტო ხარისხს, ორიგინატორს უნარჩუნებს ეკონომიკურ ინტერესს საბაზისო აქტივების შედეგების მიმართ და შესაძლოა მას მისცეს ნარჩენი შემოსავლის მიღების შესაძლებლობა, რომელიც ტრანზაქციის პირობებით გათვალისწინებული გადახდების, ხარჯებისა და საკრედიტო დანაკარგების დაფარვის შემდეგ რჩება. შესაბამისად, სექურიტიზაცია ყოველთვის არ გულისხმობს საბაზისო საკრედიტო რისკის მთლიანად გადაცემას. იგი ორიგინატორს საშუალებას აძლევს განსაზღვროს, რისკის რომელი შრეები შეინარჩუნოს და რომელი გადასცეს ინვესტორებს.

აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები

კონვენციური სექურიტიზაციისას სასესხო აქტივების, მისაღები თანხების ან ფულადი ნაკადების წარმომქმნელი სხვა აქტივების პორტფელი გადაეცემა სპეციალური დანიშნულების საწარმოს (SPV), რომელიც პორტფელის შეძენას ფასიანი ქაღალდების გამოშვებითა და ინვესტორებისთვის მიყიდვით აფინანსებს. შემდგომში საბაზისო აქტივებიდან მიღებული ფულადი ნაკადები ამ ფასიანი ქაღალდების მომსახურებას ხმარდება, ტრანზაქციის პირობებით განსაზღვრული გადახდების პრიორიტეტის შესაბამისად (Jobst, 2008; Gorton and Souleles, 2006).

საბაზისო აქტივების გავრცელებული მაგალითებია ავტოსესხები და ავტომობილებთან დაკავშირებული მისაღები თანხები, სამომხმარებლო და საკრედიტო ბარათების სესხები, სალიზინგო და სავაჭრო მისაღები თანხები. იპოთეკით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები (MBS), რომლებიც კონვენციური სექურიტიზაციის ერთ-ერთი ყველაზე დამკვიდრებული ფორმაა, იმავე ზოგად პრინციპს საცხოვრებელი ან კომერციული იპოთეკური სესხების პორტფელებზე ავრცელებს.

ასეთი ტრანზაქციების მნიშვნელოვანი ელემენტია სექურიტიზებული აქტივების ორიგინატორისგან სამართლებრივი განცალკევება. თუ აქტივები იურიდიულად ეფექტიანი „ნამდვილი გაყიდვის“ მეშვეობით გადაიცემა, მიზანია, ორიგინატორის გადახდისუნარიობის შემთხვევაში ეს აქტივები მის გაკოტრების მასაში არ მოხვდეს და მათზე ორიგინატორის საერთო კრედიტორების მოთხოვნები არ გავრცელდეს. შედეგად, გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების მომსახურება უმთავრესად სექურიტიზებული აქტივების პორტფელის შედეგებზეა დამოკიდებული და არა მთლიანად ორიგინატორის ფინანსურ მდგომარეობაზე. გაკოტრებისგან იზოლირებული SPV-ისა და ეფექტიანი ნამდვილი გაყიდვის ერთობლიობა სწორედ ამ სამართლებრივ განცალკევებას ემსახურება (Gorton and Souleles, 2006). ნამდვილი გაყიდვის ზუსტი სამართლებრივი ძალა და შედეგები დამოკიდებულია შესაბამის იურისდიქციასა და ტრანზაქციის დოკუმენტაციაზე.

კოლატერალიზებული საკრედიტო ვალდებულებები

კოლატერალიზებული საკრედიტო ვალდებულებები (CDO) სექურიტიზაციის პრინციპს საკრედიტო ექსპოზიციების ფართო პორტფელებზე ავრცელებს. CDO-ს საბაზისო პორტფელი შეიძლება მოიცავდეს სესხებს, ობლიგაციებს ან სხვა საკრედიტო ექსპოზიციებს. კოლატერალიზებული სასესხო ვალდებულებები (CLO) CDO-ს სახეა, რომლის საბაზისო პორტფელი უმთავრესად სესხებისგან შედგება. პორტფელის საფუძველზე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები განსხვავებული ქვედა და ზედა საზღვრების მქონე ტრანშებად იყოფა. პორტფელის დანაკარგების ეკონომიკური ეფექტი თავდაპირველად წილობრივ ტრანშს ეკისრება და მხოლოდ მისი ამოწურვის შემდეგ გადადის უფრო სენიორ ტრანშებზე, ხოლო ტრანზაქციის პირობებით განსაზღვრული გადახდები, როგორც წესი, საპირისპირო პრიორიტეტით ხორციელდება — სენიორი მოთხოვნები სუ-

ბორდინირებულ მოთხოვნებზე ადრე კმაყოფილდება (Fabozzi and Kothari, 2008).

CDO-ებისა და მათი ტრანშების შეფასება დამოკიდებულია არა მხოლოდ ცალკეული საბაზისო ექსპოზიციების საკრედიტო ხარისხზე, არამედ მათ შორის დამოკიდებულების სტრუქტურასა და მისგან გამომდინარე პორტფელის დანაკარგების განაწილებაზეც. ეს საკითხები განხილულია სურგულაძე (2026b)-ში, სადაც კორელირებული დეფოლტამდე დროები, პორტფელის დანაკარგები და ტრანშების სამართლიანი სპრედები მოდელირებულია გაუსის კოპულასა და მონტე-კარლოს სიმულაციის გამოყენებით. წინამდებარე ნაშრომში აღნიშნული ჩარჩო გამოიყენება იმის გასაანალიზებლად, თუ როგორ შეიძლება მოცემული აქტივების პორტფელის საფუძველზე სექიურიტიზაციის სტრუქტურის აგება და მიღებული ტრანშების განსხვავებული რისკისა და შემოსავლიანობის მოთხოვნების მქონე ინვესტორებს შორის განაწილება.

CDO-ის ტრანშების შეფასებისას განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საბაზისო ინსტრუმენტის საბაზრო სპრედისა და დეფოლტის ალბათობის კალიბრაციისთვის გამოყენებული საკრედიტო სპრედის გამიჯვნა; ეს საკითხი ქვემოთ, შეფასებისა და სტრუქტურირების მეთოდოლოგიის ფარგლებში განიხილება.

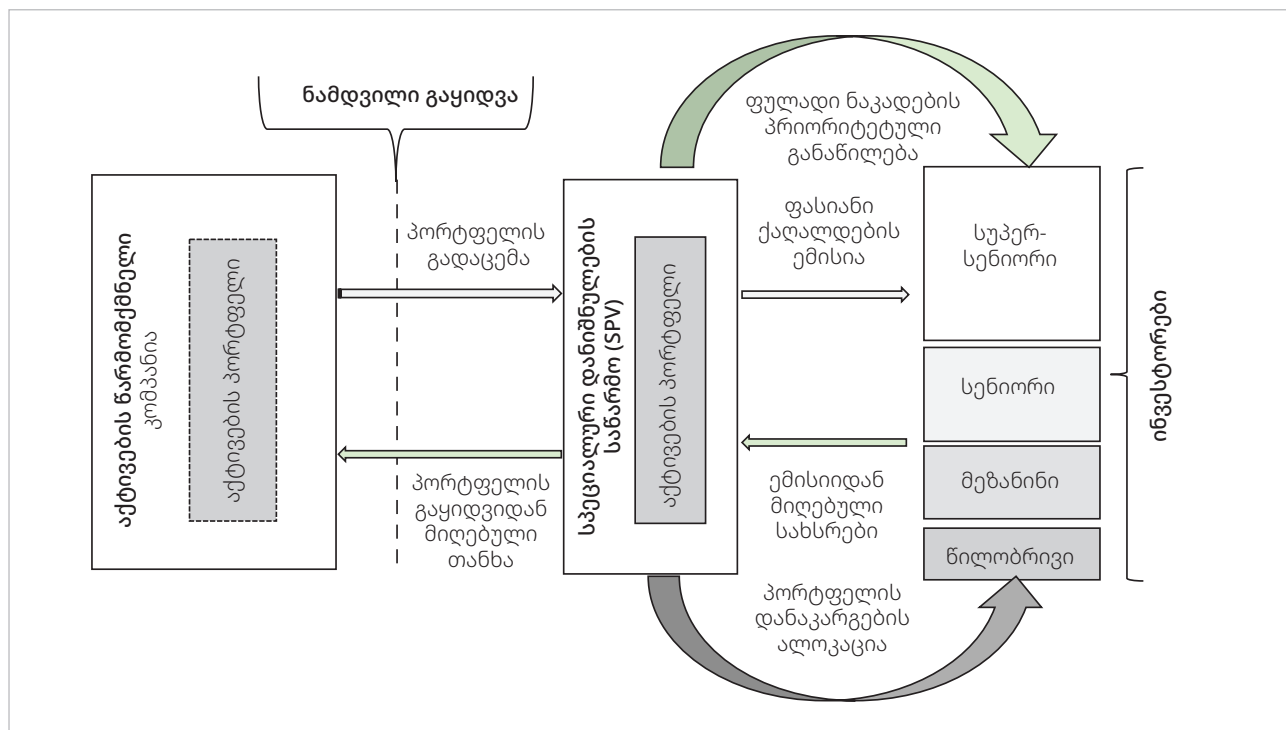
საკრედიტო რისკზე მიბმული ნოტები და სინთეტიკური სექიურიტიზაცია

სექიურიტიზაცია ყოველთვის არ მოითხოვს საბაზისო აქტივების სამართლებრივ გადაცემას. სინთეტიკური სექიურიტიზაციისას ორიგინატორი კომპანია ინარჩუნებს აქტივებს,

ხოლო განსაზღვრულ საკრედიტო რისკს საკრედიტო დერივატივების, გარანტიების ან სახელშეკრულებო დაცვის სხვა ფორმების მეშვეობით გადასცემს. საკრედიტო რისკზე მიბმული ნოტა (CLN) რისკის ასეთი გადაცემის ერთ-ერთ დაფინანსებულ მექანიზმს წარმოადგენს: ნოტის პროცენტის ან/და ძირითადი თანხის გადახდები დამოკიდებულია განსაზღვრული საბაზისო საკრედიტო ინსტრუმენტის ან პორტფელის შედეგებზე. ამრიგად, ინვესტორი ნოტის შეძენით წინასწარ უზრუნველყოფს საკრედიტო დაცვის შესაძლო გადახდას და, ამავე დროს, საკუთარ თავზე იღებს განსაზღვრულ საბაზისო ექსპოზიციასთან დაკავშირებულ საკრედიტო რისკს.

კონვენციური და სინთეტიკური სტრუქტურები განსხვავებულ მიზნებს შეიძლება ემსახუროდეს. კონვენციური სექიურიტიზაცია დაფინანსების მოზიდვას ფულადი ნაკადების წარმომქმნელი აქტივების გაყიდვით ან გადაცემით უზრუნველყოფს, ხოლო სინთეტიკური სტრუქტურა შეიძლება უმთავრესად გამოყენებულ იქნეს საკრედიტო რისკის განსაზღვრული შრეების გადასაცემად საბაზისო პორტფელის გასხვისების გარეშე. ჰიბრიდულ სტრუქტურებში შეიძლება გაერთიანდეს დაფინანსებული ფასიანი ქაღალდები, ორიგინატორის მიერ შენარჩუნებული ექსპოზიციები და გარე საკრედიტო დაცვა. შესაბამისი სტრუქტურის შერჩევა, შესაბამისად, დამოკიდებულია ორიგინატორის მიზანზე — დაფინანსების მოზიდვაზე, საკრედიტო რისკის გადაცემაზე, საბალანსო ექსპოზიციების მართვაზე, ინვესტორთა ბაზის გაფართოებაზე ან ამ მიზნების რომელიმე კომბინაციაზე.

დიაგრამა 1. კონვენციური სექიურიტიზაციის ტრანზაქციის ზოგადი სტრუქტურა



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

**ტრანზაქციის არქიტექტურა,
ფულადი ნაკადების პრიორიტეტული
განაწილება და საკრედიტო ხარისხის
გაუმჯობესება**

ტრანზაქციის არქიტექტურა

დიაგრამა 1 ვიზუალურად აჯამებს ზემოთ აღწერილ კონვენციური სექტორიტიზაციის მექანიზმს: ორიგინატორი შესაბამისი აქტივების პორტფელს ნამდვილი გაყიდვით გადასცემს სპეციალური დანიშნულების სანარმოს (SPV) და სანაცვლოდ იღებს პორტფელის ფასს, ხოლო SPV მის შეძენას ფასიანი ქაღალდების ინვესტორებზე განთავსებით აფინანსებს. ტრანზაქციის დოკუმენტაცია და შეთავაზების პირობები განსაზღვრავს მონაწილეთა ფუნქციებს, ინვესტორთა სხვადასხვა კლასის უფლებებსა და გადახდების პრიორიტეტებს, რითაც იურიდიულად განცალკევებული აქტივების პორტფელი მის საფუძველზე გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებს უკავშირდება (Fabozzi and Kothari, 2008).

SPV, როგორც წესი, ვიწროდ განსაზღვრულ ფუნქციას ასრულებს და ჩვეულებრივ საოპერაციო

საქმიანობას არ ეწევა. საბაზისო აქტივების ადმინისტრირება და მომსახურება შეიძლება კვლავ ორიგინატორმა, როგორც მომსახურე მხარემ, განახორციელოს ან სხვა სუბიექტს გადაეცეს. კონკრეტული ტრანზაქციის მიხედვით, დამატებითი მონაწილეები შეიძლება იყვნენ სტრუქტურირების ორგანიზატორი, ტრანზაქციის ანგარიშების მომსახურე ბანკი, მინდობილი მმართველი ან ობლიგაციონერთა წარმომადგენელი, სარეიტინგო სააგენტო, ჰეჯირების მომწოდებელი და გარე საკრედიტო დაცვის მიმწოდებელი. მათი შესაბამისი ფუნქციები და ვალდებულებები ტრანზაქციის დოკუმენტაციით განისაზღვრება, რათა ფულადი სახსრების შეგროვება, მიკუთვნება და განაწილება ფასიანი ქაღალდების მოქმედების მთელი ვადის განმავლობაში სექიურიტიზაციის პირობების შესაბამისად გაგრძელდეს.

ფულადი ნაკადების პრიორიტეტული განაწილება და დანაკარგების აღოკაცია

აქტივების პორტფელი და მის საფუძველზე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები სექტორიზაციის სტრუქტურის ორ ეკონომიკურ მხარეს წარმოადგენს. საბაზისო აქტივებიდან

მიღებული ფულადი სახსრები ტრანზაქციის პირობებით განსაზღვრული ფულადი ნაკადების პრიორიტეტული განაწილების წესის შესაბამისად ნაწილდება. ტრანზაქციის ხარჯებისა და სხვა სენიორი ვალდებულებების დაფარვის შემდეგ პროცენტისა და ძირითადი თანხის გადახდა დადგენილი რიგითობით ხორციელდება — სენიორი ფასიანი ქაღალდები გადახდებს სუბორდინირებულ ტრანშებზე ადრე იღებენ. სავალდებულო სარეზერვო შენატანებისა და სავალსე ტრანშებზე გადასახდელების შესრულების შემდეგ დარჩენილი გასანაწილებელი ფულადი ნაკადები წილობრივი, ანუ პირველი დანაკარგის, ტრანშის მფლობელს მიეკუთვნება.

თუ პორტფელიდან მიღებული ფულადი სახსრები და ამოღებული თანხები ყველა მოთხოვნის სრულად დასაკმაყოფილებლად საკმარისი არ არის, წარმოქმნილი დეფიციტის ეკონომიკური ეფექტი სუბორდინაციის შესაბამისად პირველ რიგში წილობრივ ტრანშს ეკისრება, შემდეგ — მეზანიისა და სენიორ ტრანშებს, ხოლო განსაკუთრებით მძიმე სცენარებში — სუპერ-სენიორ ტრანშსაც. თითოეული ტრანშის ქვედა და ზედა საზღვრები განსაზღვრავს პორტფელის კუმულაციური დანაკარგების იმ დიაპაზონს, რომლის მიმართაც შესაბამისი ტრანშია ექსპონირებული, როგორც განხილულია სურგულაძე (2026b)-ში.

საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების შიდა მექანიზმები

ზემოთ აღწერილი სუბორდინაცია — მათ შორის ორიგინატორის მიერ წილობრივი, ანუ პირველი დანაკარგის, პოზიციის მთლიანად ან ნაწილობრივ შენარჩუნება — საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების ძირითადი შიდა მექანიზმია. იგი ზრდის უფრო სენიორი ფასიანი ქაღალდების დაცვას და, ამავე დროს, ორიგინატორს უნარჩუნებს ეკონომიკურ ინტერესს სექტორიზებული აქტივების შედეგების მიმართ.

სხვა შიდა მექანიზმებს მიეკუთვნება ჭარბი უზრუნველყოფა, როდესაც საბაზისო აქტივების

პორტფელის მოცულობა გამოშვებული სავალსე ფასიანი ქაღალდების ნომინალურ თანხას აღემატება; სარეზერვო ანგარიშები, რომლებიც შესაძლო დანაკარგებისა და ფულადი ნაკადების დროებითი დეფიციტის დასაფარავად დამატებით რესურსებს ქმნის; და ჭარბი სპრედი, რომელიც საბაზისო აქტივებიდან მიღებულ შემოსავალსა და სექტორიზაციის ფარგლებში განსახორციელებელ გადახდებსა და ხარჯებს შორის სხვაობას წარმოადგენს. დამატებითი სტრუქტურული დაცვა შეიძლება უზრუნველყოს პორტფელში ჩასართავი აქტივების დასაშვებობის კრიტერიუმებმა, დივერსიფიკაციის მოთხოვნებმა, კონცენტრაციის ლიმიტებმა, პორტფელის შედეგებთან დაკავშირებულმა ტრიგერებმა და თანმიმდევრული ამორტიზაციის წესებმა.

ეს მექანიზმები პორტფელის საკრედიტო რისკს არ აუქმებს; ისინი ზრდიან იმ დანაკარგის ზღვარს, რომლის გადაჭარბების შემდეგაც კონკრეტული ტრანშში ზარალდება.

საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების გარე მექანიზმები და რისკის შემცირება

გარე საკრედიტო დაცვა შეიძლება მოიცავდეს სრულ ან ნაწილობრივ გარანტიებს, დაზღვევას, აკრედიტივებს, ლიკვიდობის უზრუნველყოფის ხაზებსა და საკრედიტო დერივატივებს, რომლებსაც ბანკები, სადაზღვევო კომპანიები, მრავალმხრივი განვითარების ინსტიტუტები ან სხვა მაღალი საკრედიტო ხარისხის მქონე კონტრაგენტები უზრუნველყოფენ. ასეთი დაცვა შეიძლება გავრცელდეს არა მთელ სექტორიზაციაზე, არამედ კონკრეტულ ტრანშზე, დანაკარგების განსაზღვრულ ნაწილზე ან რისკის ცალკეულ კატეგორიაზე.

ეს შესაძლებლობა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საერთაშორისო ინვესტორების მოზიდვისას. ინვესტორი შეიძლება მზად იყოს საბაზისო აქტივების საკრედიტო რისკის ასაღებად, მაგრამ არ სურდეს ან არ შეეძლოს ქვეყნის, პოლიტიკური, სახსრების გადატანის ან კონვერტირებადობის რისკების მიღება.

სათანადოდ სტრუქტურირებულმა გარანტიამ ან დაცვის სხვა ფორმამ შეიძლება ასეთი რისკი განცალკევოს ან შეამციროს ისე, რომ დაცვის მიმწოდებელს მთელი ტრანზაქციის გარანტირება არ დასჭირდეს. ცალკე, საპროცენტო განაკვეთისა და სავალუტო რისკის ჰეჯირებას შეუძლია შეამციროს საბაზისო აქტივების ფულად ნაკადებსა და გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებზე გადასახდელებს შორის შეუსაბამობა. შესაბამისი რისკების გადაცემა ხორციელდება გარე კონტრაგენტებთან გაფორმებული საგარანტიო, საკრედიტო დაცვის ან ჰეჯირების ხელშეკრულებების მეშვეობით.

გარე დაცვა მიზანშეწონილია შერჩევითად, როდესაც იგი არსებითად აუმჯობესებს კონკრეტული ტრანშის დაფინანსების პირობებს ან მას იმ ინვესტორებისთვის ხელმისაწვდომს ხდის, რომლებიც სხვაგვარად ტრანზაქციაში მონაწილეობას ვერ შეძლებდნენ. მისი სარგებელი უნდა შეფასდეს დაცვის ფასისა და დამატებითი სტრუქტურული სირთულის გათვალისწინებით.

სექიურიტიზაციის გამოყენების სფეროები და საქართველოს სამართლებრივი და საბაზრო გარემო

აქტივები, მოთხოვნის უფლებები და მომავალი ფულადი ნაკადები

სექიურიტიზაციისთვის პოტენციურად შესაფერისი აქტივების წრე კონვენციური საბანკო სასესხო პორტფელებით არ შემოიფარგლება. ფინანსურ ინსტიტუტებს შეუძლიათ იპოთეკური, სამომხმარებლო, მცირე და საშუალო ბიზნესის, სალიზინგო ან სხვა საკრედიტო ექსპოზიციების სექიურიტიზაცია, ხოლო არაფინანსურ კომპანიებს შეიძლება ჰქონდეთ სავაჭრო და განვადებით მისაღები თანხები ან სხვა სახელშეკრულებო ფულადი ნაკადები, რომლებიც ფასიანი ქაღალდების მომსახურების საფუძვლად შეიძლება იქცეს. ინფრასტრუქტურულ და საჯარო სექტორის სუბიექტებსაც შეიძლება წარმოექმნათ შედარებით სტაბილური შემო-

სავლები ელექტროენერგიის წარმოებიდან ან გადაცემიდან, სატრანსპორტო მომსახურებიდან, კომუნალური საქმიანობიდან და ფულადი ნაკადების წარმომქმნელი სხვა საქმიანობიდან. სექიურიტიზაციისთვის აქტივის ეკონომიკური მიზანშეწონილობა უმთავრესად დამოკიდებულია მისი ფულადი ნაკადების პროგნოზირებადობასა და გაზომვადობაზე, აქტივების ისტორიული შედეგების შესახებ მონაცემების ხელმისაწვდომობაზე, შესაბამისი უფლებების სამართლებრივ აღსრულებადობასა და გადაცემადობაზე, აგრეთვე დაკავშირებული რისკების იდენტიფიცირებისა და კონტროლის შესაძლებლობაზე (Fabozzi and Kothari, 2008).

მნიშვნელოვანი განსხვავებაა მოთხოვნის უფლებასა და პროგნოზირებად მომავალ ფულად ნაკადს შორის. არსებული სასესხო აქტივი, მისაღები თანხა ან გადახდის ვალდებულება იდენტიფიცირებად სამართლებრივ მოთხოვნის უფლებას წარმოადგენს. მოქმედი ხელშეკრულებიდან მომავალში წარმოშობილი გადახდა — მაგალითად, გრძელვადიანი ლიზინგის ან ელექტროენერგიის შესყიდვის ხელშეკრულებით გათვალისწინებული გადახდები — ასევე შეიძლება იდენტიფიცირებად სამომავლო მოთხოვნის უფლებას წარმოადგენდეს. ამისგან განსხვავებით, ელექტროენერგიის მომავალი გაყიდვებიდან, სარკინიგზო გადაზიდვებიდან ან სხვა უწყვეტი სამეწარმეო საქმიანობიდან მოსალოდნელი შემოსავლები შეიძლება ეკონომიკურად პროგნოზირებადი იყოს, მიუხედავად იმისა, რომ კონკრეტული მომხმარებლები, ხელშეკრულებები ან მოთხოვნის უფლებები, რომელთაგანაც ეს შემოსავლები წარმოიშობა, ჯერ არ არსებობს.

საქართველოს კანონი „ფასიან ქაღალდებზე გარდაქმნის შესახებ“ (შემდგომში — სექიურიტიზაციის კანონი) მოთხოვნებს, მათ შორის სამომავლო მოთხოვნებს, პირდაპირ აღიარებს შესაძლო საბაზისო აქტივებად და უშვებს სამომავლო მოთხოვნების შეძენას, თუ მათი წარმოშობისას იდენტიფიცირება შესაძლებელია (საქართველოს პარლამენტი, 2023). მიუხედავად

ამისა, სამომავლო სამართლებრივი მოთხოვნის უფლება და პროგნოზირებადი მომავალი ფულადი ნაკადი აუცილებლად ერთსა და იგივეს არ გულისხმობს. მომავალი ფულადი ნაკადების სექიურიტიზაციის უფრო მკაფიო სამართლებრივმა და მარეგულირებელმა მოწესრიგებამ იმ შემთხვევებისთვის, როდესაც ცალკეული მოთხოვნები მხოლოდ შემდგომი სამეწარმეო საქმიანობის შედეგად წარმოიშობა, შესაძლოა მნიშვნელოვნად გააფართოოს ამ ჩარჩოს გამოყენების შესაძლებლობა, განსაკუთრებით ინფრასტრუქტურის, კომუნალური მომსახურებისა და სხვა გრძელვადიანი ფულადი ნაკადების წარმომქმნელი აქტივებისთვის.

თუ მოთხოვნის გადაცემა მის წარმოშობამდე შეუძლებელია, ალტერნატიული სტრუქტურა შეიძლება ითვალისწინებდეს მოთხოვნის სპეციალური დანიშნულების საწარმოსთვის (SPV) წარმოშობისთანავე გადაცემას, მისგან მიღებული თანხების სპეციალურ კონტროლირებად ანგარიშებზე მიმართვას, შესაბამისი მოთხოვნის უფლებებსა და ამ ანგარიშებზე არსებულ თანხებზე გირავნობის ან სხვა უზრუნველყოფის დაწესებას, ან დაფინანსებისა და რისკის გადაცემის სხვა მექანიზმებს. შესაბამისად, სათანადო სტრუქტურის არჩევა დამოკიდებულია არა მხოლოდ იმაზე, ქმნის თუ არა სუბიექტი პროგნოზირებად ფულად ნაკადებს, არამედ ამ ნაკადების სამართლებრივ ბუნებასა და შესაბამისი უფლებების იზოლირების, გადაცემის ან სხვაგვარად დაცვის შესაძლებლობაზეც.

კონვენციური და სინთეტიკური სექიურიტიზაცია საქართველოს კანონმდებლობის ფარგლებში

საქართველოს მოქმედი ჩარჩო მოიცავს კონვენციური სექიურიტიზაციისთვის საჭირო ძირითად სამართლებრივ ელემენტებს. არსებული ან კანონით განსაზღვრული პირობების დამაკმაყოფილებელი სამომავლო მოთხოვნები შეიძლება გადაეცეს სპეციალური დანიშნულების საწარმოს (SPV), ხოლო კანონით დადგენილი ნორმები, განსაზღვრული გამონაკლისების გარდა, გადაცემულ აქტივებს ორიგინატორის

საერთო კრედიტორების მოთხოვნებისგან იცავს. ჩარჩო ასევე ითვალისწინებს შეზღუდული ფუნქციის მქონე SPV-ებს, სექიურიტიზაციის აქტივების განცალკევებას, ტრანშირებასა და სუბორდინაციას, მომსახურე მხარეების მიერ მიღებული თანხების განცალკევებას, აგრეთვე ინვესტორებისთვის ინფორმაციის გამჟღავნებისა და მათი დაცვის მოთხოვნებს (საქართველოს პარლამენტი, 2023; საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2024).

კონვენციურ სექიურიტიზაციაში SPV ცენტრალურ ფუნქციას ასრულებს: იგი იძენს საბაზისო აქტივებს, იურიდიულად აცალკევებს მათ ორიგინატორისგან და უშვებს ფასიან ქაღალდებს, რომელთა მომსახურება უმთავრესად გადაცემული პორტფელის შედეგებზეა დამოკიდებული. სწორედ ეს სტრუქტურაა წარმოდგენილი დიაგრამა 1-ში. ამგვარად, SPV აქტივების იზოლირებას ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასთან აკავშირებს.

სინთეტიკური სექიურიტიზაციისას საბაზისო პორტფელი ორიგინატორის საკუთრებაში რჩება, ხოლო მისი საკრედიტო რისკი საკრედიტო დერივატივების, გარანტიების ან დაცვის სხვა მექანიზმების მეშვეობით გადაიცემა. SPV-ის მონაწილეობით სტრუქტურაში ორიგინატორი, როგორც დაცვის მყიდველი, SPV-სგან პორტფელის საკრედიტო დაცვას ყიდულობს, მაგალითად, პორტფელის დეფოლტის სვოპის მეშვეობით, და სანაცვლოდ შესაბამის პრემიას უხდის. SPV მის მიერ მიღებულ საკრედიტო რისკს სხვადასხვა პრიორიტეტის მქონე ტრანშებად ანაწილებს და მათ ინვესტორებს ან დაცვის მიმწოდებლებს გადასცემს.

ტრანშებზე დაცვა შეიძლება იყოს დაუფინანსებელი ან დაფინანსებული. დაუფინანსებელ სტრუქტურაში საკრედიტო რისკის შესაბამისი ტრანშები საკრედიტო დეფოლტის სვოპების (CDS) ან გარანტიების მეშვეობით გადაეცემა დაცვის მიმწოდებლებს, რომლებიც წინასწარ თანხას არ იხდიან და საკრედიტო დანაკარგის დადგომისას დაცვის გადახდის ვალდებულებას

იღებენ. დაფინანსებულ სტრუქტურაში SPV ინვესტორებზე უშვებს საკრედიტო რისკზე მიბმულ ნოტებს (CLN), ხოლო ემისიიდან მიღებულ თანხებს დაბალი რისკის მქონე უზრუნველყოფის აქტივებში ათავსებს. ეს თანხები SPV-ის მიერ ორიგინატორის წინაშე ნაკისრი შესაძლო დაცვის გადახდების უზრუნველყოფას ემსახურება და არა საბაზისო პორტფელის შეძენას. ორიგინატორისგან მიღებული პრემია და უზრუნველყოფის შემოსავალი ნოტებზე გადასახდელებს აფინანსებს, ხოლო პორტფელის დანაკარგები შესაბამისი CLN ტრანშების ძირითადი თანხის შემცირებით აისახება.

საქართველოს კანონი სინთეტიკური სექიურიტიზაციის უფრო ფართო განსაზღვრებას იყენებს და საკრედიტო რისკის გადაცემის გარკვეულ სტრუქტურებს SPV-ის გარეშე ითვალისწინებს (საქართველოს პარლამენტი, 2023). ანალიტიკური მიზნებისთვის, წინამდებარე ნაშრომი პორტფელის საკრედიტო რისკის უბრალო ჰეჯირებას განასხვავებს სინთეტიკური სექიურიტიზაციისგან მისი უფრო ვიწრო, სტრუქტურირებული ფინანსების მნიშვნელობით, როდესაც პორტფელის რისკი სხვადასხვა პრიორიტეტის მქონე ტრანშებად იყოფა და ინვესტორებს ან დაცვის მიმწოდებლებს გადაეცემა.

ჩარჩო ასევე მოითხოვს, რომ სექიურიტიზებული პორტფელის ორიგინატორმა — ან, შესაბამის შემთხვევაში, თავდაპირველმა კრედიტორმა — შეინარჩუნოს მინიმუმ 5%-ის ოდენობის მნიშვნელოვანი წმინდა ეკონომიკური ინტერესი, შესაბამისი მარეგულირებელი მოთხოვნების გათვალისწინებით. რისკის შენარჩუნების ეს მინიმალური მოთხოვნა უნდა განვასხვავოთ უფრო დიდი სუბორდინირებული ან წილობრივი ექსპოზიციის შენარჩუნების სტრუქტურული გადაწყვეტილებისგან. მაგალითად, პირველი დანაკარგის ტრანშის მთლიანად შენარჩუნებამ შეიძლება გარე ინვესტორებისთვის დამატებითი დაცვა შექმნას და ორიგინატორს კარგად მოქმედი პორტფელის ნარჩენი ეკონომიკური სარგებელი შეუნარჩუნოს.

2008 წლის პრეცედენტი და სამართლებრივი ჩარჩოს განვითარება

საქართველოში სექიურიტიზაციის გამოცდილება წინ უსწრებდა მოქმედ კანონმდებლობას. 2008 წელს სს „აუტო ფაინენსის“ ტრანზაქციაში გამოყენებული იყო შეზღუდული ფუნქციის მქონე ემიტენტი, გადაცემული მისაღები თანხები, სუბორდინირებული ექსპოზიცია, სარეზერვო ფონდი, დაფარვის ტესტები და ვადამდელი ამორტიზაციის ტრიგერები — მექანიზმები, რომლებიც თანამედროვე სექიურიტიზაციისთვის დამახასიათებელ ძირითად დაცვას ქმნიდა. თუმცა, სპეციალური საკანონმდებლო ჩარჩოს არარსებობის პირობებში აქტივების იზოლირება და გაკოტრებისგან იზოლირებული სტრუქტურის შექმნა ეფუძნებოდა ზოგად კორპორაციულ, ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და სახელშეკრულებო მექანიზმებს. პროსპექტშიც პირდაპირ იყო აღნიშნული ტრანზაქციის კონტრაგენტებთან დაკავშირებული გადახდისუნარიანობის პროცედურების შედეგების გაურკვევლობა (სს „აუტო ფაინენს“, 2008). მოქმედი ჩარჩო ამ საკითხების პირდაპირი რეგულირებით არსებითად აძლიერებს სამართლებრივ განსაზღვრულობას.

სამართლებრივი ჩარჩოდან პრაქტიკულ განხორციელებამდე

სექიურიტიზაციის სპეციალური კანონმდებლობის მიღება ინსტიტუციურ გარემოში მნიშვნელოვან ცვლილებას წარმოადგენს. ძირითადი გამოწვევა სულ უფრო ნაკლებად არის ის, აღიარებულია თუ არა სექიურიტიზაცია სამართლებრივად დასაშვებ მექანიზმად; მთავარი საკითხია, შესაძლებელია თუ არა ეკონომიკურად სიცოცხლისუნარიანი ტრანზაქციების ინიცირება, სტრუქტურირება, შეფასება და წარმატებით განთავსება.

პრაქტიკული განხორციელება მოითხოვს საკმარისად ერთგვაროვანი და გაზომვადი აქტივების შესაფერის პორტფელებს, დეფოლტისა და ამოღების სანდო ისტორიულ მონაცემებს, მომსახურებისა და თანხების შეგ-

როგორც სათანადო მექანიზმებს, სანდო შეფასებისა და რისკის მოდელს, იურიდიულ და საბუღალტრო კომპეტენციას და ინვესტორთა ბაზას, რომელსაც განსხვავებული რისკისა და შემოსავლიანობის მახასიათებლების მექანიზმი ფასიანი ქაღალდების შეფასება შეუძლია. საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების გარე მექანიზმებმა, რეიტინგებმა და საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების მონაწილეობამ შეიძლება კიდევ უფრო გააფართოოს პოტენციურ ინვესტორთა წრე, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ქვეყნის ან კონკრეტული ტრანზაქციის გარკვეული რისკები სხვაგვარად ზღუდავს უცხოურ ინვესტიციებს.

შესაბამისად, სამართლებრივი ჩარჩოს არსებობა ბაზრის განვითარებისთვის აუცილებელი, მაგრამ არასაკმარისი პირობაა. მთავარია, შესაძლებელია თუ არა კონკრეტული აქტივების პორტფელის გარდაქმნა ისეთ ფასიან ქაღალდებად, რომელთა რისკი, შემოსავლიანობა, ვადიანობა და საკრედიტო დაცვა მიმზიდველი იქნება სხვადასხვა ტიპის ინვესტორისთვის და რომელთა დაფინანსების სრული ღირებულება გაამართლებს სექტორულიტიზაციის დამატებით სირთულეს კონვენციურ დაფინანსებასთან შედარებით. მომდევნო სექციებში ეს საკითხი განხილულია წინა ნაშრომებში განვითარებული შეფასების მეთოდოლოგიის, 2008 წლის სს „აუტო ფაინენსის“ შემთხვევისა და სატელეკომუნიკაციო მომსახურებიდან წარმოშობილ მისაღებ თანხებზე დაფუძნებული თანამედროვე საილუსტრაციო სტრუქტურის გამოყენებით.

შეფასებისა და სტრუქტურირების მეთოდოლოგია

პორტფელის კალიბრაცია და დანაკარგების განაწილება

სექტორულიტიზაციის სტრუქტურირება საბაზისო აქტივების პორტფელის ეკონომიკური და საკრედიტო მახასიათებლების განსაზღვრით იწყება. თითოეული ექსპოზიციის ან საკმა-

რისად ერთგვაროვანი ექსპოზიციების ჯგუფისთვის ძირითადი შემავალი პარამეტრები მოიცავს ნომინალურ თანხას, ვადიანობას, სახელშეკრულებო ან საბაზრო შემოსავლიანობას, ამოღების განაკვეთის დაშვებასა და საკრედიტო რისკის შეფასებას. ცალკეულ ექსპოზიციებს შორის დამოკიდებულება შესაბამისი კორელაციის სტრუქტურით აისახება. სურგულაძე (2026a; 2026b)-ში განვითარებულ მეთოდოლოგიაზე დაყრდნობით, ხდება ინდივიდუალური დეფოლტის განაწილებების კალიბრაცია და გაუსის კოპულასა და მონტე-კარლოს სიმულაციის გამოყენებით კორელირებული დეფოლტამდე დროების გენერირება. თითოეული სიმულირებული სცენარი ქმნის პორტფელის საკრედიტო დანაკარგების დროით ტრაექტორიას, რომლის საფუძველზეც შეიძლება შეფასდეს კუმულაციური დანაკარგების განაწილება და მისი შესაბამისი სტატისტიკური მახასიათებლები.

ამ მიზნისთვის მნიშვნელოვანია ერთმანეთისგან განვასხვაოთ საბაზისო აქტივის შემოსავლიანობა ან მთლიანი საბაზრო სპრედი და მისი დეფოლტის ალბათობის კალიბრაციისთვის გამოყენებული საკრედიტო სპრედი. სესხის ან ობლიგაციის დამზერადი სპრედი შეიძლება მოიცავდეს ლიკვიდობის, დაფინანსების, ბაზრის ტექნიკური ფაქტორებისა და სხვა არასაკრედიტო რისკების პრემიებს. დამზერადი სპრედის მთლიანად დეფოლტის რისკის კომპენსაციად მიჩნევამ შეიძლება გაზარდოს მოდელით მიღებული დეფოლტის ალბათობები და დაამახინჯოს პორტფელის სიმულირებული დანაკარგების განაწილება. თუ ხელმისაწვდომია საკმარისად ლიკვიდური და შედარებადი CDS-ის სპრედები, ისინი საკრედიტო რისკის კალიბრაციისთვის უფრო უშუალო საბაზრო მაჩვენებელს წარმოადგენს. როდესაც ასეთი სპრედები არ არსებობს — რაც ქართული ექსპოზიციებისთვის ხშირი შეიძლება იყოს — საკრედიტო სპრედები უნდა შეფასდეს ხელმისაწვდომი საბაზრო მონაცემების, შე-

დარებადი საკრედიტო ექსპოზიციებისა და დეფოლტის ალბათობის შესახებ ინფორმაციის საფუძველზე, სათანადო კორექტირებების გამოყენებით.

ტრანშების სტრუქტურირება და შეფასება

პორტფელის დანაკარგების განაწილების მიღების შემდეგ შეიძლება შეირჩეს ტრანშების ქვედა და ზედა საზღვრები, რომელთა მეშვეობითაც პორტფელის საკრედიტო რისკი ნილობრივ, მეზანი, სენიორ და, საჭიროების შემთხვევაში, სუპერ-სენიორ ტრანშებად ნაწილდება. ქვედა ზღვრის a და ზედა ზღვრის d მქონე ტრანშის კუმულაციური დანაკარგი პორტფელის დანაკარგებიდან განისაზღვრება სურგულაძე (2026b)-ში წარმოდგენილი ტრანშის დანაკარგის ფუნქციის გამოყენებით.

თითოეული ტრანშის სამართლიანი საკრედიტო სპრედი შეიძლება განისაზღვროს ამ ტრანშზე დაწერილი პორტფელის დეფოლტის სვოპის შეფასებით. მონტე-კარლოს თითოეულ სცენარში პორტფელის დანაკარგები ტრანშს მისი ქვედა და ზედა საზღვრების შესაბამისად მიეკუთვნება. პირობითი ანაზღაურების ნაწილი განისაზღვრება ტრანშის შესაბამისი ინკრემენტული დანაკარგებით, ხოლო პრემიის ნაწილი — ტრანშის დარჩენილი ნომინალითა და სპრედით S . სურგულაძე (2026b)-ში განვითარებული მეთოდოლოგიის შესაბამისად, ტრანშზე დაწერილი პორტფელის დეფოლტის სვოპის მიმდინარე ღირებულება მიიღება დისკონტირებული პირობითი ანაზღაურებისა და პრემიის ფულადი ნაკადების ყველა სიმულირებულ სცენარზე გასაშუალოებით. ტრანშის სამართლიანი სპრედი არის S -ის ის მნიშვნელობა, რომლის დროსაც პორტფელის დეფოლტის სვოპის მიმდინარე ღირებულება ნულის ტოლია. ტრანშზე დაწერილი პორტფელის დეფოლტის სვოპის შეფასებით მიღებული სამართლიანი სპრედი ამ ტრანშის საკრედიტო რისკის ფასს ასახავს. თუ SPV შესაბამისი ტრანშის ნოტის ემისიას მოახდენს, ინვესტორის მიერ მოთხოვნილი სრული შემოსავლიანობა,

როგორც წესი, მოიცავს საბაზისო საპროცენტო განაკვეთსა და აღნიშნულ საკრედიტო სპრედს და შეიძლება დამატებით ასახავდეს ლიკვიდობისა და სხვა არასაკრედიტო რისკების პრემიებსაც.

სექიურიტიზაციის ტრანშის ვადიანობა აუცილებელი არ არის ემთხვეოდეს საბაზისო პორტფელში შემავალი ცალკეული აქტივების ვადიანობებს. ტრანშის ნებისმიერი განსაზღვრული ვადიანობა T -სთვის იგივე სიმულაციური ჩარჩო შეიძლება გამოყენებულ იქნეს ამ ჰორიზონტისთვის შესაბამისი პორტფელისა და ტრანშის დანაკარგების და, შესაბამისად, სამართლიანი ტრანშის სპრედის დასადგენად. სხვადასხვა ვადიანობისთვის შეფასების გამეორება სამართლიანი ტრანშის სპრედების ვადიან სტრუქტურას იძლევა. ჰეტეროგენული ვადიანობების მქონე პორტფელში ტრანშის ვადიანობამდე დაფარული ექსპოზიციები შემდგომ საკრედიტო რისკს აღარ წარმოქმნის, ხოლო უფრო გრძელვადიანი ან ჩანაცვლებითი აქტივების გათვალისწინების წესი დამოკიდებულია ტრანზაქციის სტრუქტურაზე, მათ შორის რეინვესტირების შესაბამის პირობებზე.

ტრანშების საზღვრები მხოლოდ აღწერითი ნიშნები არ არის. ქვედა და ზედა საზღვრების ცვლილება ცვლის თითოეულ ტრანშზე მიკუთვნებული დანაკარგების ალბათობასა და შესაძლო მოცულობას და, შესაბამისად, მის სამართლიან სპრედს, მოსალოდნელ დანაკარგსა და პოტენციურ ინვესტორთა წრეს. ამიტომ სტრუქტურირება იტერაციული პროცესია, რომლის დროსაც კაპიტალის სტრუქტურა კორექტირდება მანამდე, სანამ მიღებული ფასიანი ქაღალდები მიზნობრივი ინვესტორებისთვის შესაფერის რისკისა და შემოსავლიანობის მახასიათებლებს არ შეიძენს.

საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესება და ტრანშების ინვესტორებზე განაწილება

შეფასების შედეგების საფუძველზე ტრანზაქციის სტრუქტურაში შეიძლება ჩაერთოს

ზემოთ განხილული საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების შიდა და გარე მექანიზმები. სუბორდინაცია, ჭარბი უზრუნველყოფა, სარეზერვო ფონდები და ჭარბი სპრედი ცვლის კონკრეტული ტრანშებისთვის ხელმისაწვდომ დაცვას, ხოლო გარე გარანტიებით ან საკრედიტო დაცვით განსაზღვრული რისკები მესამე პირებს შეიძლება გადაეცეს. ასეთი მექანიზმის ეფექტი უნდა შეფასდეს არა მისი ფორმალური არსებობით, არამედ იმ ცვლილებით, რომელსაც იგი ტრანშის დანაკარგის ექსპოზიციასა და ინვესტორის მიერ მოთხოვნილ შემოსავლიანობაში იწვევს.

ერთი და იმავე საბაზისო პორტფელისთვის შეიძლება შედარდეს ალტერნატიული კაპიტალის სტრუქტურები. მაგალითად, ორიგინატორმა შეიძლება შეინარჩუნოს წილობრივი ტრანში, უფრო მაღალი შემოსავლიანობის მაძიებელმა ინვესტორმა შეიძინოს მუხანინური ექსპოზიცია, კონსერვატიულმა ინსტიტუციურმა ინვესტორმა — სენიორი ფასიანი ქაღალდები, ხოლო საჭიროების შემთხვევაში შერჩეული გარე დაცვა გამოყენებულ იქნეს კონკრეტულ სენიორ ტრანშზე, რომლის განთავსებასაც გარკვეული რისკები სხვაგვარად შეზღუდავდა.

დაფინანსების ეკონომიკური ასპექტები

სექიურიტიზაციის მიერ დაფინანსების ღირებულების შემცირების ერთ-ერთი მთავარი წყაროა განსხვავება არაუზრუნველყოფილი კორპორაციული ობლიგაციისა და აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდის ინვესტორების მიერ აღებული რისკების ფარგლებს შორის. არაუზრუნველყოფილი კორპორაციული ობლიგაცია ფასდება ემიტენტი საწარმოს მთლიანი საკრედიტო რისკის საფუძველზე, მათ შორის მისი საოპერაციო შედეგების, ფინანსური ლევერიჯის, ლიკვიდობის, რეფინანსირების საჭიროებებისა და სხვა კორპორაციული ვალდებულებების გათვალისწინებით. ამისგან განსხვავებით, ეფექტიანი ნამდვილი გაყიდვისა და გაკოტრებისგან იზოლირებული SPV-ის გამოყენების შემდეგ სექიურიტიზებული ნოტების

მომსახურება უმთავრესად სამართლებრივად განცალკევებული აქტივების პორტფელის ფულადი ნაკადებიდან ხორციელდება. შესაბამისად, ინვესტორები საკუთარ თავზე იღებენ შერჩეულ პორტფელსა და ტრანზაქციის სტრუქტურასთან დაკავშირებულ რისკებს და არა ორიგინატორი კომპანიის რისკების უფრო ფართო სპექტრს.

საბაზისო პორტფელი აუცილებელი არ არის ერთგვაროვნად მაღალი საკრედიტო ხარისხის იყოს. საშუალო საკრედიტო ხარისხის ან ჰეტეროგენულ პორტფელსაც შეუძლია უზრუნველყოს მაღალი დაცულობის სენიორი ფასიანი ქაღალდების შექმნა, როდესაც ტრანშების ქვედა და ზედა საზღვრები, სუბორდინირებული ტრანშების სისქე და საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების სხვა მექანიზმები პორტფელის დანაკარგების განაწილებასთან არის კალიბრირებული. ასეთი სენიორი ტრანშების ინვესტორები ორიგინატორის არაუზრუნველყოფილი ვალის ინვესტორებთან შედარებით უფრო ვიწრო და დაბალი რისკის ექსპოზიციას იღებენ და, შესაბამისად, ნაკლებ კომპენსაციას მოითხოვენ. სათანადოდ კალიბრირებულ სტრუქტურაში კაპიტალის სტრუქტურაში უფრო დიდი წილის მქონე, მაღალი დაცულობის ტრანშებზე მოთხოვნილი შედარებით დაბალი შემოსავლიანობა გადაწონის მცირე მოცულობის სუბორდინირებულ ტრანშებზე მოთხოვნილ უფრო მაღალ შემოსავლიანობას. ამრიგად, სექიურიტიზაცია მთლიანად ტრანზაქციისთვის უფრო უფრო დაბალი ღირებულების დაფინანსებას უზრუნველყოფს.

დაფინანსების საშუალო შეწონილ ღირებულებაზე უშუალო ზემოქმედების გარდა, ტრანშირება პოტენციურ ინვესტორთა ბაზას აფართოებს განსხვავებული მანდატებისა და რისკისადმი მიდრეკილებების შესაბამისი ფასიანი ქაღალდების შექმნით. რისკისა და შემოსავლიანობის პროფილების უფრო ზუსტმა მორგებამ შეიძლება გააუმჯობესოს ტრანზაქციის რეალიზებადობა, გაზარდოს განთავსების

პოტენციური მოცულობა და მოქნილობა და დამატებით შეამციროს ინვესტორთა ცალკეული კლასების მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობა. ამრიგად, ტრანშირება ღირებულებას ქმნის არა პორტფელის მთლიანი საკრედიტო რისკის შემცირებით, არამედ ამ რისკის ისეთ ფორმებად გადანაწილებით, რომელთა ფლობის უფლებაც აქვს და რომელთა ფლობაც სურს ინვესტორთა უფრო ფართო წრეს.

შესაბამისად, ეკონომიკური შეფასება უნდა მოიცავდეს მთლიან კაპიტალის სტრუქტურას, მათ შორის წილობრივ, ანუ პირველი დანაკარგის, პოზიციას. თუ ეს პოზიცია იყიდება, მისი ემისიის ფასი ასახავს მყიდველის მიერ მოთხოვნილ შემოსავლიანობას და გარედან მოზიდულ დაფინანსებას ემატება. თუ პოზიციას ორიგინატორი ინარჩუნებს, მისი მოცულობა გარედან მოზიდულ დაფინანსებაში არ შედის, ხოლო ორიგინატორის კაპიტალი პორტფელის პირველი დანაკარგების რისკის ქვეშ რჩება. სანაცვლოდ, ყველა უფრო სენიორი ვალდებულებისა და ტრანზაქციის ხარჯის დაფარვის შემდეგ დარჩენილი ფულადი ნაკადები აქტივის წარმომქმნელ ინსტიტუტს ეკუთვნის. ამიტომ შენარჩუნებული პოზიციის ეკონომიკური შეფასებისას ერთობლივად უნდა იქნეს გათვალისწინებული ამ პოზიციაში რისკის ქვეშ დარჩენილი კაპიტალი და მისგან მოსალოდნელი ნარჩენი შემოსავალი.

საბოლოო სტრუქტურული გადაწყვეტილება უნდა ეფუძნებოდეს სექტორიტიზაციისა და კონვენციური არაუზრუნველყოფილი დაფინანსების ეკონომიკური პირობების თანმიმდევრულ შედარებას, მათ შორის დაფინანსების მოცულობის, ვალუტის, ვადიანობისა და ამორტიზაციის პროფილის გათვალისწინებით. სექტორიტიზაციის დაფინანსების სრული ღირებულება მოიცავს ინვესტორებზე განთავსებულ ყველა ტრანშზე მოთხოვნილი შემოსავლიანობის საშუალო შეწონილ მაჩვენებელს, ერთჯერად ორგანიზების, იურიდიულ, სარეიტინგო და

განთავსების ხარჯებს, აგრეთვე პერიოდული მომსახურების, კასტოდური მომსახურების, SPV-ის ადმინისტრირების, ანგარიშებისა და, საჭიროების შემთხვევაში, ჰეჯირების ხარჯებს. შენარჩუნებული პირველი დანაკარგის პოზიცია ცალკე უნდა შეფასდეს, რადგან იგი ამცირებს გარედან მოზიდული დაფინანსების მოცულობას და ორიგინატორთან ტოვებს კაპიტალსა და საკრედიტო რისკს. შედარება ასევე უნდა მოიცავდეს ჩვეულებრივი ობლიგაციის გამოშვებისა და მისი მოქმედების პერიოდში გაწეულ ხარჯებს.

საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების გარე მექანიზმები არჩევითია და მხოლოდ მაშინ უნდა გამოიყენებოდეს, როდესაც ისინი ფასწარმოქმნის ან განთავსების კონკრეტულ შეზღუდვას ხსნის. არბიტრაჟისგან თავისუფალი ბაზრის პირობებში ასეთი დაცვის ფასი ზოგადად უნდა ასახავდეს მის მიერ უზრუნველყოფილ საკრედიტო რისკის შემცირებას; შესაბამისად, ინვესტორის მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობის ნებისმიერი შემცირება დაცვის ღირებულების გამოკლებით უნდა შეფასდეს. გარე დაცვის დამატებითი ღირებულება შეიძლება განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი იყოს მაშინ, როდესაც იგი ტრანშს ხელმისაწვდომს ხდის რეიტინგის, ქვეყნის რისკის ან მსგავსი საინვესტიციო ლიმიტებით შეზღუდული ინვესტორებისთვის.

ტრანზაქციის მოცულობა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, რადგან სექტორიტიზაციის მრავალი ხარჯი ფიქსირებული ან ნახევრად ფიქსირებულია და ემისიის მოცულობის ზრდათან ერთად მათი წლიური დატვირთვა დაფინანსების თითოეულ ერთეულზე მცირდება. შესაბამისად, სექტორიტიზაციას აქვს მინიმალური ეკონომიკურად ეფექტიანი მასშტაბი: მოცემული აქტივების პორტფელისთვის დაფინანსების ღირებულების მოსალოდნელი შემცირება და კაპიტალის ბაზარზე წვდომის უპირატესობები უნდა აღემატებოდეს სტრუქტურის დამატებით ხარჯებსა და სირთულეს.

სარეიტინგო არბიტრაჟი და გლობალური ფინანსური კრიზისის გავლენები

2007-2009 წლების გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე CDO-ების მომგებიანობის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი წყარო სარეიტინგო არბიტრაჟი იყო. საბაზისო სესხები და ობლიგაციები საბაზრო საკრედიტო სპრედებს წარმოქმნიდა, ხოლო მაღალი რეიტინგის მქონე სენიორი და სუპერ-სენიორი ვალდებულებები მნიშვნელოვნად დაბალ სპრედებზე შეიძლებოდა განთავსებულიყო, რადგან ძირითადად დეფოლტებისა და დანაკარგების ისტორიულ გამოცდილებაზე დაფუძნებული სარეიტინგო მეთოდოლოგიები ამ ტრანშების დაზარალების ძალიან დაბალ ალბათობას გულისხმობდა. მიღებული სხვაობა, ხარჯებისა და რეალიზებული დანაკარგების გამოკლების შემდეგ, ჭარბ სპრედსა და პოტენციურად მაღალ ნარჩენ შემოსავალს წარმოქმნიდა. ეს საკრედიტო რისკის გაუქმებას არ ნიშნავდა; შედეგი კრიტიკულად იყო დამოკიდებული რისკის გაზომვისა და განაწილებისთვის გამოყენებულ დაშვებებზე. როდესაც დეფოლტების ერთობლივი დინამიკა, დანაკარგების ურთიერთდამოკიდებულება და განაწილების კუდის რისკი ისტორიულ მონაცემებზე დაფუძნებულ მოლოდინებზე მნიშვნელოვნად მძიმე აღმოჩნდა, სტრუქტურირებული ფინანსების ბევრ მაღალი რეიტინგის მქონე ტრანშს რეიტინგი მკვეთრად შეუმცირდა (Beltran et al., 2013; U.S. Securities and Exchange Commission, 2008).

მთავარი გაკვეთილია, რომ რეიტინგი დამოუკიდებელ შეფასებასა და სტრეს-ტესტირებას ვერ შეცვლის. ტრანშების სტრუქტურირება უნდა ეფუძნებოდეს დეფოლტის სათანადოდ კალიბრირებულ ალბათობებს, ამოღების განაკვეთების დაშვებებს, დამოკიდებულების პარამეტრებსა და მძიმე, მაგრამ რეალისტურ დანაკარგების სცენარებს. ნარჩენი შემოსავალი, რომელიც უმთავრესად კორელაციის ან განაწილების კუდის რისკის არასაკმარისად შეფასების შედეგად წარმოიშობა, მდგრად

ეკონომიკურ ღირებულებად არ უნდა იქნეს მიჩნეული.

სექიურიტიზაცია — დაფინანსების ალტერნატიული არხი საქართველოში

კაპიტალზე წვდომა და დაფინანსების ვადიანობის გარდაქმნა: 2008 წლის სს „აუტო ფაინენსის“ ტრანზაქცია

სექიურიტიზაციის პოტენციური ღირებულება მხოლოდ უკვე ხელმისაწვდომი დაფინანსების ღირებულების შემცირებით არ შემოიფარგლება. ზოგიერთ შემთხვევაში მისი მთავარი უპირატესობა ისეთი კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობის შექმნაა, რომელსაც ორიგინატორი პრაქტიკულად ვერ მიიღებდა კონვენციური საბანკო დაკრედიტების, არაუზრუნველყოფილი ობლიგაციების გამოშვების ან გარე წილობრივი კაპიტალის მეშვეობით. საქართველოში ამის ადრეული მაგალითია 2008 წელს სს „აუტო ფაინენსის“ ტრანზაქცია. შპს „კავკასიის ავტო-იმპორტის“ მიერ დაფუძნებულმა, შეზღუდული ფუნქციის მქონე სს „აუტო ფაინენსმა“ საჯარო შეთავაზებით გამოუშვა 600,000 აშშ დოლარის მოცულობის, ორწლიანი სენიორი ნოტები, რომლებიც ავტომობილებით ვაჭრობასთან დაკავშირებული მისაღები თანხების დივერსიფიცირებული პორტფელით იყო უზრუნველყოფილი (სს „აუტო ფაინენს“, 2008). ორიგინატორის განვითარების იმ ეტაპზე მსგავსი მოცულობისა და ვადიანობის დაფინანსება ეკონომიკურად მისაღები პირობებით კონვენციური არხებიდან პრაქტიკულად ხელმიუწვდომელი იყო.

ტრანზაქცია დაფინანსების ვადიანობის გარდაქმნის მკაფიო მაგალითსაც წარმოადგენს. საწყისი პორტფელი 101 მისაღები თანხისგან შედგებოდა, რომელთა ჯამური ნომინალური ღირებულება 638,766 აშშ დოლარი იყო, ხოლო დარჩენილი რეალიზაციის საშუალო შენონილი პერიოდი — მხოლოდ 3.35 კვირა. მიუხედავად ამისა, სტრუქტურა ორი წლის სახელშეკრულებო ვადიანობის მქონე ფასიან ქაღალდებს უზრუნველყოფდა. რეალიზებული მისაღები

თანხებიდან მიღებული შემოსულობები ახლად წარმოშობილ, დასაშვებობის კრიტერიუმების დამაკმაყოფილებელ მისაღებ თანხებში რეინვესტირდებოდა, რაც ტრანზაქციის ვადის უმეტესი ნაწილის განმავლობაში რეკლავრული აქტივების პორტფელის შენარჩუნებას უზრუნველყოფდა. ორიგინატორის მიერ შენარჩუნებული სუბორდინირებული ექსპოზიცია, ჭარბი სპრედის დამაგროვებელი სარებერვო ფონდი, უზრუნველყოფისა და პროცენტის დაფარვის ტესტები და ვადამდელი ამორტიზაციის პირობები სენიორ ინვესტორებს იცავდა. ტრანზაქციის ჩანაწერების მიხედვით, ნოტები ვადის ბოლოს სრულად იქნა გამოსყიდული. ამგვარად, ტრანზაქციამ პრაქტიკაში აჩვენა, თუ როგორ შეიძლება მოკლევადიანი მისაღები თანხების უწყვეტი ნაკადის საფუძველზე არსებითად უფრო გრძელვადიანი კაპიტალის მოზიდვა.

თანამედროვე საილუსტრაციო მაგალითი

განსხვავებული საკითხი დგება დიდი ქართული კომპანიისთვის, რომელსაც კაპიტალის საერთაშორისო ბაზრებზე წვდომა უკვე აქვს. სილქნეტი ამგვარი შედარებისთვის სასარგებლო ორიენტირს წარმოადგენს. 2022 წლის იანვარში სს „სილქნეტმა“ გამოუშვა 300 მლნ აშშ დოლარის მოცულობის, 8.375%-იანი, 2027 წელს დასაფარი ნოტები (სს „სილქნეტი“, 2022a; Silknet JSC, 2022b). 2025 წელს შპს „სილქ როუდ გრუპ ჰოლდინგმა“ გამოუშვა 400 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის, 7.50%-იანი, ხუთწლიანი, სოლიდარული თავდებობით უზრუნველყოფილი არასუბორდინირებული ნოტები (შპს „სილქ როუდ გრუპ ჰოლდინგი“, 2025). ეს ტრანზაქციები აჩვენებს, რომ მსხვილი ქართული კორპორაციული ჯგუფისთვის საერთაშორისო კონვენციური დაფინანსება მნიშვნელოვანი მოცულობით არის ხელმისაწვდომი.

საილუსტრაციოდ განვიხილოთ სილქნეტის მსგავსი მასშტაბის სატელეკომუნიკაციო ოპერატორის მომსახურებიდან წარმოშობილი

შერჩეული მისაღები თანხების პორტფელის სექიურიტიზაციის ჰიპოთეტური ტრანზაქცია. ოპერატორი ამ პორტფელს ნამდვილი გაყიდვის მეშვეობით გაკოტრებისგან იზოლირებულ SPV-ს გადასცემს. მომხმარებლებთან ურთიერთობები და მომსახურების საბაზისო ხელშეკრულებები ოპერატორთან დარჩება, რომელიც მომსახურების ხელშეკრულების საფუძველზე გააგრძელებს მომსახურების საფასურის დარიცხვას, მომხმარებელთა მომსახურებასა და თანხების შეგროვებას. გადაცემულ მისაღებ თანხებთან დაკავშირებული შემოსულობები გადარიცხება SPV-ის სახელზე გახსნილ განცალკევებულ სატრანზაქციო ანგარიშებზე და განაწილება სექიურიტიზაციის ფულადი ნაკადების პრიორიტეტული განაწილების წესის შესაბამისად. განსაზღვრული რეკლავრული პერიოდის განმავლობაში ახლად წარმოშობილი დასაშვები მისაღები თანხები უკვე დაფარულ მისაღებ თანხებს ჩაანაცვლებს, რაც მუდმივად განახლებად მოკლევადიან პორტფელს უფრო გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების მომსახურების საშუალებას მისცემს.

SPV-ს შეუძლია გამოუშვას წილობრივი, ანუ პირველი დანაკარგის, ტრანში, მეზანიონ ტრანში და ერთი ან რამდენიმე სენიორი ტრანში. ორიგინატორს შეუძლია პირველი დანაკარგის პოზიცია მთლიანად ან ნაწილობრივ შეინარჩუნოს, ხოლო განსათავსებელი ტრანშები განსხვავებული მანდატებისა და რისკის აპეტიტის მქონე ინვესტორთა ჯგუფებს შესთავაზოს. აქტივების დასაშვებობის კრიტერიუმები, კონცენტრაციის ლიმიტები, სარებერვო მოთხოვნები, დაფარვის ტესტები და ვადამდელი ამორტიზაციის ტრიგერები დაიცავს პორტფელის ხარისხსა და მთლიანობას და, მისაღები თანხების გენერირების ან პორტფელის შედეგების გაუარესების შემთხვევაში, ტრანზაქციის რეკლავრული პერიოდის შეწყვეტასა და ვადამდელი ამორტიზაციის რეჟიმში გადასვლას გამოიწვევს.

შერჩეული პორტფელის, კაპიტალის სტრუქტურისა და ტრანშების ინვესტორებზე სათანადო ფასად განთავსების შემთხვევაში, მოსალოდნელია, რომ ასეთი სექიურიზაცია ამგვარი ოპერატორისთვის უფრო დაბალი ღირებულების, გრძელვადიან და მოქნილ დაფინანსებას, აგრეთვე განთავსების უფრო დიდ პოტენციურ მოცულობას უზრუნველყოფს. უპირატესობა წარმოიშობა იმიტომ, რომ სექიურიზებული ნოტების ინვესტორები საკუთარ თავზე იღებენ სამართლებრივად განცალკევებული მისაღები თანხების პორტფელის რისკს და არა ოპერატორის მთლიან კორპორაციულ რისკს, ხოლო ტრანშირება განსხვავებულ საინვესტიციო შეზღუდვებსა

და პრეფერენციებზე მორგებულ ფასიან ქაღალდებს ქმნის. ტრანშების ზუსტი სისქისა და სამართლიანი სპრედების დასადგენად აუცილებელია მისაღები თანხების დეტალური მონაცემები, თუმცა ასეთი მონაცემები საჭირო არ არის დაფინანსების უპირატესობის სტრუქტურული წყაროების გამოსავლენად. სურგულაძე (2026b)-ში განვითარებული მეთოდოლოგია შესაბამისი პორტფელის მონაცემების არსებობისას ამ უპირატესობის რაოდენობრივად შეფასების ჩარჩოს იძლევა.

მაგალითი სრულად ჰიპოთეტურია და არ ასახავს სილქნეტის ან რომელიმე სხვა კონკრეტული კომპანიის გამოცხადებულ გეგმას.

ცხრილი 1. კონვენციური კორპორაციული ობლიგაციით დაფინანსებისა და სექიურიზაციის შედარება

მახასიათებელი	არაუზრუნველყოფილი კორპორაციული ობლიგაცია	სექიურიზაცია
ინვესტორის მიერ აღებული ძირითადი რისკი	ემიტენტის მთლიანი კორპორაციული რისკი	შერჩეული აქტივების პორტფელის კონკრეტული ტრანშის რისკი
შეთავაზებული ფასიანი ქაღალდები	ერთი ძირითადი რისკისა და შემოსავლიანობის პროფილი	წილობრივი, მუხანინ და სენიორი ტრანშების რისკისა და შემოსავლიანობის პროფილები
პოტენციური ინვესტორები	ემიტენტის მთლიანი საკრედიტო რისკის ამაღლები ინვესტორები	ინვესტორთა განსხვავებული კლასები, რისკის აპეტიტისა და მანდატის მიხედვით
დაფინანსების ვადიანობა	კორპორაციული ობლიგაციის ვადიანობა	პორტფელის განახლების შემთხვევაში შეიძლება ცალკეული მისაღები თანხის ვადიანობას აღემატებოდეს
სტრუქტურული მოქნილობა	ჩვეულებრივ, ერთგვაროვანი პირობები	ტრანშების განსხვავებული იერარქია, ამორტიზაციის პროფილები და საკრედიტო ხარისხი
ფასწარმოქმნა	ობლიგაციის დამზერადი შემოსავლიანობა	მოითხოვს პორტფელის მონაცემებსა და სრული კაპიტალის სტრუქტურის შეფასებას

გამოყენების სხვა შესაძლო სფეროები

საქართველოში სექიურიზაციის გამოყენების შესაძლებლობები მოიცავს ფინანსურ ინსტიტუტებს, კერძო კომპანიებსა და საჯარო სექტორის საწარმოებს. ბანკებსა და სხვა კრედიტორებს შეუძლიათ კორპორაციული და მცირე და საშუალო ბიზნესის სესხების, საცხოვრებელი და კომერციული იპოთეკების, სამომხმარებლო და საკრედიტო ბარათების

სესხების, ავტოდაფინანსებისა და სალიზინგო პორტფელების სექიურიზაცია. არაფინანსურ კომპანიებს შეუძლიათ სავაჭრო და განვადებით გაყიდვებიდან წარმოშობილი მისაღები თანხების, სატელეკომუნიკაციო, ინტერნეტ, სააბონენტო და ფასიანი ტელევიზიის მომსახურების გადასახდელების, კომერციული იჯარის მისაღები თანხების, საექსპორტო მისაღები თანხებისა და სხვა განმეორებადი სახელშეკ-

რულებო მოთხოვნების სექიურიტიზაცია. კომუნალური და ენერგეტიკული კომპანიებისთვის შესაძლო საბაზისო აქტივებია ელექტროენერგიის, ბუნებრივი აირის, წყლისა და სხვა მომსახურებიდან წარმოშობილი მომხმარებელთა მისაღები თანხები, აგრეთვე ელექტროენერგიის შესყიდვის ან მსგავსი გრძელვადიანი ხელშეკრულებებით გათვალისწინებული გადახდები.

ინფრასტრუქტურულ და სახელმწიფო საკუთრებაში არსებულ საწარმოებსაც შეუძლიათ სექიურიტიზაციის გამოყენება, როდესაც ფულადი ნაკადების წარმომქმნელი აქტივებიდან იდენტიფიცირებადი და გადაცემადი გადახდის უფლებები წარმოიშობა. შესაძლო მაგალითებია სარკინიგზო სატვირთო გადაზიდვებიდან მიღებული შემოსავლები, აეროპორტისა და პორტის მოსაკრებლები, ლოგისტიკური და ტერმინალური მომსახურების საფასურები, ელექტროენერგიის წარმოებიდან, გადაცემიდან და განაწილებიდან წარმოშობილი მისაღები თანხები, აგრეთვე ჰიდროელექტროსადგურებისა და სხვა ენერგეტიკული პროექტების მიერ გენერირებული სახელშეკრულებო შემოსავლები. ასეთი სტრუქტურები საწარმოს ან საჯარო მფლობელს საშუალებას აძლევს, შეინარჩუნოს საბაზისო სტრატეგიული აქტივის საკუთრება და მართვა, ხოლო განსაზღვრული ფულადი ნაკადების საფუძველზე მოიზიდოს კაპიტალი.

ტრანზაქციის შესაბამისი ფორმა აქტივების ბუნებაზეა დამოკიდებული. გრძელვადიანმა სესხებმა და იპოთეკებმა შეიძლება საფუძველი შეუქმნას ამორტიზებად სტრუქტურებს; მოკლევადიანმა, მაგრამ მუდმივად წარმოშობილმა მისაღებმა თანხებმა — რეველვერულ სექიურიტიზაციას; ხოლო უწყვეტი სამეწარმეო საქმიანობიდან მიღებულმა პროგნოზირებადმა შემოსავლებმა — მომავალი ფულადი ნაკადების სტრუქტურებს, როდესაც შესაბამისი მოთხოვნის უფლებების სამართლებრივი იდენტიფიცირება, გადაცემა და იზოლირება შესაძლებელია. აქტივის სპეციფიკაზე მორგებულმა შეფასებამ შეიძლება

მოითხოვოს ვადამდელი დაფარვების, ვადაგადაცილების კატეგორიებს შორის მიგრაციის, პორტფელის განახლების, კონცენტრაციისა და სხვა მახასიათებლების დამატებითი მოდელირება, თუმცა ნამდვილი გაყიდვის, აქტივების იზოლირების, ტრანშირების, საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესებისა და ინვესტორთა მოთხოვნებთან მორგების ძირითადი პრინციპები უცვლელი რჩება.

დასკვნა

სექიურიტიზაცია ქართულ კომპანიებს, ფინანსურ ინსტიტუტებსა და საჯარო სექტორის საწარმოებს შესაფერისი აქტივებისა და პროგნოზირებადი ფულადი ნაკადების საფუძველზე ადგილობრივი და საერთაშორისო კაპიტალის მოზიდვის დამატებით არხს უქმნის. მისი დაფინანსების მთავარი უპირატესობა შერჩეული აქტივების პორტფელის ორიგინატორი სუბიექტის უფრო ფართო რისკებისგან სამართლებრივ განცალკევებას ეფუძნება. ეფექტიანი ნამდვილი გაყიდვისა და გაკოტრებისგან იზოლირებული SPV-ის გამოყენების შემდეგ ინვესტორები უმთავრესად გადაცემული პორტფელის შედეგებსა და ფასიანი ქაღალდების სტრუქტურასთან დაკავშირებულ რისკებს იღებენ და არა ორიგინატორის საოპერაციო, ლიკვიდობის, ფინანსური ბერკეტისა და რეფინანსირების რისკების სრულ სპექტრს. შესაბამისად, მათ შეიძლება ნაკლები რისკის პრემია მოითხოვონ, ვიდრე არაუზრუნველყოფილი კორპორაციული ვალის ინვესტორებმა.

ტრანშირება კიდევ უფრო აძლიერებს დაფინანსების ეკონომიკურ მიმზიდველობას, რადგან ერთი და იმავე საბაზისო პორტფელისგან სუბორდინაციის, დანაკარგისადმი ექსპოზიციისა და მოსალოდნელი შემოსავლიანობის განსხვავებული დონეების მქონე ფასიან ქაღალდებს უქმნის. იგი პორტფელის მთლიან საკრედიტო რისკს არ ამცირებს; სანაცვლოდ, ამ რისკს განსხვავებული საინვესტიციო მანდატებისა და რისკის აპეტიტის შესაბამის ფორმებად გადააწილებს. ეს აფართოებს პოტენციურ ინვესტორთა ბაზას, ზრდის განთავსების პოტენ-

ციურ მოცულობასა და მოქნილობას და შეუძლია მთლიანად ტრანზაქციის დაფინანსების საშუალო შენონილი ღირებულება შეამციროს. საბაზისო პორტფელი აუცილებელი არ არის ერთგვაროვნად მაღალი საკრედიტო ხარისხის იყოს: ტრანზაქციის სისქე და საკრედიტო ხარისხის გაუმჯობესების მექანიზმები შეიძლება პორტფელის დანაკარგების განაწილებასთან დაკავშირდეს ისე, რომ საკმარისად დაცული სენიორი ფასიანი ქაღალდები საშუალო საკრედიტო ხარისხის ან ჰეტეროგენული პორტფელისგანაც შეიქმნას.

2008 წლის სს „აუტო ფაინანსის“ ტრანზაქციამ ეს მექანიზმები საქართველოში სექტორული რეგულირების კანონმდებლობის მიღებამდე წარმოაჩინა. მან უზრუნველყო წვდომა დაფინანსებაზე, რომელიც კონვენციური არხებიდან პრაქტიკულად ხელმიუწვდომელი იყო, და რეგულაციური პორტფელის გამოყენებით მოკლევადიანი მისაღები თანხები ორწლიან ფასიან ქაღალდებად გარდაქმნა. სატელეკომუნიკაციო მომსახურებიდან წარმოშობილ მისაღებ თანხებზე დაფუძნებული თანამედროვე საინვესტიციო სტრუქტურა აჩვენებს, თუ როგორ შეიძლება იგივე პრინციპები გამოიყენოს მსხვილმა ემიტენტმა, რომელსაც საერთაშორისო ობლიგაციების ბაზარზე წვდომა უკვე აქვს — დაფინანსების ღირებულების შემცირების, ვადიანობის გახანგრძლივების, მოქნილობის ზრდისა და ინვესტორთა უფრო ფართო წრის მოზიდვის მიზნით.

საქართველოს მოქმედი კანონმდებლობა უკვე ქმნის კონვენციური და სინთეტიკური სექტორული რეგულირების აუცილებელი სამართლებრივი არქიტექტურის მნიშვნელოვან ნაწილს, მათ შორის SPV-ების, აქტივების გადაცემის, ტრანზაქციების, რისკის შენარჩუნებისა და ინვესტორთა დაცვის მექანიზმებს. იმ პროგნოზირებადი მომავალი ფულადი ნაკადების უფრო მკაფიო სამართლებრივმა მოწესრიგებამ, რომლებიც ჯერ იდენტიფიცირებად მოთხოვნის უფლებებად არ ჩამოყალიბებულა, შეიძლება ხელი შეუწყოს ინფრასტრუქტურული, კომუნალური და სხვა მომავალი ფულადი ნაკადების სექტორული რეგულირების ტრანზაქციებს. ბაზრის განვითარება დამატებით მოითხოვს პორტფელის სანდო მონაცემებს, მომსახურების შესაძლებლობას, დამოუკიდებელ შეფასებას, სტრეს-ტესტირებას, პროფესიულ სტრუქტურირებასა და ინფორმირებულ ინვესტორებს. გლობალური ფინანსური კრიზისის გაკვეთილებიც ადასტურებს, რომ რეიტინგი ვერ ჩაანაცვლებს რისკის გამჭვირვალე ანალიზსა და სათანადო სტრეს-სცენარებით შეფასებას.

ამრიგად, სექტორული რეგულირება უნდა განვიხილოთ არა საბანკო დაკრედიტების ან კონვენციური კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვების შემცველად, არამედ შედარებით იაფი, გრძელვადიანი და მოქნილი დაფინანსების დამატებით ტექნოლოგიად, რომელსაც შეუძლია შესაფერისი ქართული აქტივები და ფულადი ნაკადები ადგილობრივი და საერთაშორისო ინვესტორების უფრო ფართო სპექტრს დაუკავშიროს.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2024) *საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2024 წლის 29 მარტის №74/04 ბრძანება სექიურითიზაციის მარეგულირებელი წესის დამტკიცების თაობაზე*. თბილისი: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

საქართველოს პარლამენტი (2023) *საქართველოს კანონი ფასიან ქაღალდებზე გარდაქმნის შესახებ*. დოკუმენტის №3926-XIIIმს-Хმპ (15 დეკემბერი). თბილისი: საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე. ხელმისაწვდომია: <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/6001175> (წვდომა: 22 აგვისტო 2026).

სს „აუტო ფაინენს“ (2008) *2010 წელს დასაფარი 600,000 აშშ დოლარის მოცულობის 20%-იანი სენიორი ნოტები, ვადამდე გამოსყიდვის უფლებით: საბოლოო პროსპექტი*. 7 ივლისი 2008. ემისიის სახელმწიფო სარეგისტრაციო №GE2700603170-0-01; ფასიანი ქაღალდების ეროვნული საიდენტიფიკაციო №GE2700603170; ISIN GE000A0TX2J9. თბილისი: სს „აუტო ფაინენს“.

სს „სილქნეტი“ (2022a) „სილქნეტმა ევრობონდებით 300 მილიონი აშშ დოლარი მოიზიდა“, 31 იანვარი. ხელმისაწვდომია: <https://silknet.com/ge/media/singleview/1273-Eurobonds> (წვდომა: 22 აგვისტო 2026).

სურგულაძე, ლ. (2026a) „საკრედიტო დერივატივები და სექიურითიზაცია: ერთსახელიანი საკრედიტო ინსტრუმენტები“, *მონეტარული ეკონომიკა*, 2(1), გვ. 56–76.

სურგულაძე, ლ. (2026b) „საკრედიტო დერივატივები და სექიურითიზაცია: მრავალსახელიანი საკრედიტო ინსტრუმენტები“, *მონეტარული ეკონომიკა*, 2(2), გვ. 69–88.

შპს „სილქ როუდ გრუპ ჰოლდინგი“ (2025) „სილქ როუდ ჯგუფმა წარმატებით დაასრულა 400 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობის ევრობონდების განთავსება“, 29 ოქტომბერი. ხელმისაწვდომია: <https://silkdevelopment.com/ka/article/euro-bonds> (წვდომა: 22 აგვისტო 2026).

Beltran, D.O., Cordell, L. and Thomas, C.P. (2013) 'Asymmetric Information and the Death of ABS CDOs', *International Finance Discussion Papers*, No. 1075. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Fabozzi, F.J. and Kothari, V. (2008) *Introduction to Securitization*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Gorton, G.B. and Souleles, N.S. (2006) 'Special Purpose Vehicles and Securitization', in Carey, M. and Stulz, R.M. (eds) *The Risks of Financial Institutions*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 549–602.

Jobst, A.A. (2008) 'What Is Securitization?', *Finance & Development*, 45(3), pp. 48–49.

Silknet JSC (2022b) *U.S.\$300,000,000 8.375 per cent. Notes due 2027: Listing Particulars*. 26 January 2022. Tbilisi: Silknet JSC. Available at: <https://silknet.com/static/file/202202220605-silknet-listing-particulars.pdf> (Accessed: 22 August 2026).

U.S. Securities and Exchange Commission (2008) *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*. Washington, DC: U.S. Securities and Exchange Commission.

სტაბილური ვირტუალური აქტივის მიმართ ნდობის ფორმირების ფაქტორები საქართველოში: ემპირიული კვლევის შედეგები

ნინო მუშკუდიანი

ანოტაცია

წინამდებარე ნაშრომი იკვლევს ციფრულ გარემოში ნდობის ფორმირებასა და სტაბილური ვირტუალური აქტივების (სტეიბლკოინების) მიმართ მომხმარებელთა დამოკიდებულების განსაზღვრულ ფაქტორებს.

ნაშრომი სტეიბლკოინების, როგორც ინოვაციური პროდუქტის, განვითარებას ინოვაციების თეორიის პერსპექტივიდან განიხილავს. თეორიული მსჯელობის ემპირიული მხარდაჭერის მიზნით, კვლევის ფარგლებში ჩატარდა მომხმარებელთა გამოკითხვა, რომლის საშუალებითაც შესწავლილ იქნა სტეიბლკოინების შესახებ ინფორმირებულობა, ცოდნა, გამოყენება, უსაფრთხოების აღქმა და ნდობა. მონაცემთა ანალიზისთვის გამოყენებულ იქნა სტატისტიკური მეთოდები, მათ შორის, Spearman-ის რანგული კორელაციის ანალიზი.

კვლევის შედეგებმა აჩვენა, რომ ნდობასა და უსაფრთხოების აღქმას შორის არსებობს ძლიერი, დადებითი და სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი. ასევე ძლიერი კორელაცია გამოვლინდა, ერთი მხრივ, ინფორმირებულობასა და ცოდნას და, მეორე მხრივ, გამოყენებასა და ცოდნას შორის. რეგულირებული სტეიბლკოინის მიმართ ნდობასთან ყველაზე ძლიერი კავშირი უსაფრთხოების აღქმამ აჩვენა, ხოლო რეგულირების მნიშვნელობასთან კავშირი შედარებით სუსტი, თუმცა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა.

მიღებული შედეგები მიუთითებს, რომ სტეიბლკოინის, როგორც ინოვაციური პროდუქტის, მიღება და მის მიმართ ნდობის ფორმირება დაკავშირებულია მომხმარებელთა ცოდნასთან, ინფორმირებულობასთან და აღქმულ უსაფრთხოებასთან. ამასთან, მხოლოდ რეგულირების არსებობა არ არის საკმარისი მაღალი ნდობის უზრუნველსაყოფად. შესაბამისად, სტაბილური ვირტუალური აქტივების განვითარებისა და მათი გამოყენების გაფართოებისთვის მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ მკაფიო მარეგულირებელი ჩარჩოს არსებობა, არამედ ინფორმირებული მომხმარებლებისა და უსაფრთხო ციფრული გარემოს ჩამოყალიბება.

საკვანძო სიტყვები: ციფრული ტექნოლოგიები, ვირტუალური აქტივები, სტაბილური ვირტუალური აქტივი, ნდობა, უსაფრთხოება, რეგულირება, ინოვაციების თეორია.

შესავალი

ეკონომიკური განვითარება ინოვაციებთან დაკავშირებული დინამიკური პროცესია, რომლის ფარგლებშიც ახალი პროდუქტები, ტექნოლოგიები და წარმოების ორგანიზაციის ფორმები ცვლის არსებულებს და ეკონომიკის სტრუქტურის ტრანსფორმაციას განაპირობებს (Schumpeter, 1942). ტექნოლოგიური პროგრესი სულ უფრო მჭიდროდ უკავშირდება ინფორმაციის შექმნას, შენახვას, დამუშავებასა და გავრცელებას. ინფორმაციის ციფრულ ფორმატში შენახვის მასშტაბების ზრდასთან ერთად, მონაცემები

და მათი დამუშავების შესაძლებლობები ეკონომიკური განვითარების მნიშვნელოვან ფაქტორად იქცა.

ინტერნეტისა და World Wide Web-ის დამკვიდრება ციფრული ტექნოლოგიების წინსვლის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ეტაპად იქცა, რამაც რადიკალურად შეცვალა ინფორმაციის გაცვლისა და მოხმარების არხები. შემდგომში სმარტფონებისა და ღრუბლოვანი ტექნოლოგიების გავრცელებამ კიდევ უფრო გაამარტივა ციფრულ სერვისებზე წვდომა და მონაცემთა დამუშავების, შენახვისა და გაზიარების ახალი შესაძლებლობები შექმნა (Mell and Grance, 2011). აღნიშნულმა პროცესებმა საფუძველი ჩაუყარა თანამედროვე ციფრულ ეკონომიკას, რომელშიც ტექნოლოგიური ინოვაციები სულ უფრო მეტად განაპირობებს ფინანსური სექტორის განვითარებას და მომხმარებელთა ქცევას.

ციფრულმა ტრანსფორმაციამ მნიშვნელოვნად შეცვალა ფინანსური ურთიერთობების ფორმა, მონაწილეები და ინფრასტრუქტურა. ფილიალებისა და ტრადიციული შუამავლებისგან ფინანსური მომსახურება თანდათან გადავიდა ციფრულ პლატფორმებზე, მობილურ აპლიკაციებსა და ავტომატიზებულ სისტემებზე. ამ პროცესმა გაზარდა ფინანსური მომსახურების სისწრაფე, ხელმისაწვდომობა და მასშტაბირება და ხელი შეუწყო ახალი ფინანსური შუამავლებისა და ბიზნესმოდელების ჩამოყალიბებას. ბლოკჩეინისა და განაწილებული აღრიცხვის ტექნოლოგიების განვითარებამ კი შექმნა ღირებულების ციფრულად წარმოდგენის, გადაცემისა და შენახვის ახალი შესაძლებლობები. ამ კონტექსტში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს სტაბილური ვირტუალური აქტივები (შემდგომში — სტეიბლკოინები), რომლებიც ციფრული აქტივების ტექნოლოგიურ მახასიათებლებს ღირებულების სტაბილურობის იდეას უკავშირებს. სტეიბლკოინების განვითარება ვირტუალური აქტივების ფასის მაღალი მერყეობის პირობებში უფრო სტაბილური ციფრული ღირებულების შექმნის საჭიროებამ განაპირობა. პირველი სტეიბლკოინები 2014 წელს გამოჩნდა და შემდგომში ფართოდ გავრცელდა (Arner et al., 2020;

Ferreira, 2021). პარალელურად ჩამოყალიბდა მათი უზრუნველყოფისა და ღირებულების სტაბილურობის შენარჩუნების სხვადასხვა მოდელი, მათ შორის, ფიატურ ვალუტაზე, სხვა ვირტუალურ აქტივებსა და ალგორითმულ მექანიზმებზე დაფუძნებული მოდელები (Ferreira, 2021).

ვირტუალურ აქტივებთან დაკავშირებულ ტექნოლოგიურ და ფინანსურ რისკებთან, ინფორმაციის ასიმეტრიასა და კიბერუსაფრთხოებასთან ერთად, განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს მომხმარებელთა ნდობის ფორმირება და შენარჩუნება. უკანასკნელი მხოლოდ ტექნოლოგიის ფუნქციონირებას არ ეფუძნება და დაკავშირებულია ინფორმაციის გამჭვირვალობასთან, მომსახურების მიმწოდებლის სანდოობასთან, აქტივების უსაფრთხოებასთან, რისკების მართვასა და რეგულირების ეფექტიანობასთან.

ციფრულ ფინანსურ გარემოში ნდობის მნიშვნელობა იზრდება, რადგან ფინანსური ოპერაციების განხორციელება ხშირად ეფუძნება ტექნოლოგიურ ინფრასტრუქტურას, რომლის ფუნქციონირების მექანიზმები მომხმარებლისთვის სრულად გამჭვირვალე არ არის (Gambetta, 1988).

წინამდებარე სტატიის მიზანია სტეიბლკოინების მიმართ მომხმარებელთა ნდობისა და მისი განმსაზღვრელი ფაქტორების შესწავლა. ნაშრომში განხილულია საქართველოში ვირტუალური აქტივების ეკოსისტემის, მათ შორის სტეიბლკოინების, განვითარების ძირითადი ტენდენციები და ნდობის თეორიული საფუძვლები. კვლევის ფარგლებში განხორციელდა რაოდენობრივი კვლევა ონლაინ-გამოკითხვის მეთოდით, რომლის საფუძველზეც შეფასდა რესპონდენტთა ინფორმირებულობა, ცოდნა, უსაფრთხოების აღქმა და ნდობა სტეიბლკოინების მიმართ.

ლიტერატურის მიმოხილვა

მომხმარებელთა ნდობის ერთ-ერთ თეორიულ საფუძვლად შეიძლება განვიხილოთ Gambetta-ს (1988) მიდგომა, რომლის მიხედვითაც ნდობა განსაკუთრებით აქტუალური ხდება

გაურკვევლობის პირობებში, როდესაც ინდივიდი დამოკიდებულია სხვა მხარის მომავალ ქცევაზე და არ შეუძლია მისი სრულად გაკონტროლება. Mayer, Davis and Schoorman (1995) ნდობას განსაზღვრავენ როგორც ერთი მხარის მზადყოფნას, იყოს მონყვლადი მეორე მხარის ქმედებების მიმართ, იმ მოლოდინით, რომ ეს უკანასკნელი განახორციელებს ნაკისრ ვალდებულებებს. ავტორები ნდობის ფორმირების უმნიშვნელოვანეს ფაქტორებად გამოყოფენ კომპეტენტურობას (ability), კეთილსინდისიერებას (integrity) და კეთილგანწყობას (benevolence). აღნიშნული მიდგომა განსაკუთრებით რელევანტურია ციფრულ ეკონომიკაში, სადაც მომხმარებელი გადაწყვეტილებას ხშირად იღებს არასრული ინფორმაციისა და აღქმული რისკის პირობებში. ნდობის კვლევა ინტერდისციპლინური ხასიათისაა და აერთიანებს ფსიქოლოგიურ, სოციოლოგიურ, ეკონომიკურ, მენეჯერულ და ინფორმაციული სისტემების მიდგომებს. შესაბამისად, ციფრულ ფინანსურ გარემოში ნდობის შესწავლა მოითხოვს როგორც ინდივიდის აღქმების, ისე ტექნოლოგიური და ინსტიტუციური ფაქტორების გათვალისწინებას.

Luhmann-ის (1979) მიხედვით, ნდობა წარმოადგენს სოციალურ მექანიზმს, რომელიც ამცირებს სირთულეს და ინდივიდს საშუალებას აძლევს გადაწყვეტილებები მიიღოს მაშინაც კი, როდესაც მას არ შეუძლია ყველა შესაძლო რისკისა და ინფორმაციის სრულად გადამოწმება. ამ თვალსაზრისით, ნდობა ამცირებს გადაწყვეტილების მიღებისას არსებული გაურკვევლობისა და ინფორმაციული დატვირთვის გავლენას.

Gambetta (1988) ნდობას განიხილავს როგორც სუბიექტურ ალბათობას, რომ სხვა პირი ან ორგანიზაცია კონკრეტულ სიტუაციაში ისეთ ქმედებას განახორციელებს, რომელიც ჩვენთვის სასარგებლო ან, სულ მცირე, საზიანო არ იქნება. შესაბამისად, ნდობა არ გულისხმობს მხოლოდ რწმენას, არამედ წარმოადგენს მეორე მხარის ქცევის მოსალოდნელი სანდოობის შეფასებას. აღნიშნული მიდგომები განსაკუთრებით აქტუალურია ციფრულ გარემოში, სადაც ეკონომიკური

ურთიერთობები სულ უფრო ხშირად ხორციელდება ტექნოლოგიური პლატფორმების, ალგორითმების, ციფრული იდენტიფიკაციის სისტემებისა და ავტომატიზებული პროცესების მეშვეობით. ასეთ პირობებში ნდობის ობიექტი მხოლოდ კონკრეტული პირი ან ორგანიზაცია აღარ არის და შეიძლება მოიცავდეს ტექნოლოგიურ სისტემას, პლატფორმას, მონაცემთა დაცვის მექანიზმებსა და შესაბამის ინსტიტუციურ გარემოს.

McKnight, Choudhury and Kacmar (2002) ელექტრონული კომერციის კონტექსტში ნდობას მრავალგანზომილებიან ფენომენად განიხილავს და გამოყოფენ ინსტიტუციებზე დაფუძნებულ ნდობას, ნდობით განპირობებულ რწმენებს და ნდობით განპირობებულ განზრახვებს. ეს მიდგომა სრულად ესადაგება ციფრულ ფინანსურ მომსახურებას, რადგან მომხმარებლის ნდობა ამ შემთხვევაში შეიძლება დამოკიდებული იყოს არა მხოლოდ კონკრეტული მომსახურების მიმწოდებლის მახასიათებლებზე, არამედ მთლიანად ინსტიტუციური გარემოს სანდოობის აღქმაზე.

ციფრულ გარემოში ნდობის ფორმირება, შესაბამისად, დაკავშირებულია არა მხოლოდ კონკრეტული აქტორის სანდოობასთან, არამედ ტექნოლოგიური სისტემის უსაფრთხოებასთან, კონფიდენციალურობასთან, საიმედოობასა და ინფრასტრუქტურის მდგრადობასთან. Lim et al. (2021) აღნიშნავენ, რომ ციფრულ სამყაროში ნდობა შეიძლება განიხილებოდეს ადამიანებს, მოწყობილობებსა და ინფრასტრუქტურას შორის ურთიერთქმედების მექანიზმად.

ციფრული ტექნოლოგიებისა და სერვისების მომხმარებლის მიერ მიღებისა და გამოყენების განმსაზღვრელი ფაქტორების კვლევებში მნიშვნელოვანი ყურადღება ეთმობა ნდობასა და აღქმულ რისკს. Pavlou (2003) ტექნოლოგიის მიღების მოდელში აერთიანებს ნდობას, აღქმულ რისკს, აღქმულ სარგებლიანობასა და გამოყენების სიმარტივეს. ავტორის მიხედვით, ონლაინ ტრანზაქციის განხორციელების გადაწყვეტილება მხოლოდ ტექნოლოგიის სარგებლიანობასა და გამოყენების სიმარტივეზე არ

არის დამოკიდებული; მნიშვნელოვანია ისიც, რამდენად უსაფრთხოდ და სანდოდ აღიქვამს მომხმარებელი ონლაინ გარემოს.

მსგავს დასკვნამდე მივიდნენ Gefen, Karahanna and Straub (2003), რომლებმაც ნდობა ტექნოლოგიის მიღების მოდელს დაუკავშირეს. მათი კვლევის მიხედვით, ონლაინ გარემოში მომხმარებლის ქცევის პროგნოზირებისას ნდობა შესაძლოა ისეთივე მნიშვნელოვანი იყოს, როგორც აღქმული სარგებლიანობა და გამოყენების სიმარტივე.

ბლოკჩეინზე დაფუძნებული სისტემების განვითარებამ ნდობის საკითხი კიდევ უფრო გაართულა. ბლოკჩეინის ერთ-ერთი მთავარი იდეა იყო ისეთი სისტემების შექმნა, რომლებშიც მონაწილეებს არ სჭირდებათ ცენტრალური სანდო შუამავალი და ნდობა ნაწილობრივ ჩანაცვლებულია კრიპტოგრაფიით, კონსენსუსის მექანიზმებითა და პროგრამული კოდით. თუმცა, კვლევები მიუთითებს, რომ ე.წ. trustless სისტემები ნდობის საჭიროებას სრულად არ აქრობენ. Saengchote, Putniņš and Samphantharak (2023) კვლევა აჩვენებს, რომ DeFi-ის გარემოშიც მნიშვნელოვანია ნდობა როგორც ადამიანებისა და ინსტიტუტების, ისე ტექნოლოგიური სისტემების მიმართ, ვინაიდან კოდი და ე.წ. ჭკვიანი კონტრაქტები ყველა შესაძლო რისკის აღმოფხვრას ვერ უზრუნველყოფს. ციფრულ ფინანსებში ნდობის ბუნება უფრო მეტად იცვლება, ვიდრე ქრება. ტრადიციული მოდელი — „მე ვენდობი ბანკს“ — იცვლება უფრო კომპლექსური მოდელით: „მე ვენდობი ბანკს, ტექნოლოგიას, პლატფორმას, მონაცემთა დაცვის მექანიზმებს, სამართლებრივ სისტემასა და რეგულატორს.“

ეს ცვლილება განსაკუთრებით მკაფიოდ ვლინდება სტეიბლკოინების შემთხვევაში. სტეიბლკოინის მოდელის საფუძველია მომხმარებლის რწმენა, რომ აქტივის ღირებულება შენარჩუნდება და საჭიროების შემთხვევაში შესაძლებელი იქნება მისი შესაბამის სარეზერვო აქტივზე ან ფიატურ ვალუტაზე გადაცვლა. ამრიგად, სტეიბლკოინის მიმართ ნდობის ფორმირება ეფუძნება ურთიერთდაკავშირე-

ბულ კომპონენტებს: ემიტენტს → სარეზერვო აქტივებს → გამჭვირვალობას → გამოსყიდვას → რეგულაციას → ტექნოლოგიას. მომხმარებელს უნდა სჯეროდეს, რომ ემიტენტი კომპეტენტურია, სარეზერვო აქტივი რეალურად არსებობს და საკმარისია, მისი ხარისხი მისაღებია, ინფორმაცია გამჭვირვალეა და გამოსყიდვის მექანიზმი რეალურად ფუნქციონირებს.

ამ საკითხთან დაკავშირებით მნიშვნელოვანია Ahmed, Aldasoro and Duley (2024) კვლევა, რომლის მიხედვითაც სტეიბლკოინის სარეზერვო აქტივის ხარისხი, გამჭვირვალობა და მომხმარებლების აღქმა არსებით გავლენას ახდენს მისი ღირებულების სტაბილურობაზე. ავტორები მიუთითებენ, რომ გამჭვირვალობის ზრდა ყოველთვის ავტომატურად არ იწვევს სტაბილურობის ზრდას. სტეიბლკოინის შემთხვევაში მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ ინფორმაციის მოცულობა, არამედ რეზერვების აღქმული ხარისხი და ეფექტიანი გამოსყიდვის შესაძლებლობა. ამგვარად, გამჭვირვალობის გავლენა ნდობაზე ერთმნიშვნელოვანი არ არის: რეზერვების შესახებ ინფორმაციის გამჟღავნებამ შეიძლება ნდობა გააძლიეროს, თუ იგი რეზერვების ხარისხთან დაკავშირებით დადებით მოლოდინს ადასტურებს. ამასთან, უარყოფითი ინფორმაციის გამოვლენამ შესაძლოა ნდობა შეასუსტოს. შესაბამისად, ნდობაზე გავლენა დამოკიდებულია იმაზე, თუ რას ავლენს რეზერვების შესახებ ინფორმაცია. სწორედ ამ ორმაგ ეფექტში ვლინდება სტეიბლკოინის მიმართ ნდობის ერთ-ერთი პარადოქსი.

სტეიბლკოინისადმი ნდობის საკითხი მეტ აქტუალურობას იძენს, როდესაც იგი განიხილება როგორც ფულის მსგავსი ციფრული ინსტრუმენტი. BIS-ის 2026 წლის ანგარიშში ხაზგასმულია, რომ სტეიბლკოინები მნიშვნელოვან პოტენციალს ქმნიან ტოკენიზაციის, სწრაფი და პროგრამირებადი გადახდების მიმართულებით, თუმცა მათი არსებული დიზაინი ფულის ყველა ფუნდამენტურ თვისებას სრულად ვერ უზრუნველყოფს. ამ კონტექსტში განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ფულის ნომინალური ერთგვაროვნება (single-

ness of money) — სხვადასხვა ფორმის ფულის ერთსა და იმავე ნომინალურ ღირებულებაში კონვერტირებადობა. შესაბამისად, სთეიბლკოინების ფართო გამოყენება აჩენს დამატებით კითხვებს ფულისადმი ნდობის, გამოსყიდვისა და მონეტარული სისტემის სტაბილურობის შესახებ.

სთეიბლკოინის მიმართ ნდობა განსხვავდება ჩვეულებრივი ვირტუალური აქტივის მიმართ ნდობისგან. ბიტკოინის შემთხვევაში მომხმარებლის ნდობა ძირითადად დეცენტრალიზებულ ქსელსა და მის ტექნოლოგიურ არქიტექტურას უკავშირდება, მაშინ როდესაც ფიატურ სახსრებზე მიბმული სთეიბლკოინის შემთხვევაში ნდობის მნიშვნელოვანი ნაწილი გადადის ემიტენტზე, რეზერვებზე, გამოსყიდვის მექანიზმსა და რეგულატორულ ზედამხედველობაზე. აქედან გამომდინარე, სთეიბლკოინი შეიძლება განვიხილოთ როგორც ჰიბრიდული ნდობის სისტემა, რომელშიც ტექნოლოგიური და ინსტიტუციური ნდობა ერთმანეთთან არის დაკავშირებული.

ციფრული ფინანსების განვითარებას ევოლუციის რეგულატორის როლს ნდობის ფორმირებაში. თუ მომხმარებელს არ შეუძლია დამოუკიდებლად შეაფასოს ემიტენტის ფინანსური მდგომარეობა, რეზერვების ხარისხი, ტექნოლოგიური რისკები ან კიბერუსაფრთხოება, რეგულატორის ზედამხედველობა შეიძლება ნდობის დამატებით წყაროდ იქცეს. აქ განსაკუთრებით რელევანტურია McKnight et al.-ის (2002) მიერ შემოთავაზებული ინსტიტუციაზე დაფუძნებული ნდობის (institution-based trust) კონცეფცია, რომლის მიხედვითაც მომხმარებელი შესაძლოა კონკრეტულ ორგანიზაციას პირადად არ იცნობდეს, თუმცა ენდობოდა იმ სამართლებრივ და ინსტიტუციურ გარემოს, რომელშიც იგი მოქმედებს.

არსებულ აკადემიურ ლიტერატურაში სთეიბლკოინების შესახებ კვლევები ძირითადად კონცენტრირებულია ფინანსურ სტაბილურობაზე, რეზერვების ხარისხზე, ფიატურ ვალუტასთან მიმდინარე მდგრადობაზე, გამოსყიდვის რისკებსა

და რეგულირებაზე. ამასთან, შედარებით ნაკლებად არის შესწავლილი, როგორ აისახება ტექნოლოგიის, ემიტენტისა და ინსტიტუციური და რეგულატორული გარემოს მიმართ ნდობა სთეიბლკოინის გამოყენების განზრახვაზე, განსაკუთრებით მცირე და განვითარებადი ეკონომიკების პირობებში.

საქართველოს კონტექსტში არსებული კვლევები ძირითადად ციფრული საბანკო მომსახურებების გამოყენებასა და ფინანსური ინსტიტუტების მიმართ მომხმარებელთა დამოკიდებულებას შეისწავლის. მაგალითად, Todua and Gogitidze (2024) ციფრული ბანკინგის გამოყენების განზრახვის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორად ნდობას განიხილავენ და აჩვენებენ მის დადებით გავლენას მომხმარებლის ქცევით განზრახვაზე. ამავე ავტორების 2026 წელს გამოქვეყნებული უფრო ახალი კვლევა, რომელიც 433 რესპონდენტის მონაცემებს ეფუძნება, ასევე ადასტურებს მომხმარებლის ნდობასა და ციფრული ბანკინგის გამოყენების განზრახვას შორის სტატისტიკურად მნიშვნელოვან დადებით კავშირს ($\beta = 0.432$, $p < 0.01$). ამასთან, საქართველოს კონტექსტში მომხმარებელთა ნდობა უშუალოდ სთეიბლკოინებისა და მათთან დაკავშირებული ციფრული ფინანსური სერვისების მიმართ ნაკლებად არის შესწავლილი. ეს საკითხი დამატებით ინტერესს იძენს იმ პირობებში, როდესაც საქართველოში ციფრული ფინანსური სერვისების, ვირტუალური აქტივებისა და სთეიბლკოინების განვითარება მათი მარეგულირებელი და ინსტიტუციური ჩარჩოს გაძლიერების პარალელურად მიმდინარეობს. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია შეფასდეს არა მხოლოდ, ენდობიან თუ არა მომხმარებლები სთეიბლკოინს, არამედ ისიც, რომელ წყაროებს ეფუძნება ეს ნდობა — ტექნოლოგიას, ემიტენტს, რეზერვებს თუ მარეგულირებელს. ამ მიდგომის საფუძველზე, სთეიბლკოინისადმი ნდობა შეიძლება განვიხილოთ არა როგორც ერთგანზომილებიანი ცვლადი, არამედ როგორც ტექნოლოგიური, ეკონომიკური და ინსტიტუციური ნდობის ურთიერთქმედების შედეგი.

კვლევის კონცეპტუალური ჩარჩო

ციფრული ტექნოლოგიების განვითარებასთან ერთად, საქართველოში თანდათან ჩამოყალიბდა გარემო, რომელშიც მომხმარებელთა გადაწყვეტილებები სულ უფრო მეტად უკავშირდება ციფრული ფინანსური ინოვაციების გამოყენებას. ამ ტენდენციაზე მიუთითებს, მათ შორის, ღია ბანკინგის მომსახურებების მზარდი გამოყენებაც. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებით, 2025 წლის თებერვლიდან 2026 წლის თებერვლამდე პერიოდში ღია ბანკინგის მომსახურებების გამოყენების შემთხვევათა რაოდენობამ 9.3 მილიონს გადააჭარბა, ხოლო განხორციელებული ტრანზაქციების რაოდენობამ – 915 000-ს (სებ, 2026). ციფრული საბანკო სერვისების ფართოდ გამოყენების კვალობაზე, 2022–2023 წლებში ჩამოყალიბდა ვირტუალური აქტივების სამართლებრივი ჩარჩო, ხოლო 2025–2026 წლებში — სტეიბლკოინების რეგულირების საფუძვლები, რამაც საქართველოში ციფრული ფინანსური ეკოსისტემის შემდგომ განვითარებას შეუწყო ხელი.

სტეიბლკოინის რეგულირება შეიძლება განვიხილოთ როგორც ინსტიტუციური ნდობის ფორმირების მექანიზმი. როდესაც მომხმარებლისთვის ხელმისაწვდომია ინფორმაცია ემიტენტის, სარეზერვო აქტივების, რისკების მართვისა და გამოსყიდვის პირობების შესახებ, მცირდება ინფორმაციული ასიმეტრია და მომხმარებელს მეტი ინფორმაცია აქვს გადაწყვეტილების მისაღებად. შესაბამისად, რეგულირება მხოლოდ სამართლებრივი მოთხოვნების ერთობლიობა არ არის, იგი ნდობის ფორმირების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორია.

წინამდებარე კვლევის ძირითადი დაშვებაა, რომ სტეიბლკოინის გამოყენების განზრახვა დამოკიდებულია მომხმარებლის მიერ მისი სარგებლიანობისა და უსაფრთხოების აღქმაზე, ნდობის დონესა და აღქმულ რისკზე. ამასთან, სტეიბლკოინის სპეციფიკის გათვალისწინებით, ნდობა მოიცავს ტექნოლოგიის, ემიტენტის, რეზერვების, ინსტიტუციური და რეგულატორული გარემოს მიმართ ნდობას.

შესაბამისად, კვლევის კონცეპტუალური ლოგიკა შეიძლება შემდეგნაირად ჩამოყალიბდეს:

- ტექნოლოგიის მიმართ ნდობა + ემიტენტის მიმართ ნდობა + რეზერვების მიმართ ნდობა + ინსტიტუციური და რეგულატორული გარემოს მიმართ ნდობა → სტეიბლკოინის გამოყენების განზრახვასთან დადებითი კავშირი;
- აღქმული რისკი → სტეიბლკოინის გამოყენების განზრახვასთან უარყოფითი კავშირი.

ამგვარად, სტატია სტეიბლკოინისადმი ნდობას განიხილავს როგორც ტექნოლოგიის, ეკონომიკური და ინსტიტუციური ფაქტორების ურთიერთქმედების შედეგს, ხოლო კვლევის ემპირიული ნაწილი მიზნად ისახავს იმის შეფასებას, თუ რომელი ფაქტორებია მომხმარებლისთვის ყველაზე მნიშვნელოვანი სტეიბლკოინის გამოყენების გადაწყვეტილების მიღებისას.

კვლევის მეთოდოლოგია

კვლევის ემპირიული ნაწილისთვის გამოყენებულ იქნა ონლაინ-კითხვარი, რომლის მიზანი იყო სტეიბლკოინების შესახებ რესპოდენტთა ინფორმირებულობისა და ცოდნის, გამოყენების გამოცდილების, სტეიბლკოინების მიმართ ნდობისა და უსაფრთხოების აღქმის, აგრეთვე რეგულირების მნიშვნელობის შეფასება.

კვლევაში მონაწილეობა მიიღო 135-მა რესპოდენტმა, რომელთა საქმიანობის სფერო და პროფესიული გამოცდილება განსხვავდებოდა. რესპოდენტებს შორის იყვნენ ფინანსურ სექტორში დასაქმებული პირები, პედაგოგები, სტუდენტები და პენსიონერები, რაც კვლევაში საზოგადოების სხვადასხვა ჯგუფის წარმომადგენლების მოსაზრებების გათვალისწინების შესაძლებლობას იძლევა.

დამოკიდებულებებისა და აღქმების შესაფასებლად დასმულ კითხვებში გამოყენებულ იქნა 5-ბალიანი Likert-ის ტიპის სკალა. მონაცემთა ანალიზის პირველ ეტაპზე განხორციელდა

აღწერითი სტატისტიკური ანალიზი, რომლის საშუალებითაც განისაზღვრა პასუხების სიხშირეები და პროცენტული განაწილებები, აგრეთვე შეფასებითი ცვლადების ცენტრალური ტენდენციის მაჩვენებლები. აღნიშნული ანალიზის საფუძველზე გამოიკვეთა რესპონდენტთა დამოკიდებულებებისა და პასუხების ზოგადი ტენდენციები.

ცვლადებს შორის შესაძლო კავშირების შესასწავლად გამოყენებულ იქნა კროსტაბულაცია, რომლის საშუალებითაც ერთი ცვლადის პასუხების განაწილება შედარდა მეორე ცვლადის კატეგორიების მიხედვით. აღნიშნულმა ანალიზმა ცვლადებს შორის ურთიერთიმართების აღწერითი სურათის მიღების შესაძლებლობა მოგვცა. კერძოდ, შეფასდა, იყო თუ არა სტეიბლკოინის გამოყენების სურვილი უფრო მაღალი იმ რესპონდენტებში, რომლებსაც ციფრულ აქტივებთან მუშაობის ან გამოყენების გამოცდილება ჰქონდათ. ამასთან, ჯგუფებს შორის პროცენტული განსხვავება თავისთავად არ მიუთითებს სტატისტიკურად მნიშვნელოვან კავშირზე. მისი მნიშვნელობის შესაფასებლად გამოყენებულ იქნა χ^2 (Chi-square) ტესტი, რომლის საშუალებითაც შემოწმდა კატეგორიულ ცვლადებს შორის კავშირის სტატისტიკური მნიშვნელობა. იმ შემთხვევებში, როდესაც კროსტაბულაციის ცალკეულ უჯრებში დაკვირვებული ან მოსალოდნელი სიხშირეები მცირე იყო, შესაბამისი კატეგორიები გაერთიანდა χ^2 ტესტის გამოყენებისთვის აუცილებელი პირობების დასაკმაყოფილებლად.

ცვლადებს შორის კავშირის მიმართულებისა და სიძლიერის შესაფასებლად გამოყენებულ იქნა Spearman-ის რანგული კორელაციის კოეფიციენტი (ρ), რომელიც მიზანშეწონილია რიგითი, მათ შორის Likert-ის ტიპის მონაცემების ანალიზისთვის.

სტატისტიკური შემოწმებისათვის ჩამოყალიბდა შემდეგი ჰიპოთეზები:

- H_0 (ნულოვანი ჰიპოთეზა): ცვლადებს შორის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი არ არსებობს;
- H_1 (ალტერნატიული ჰიპოთეზა): ცვლადებს შორის არსებობს სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი.

ჰიპოთეზების სტატისტიკური შემოწმებისთვის გამოყენებულ იქნა 0.05-ის მნიშვნელოვნობის დონე ($\alpha = 0.05$). სტატისტიკური ტესტების შესაბამისი პირობების დასაცავად, კატეგორიული ცვლადების შემთხვევაში გათვალისწინებულ იქნა დაკვირვებული და მოსალოდნელი სიხშირეები. როდესაც $p < 0.05$, შედეგი სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად მიიჩნევა და ნულოვანი ჰიპოთეზა უარყოფილია. ხოლო როდესაც $p \geq 0.05$, შედეგი სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად არ მიიჩნევა და ნულოვანი ჰიპოთეზის უარყოფის საფუძველი არ არსებობს.

ამრიგად, კროსტაბულაცია გამოყენებულ იქნა ჯგუფებსა და კატეგორიებს შორის განსხვავებების აღსაწერად, χ^2 ტესტი — კატეგორიულ ცვლადებს შორის კავშირის სტატისტიკური მნიშვნელობის შესაფასებლად, ხოლო Spearman-ის რანგული კორელაციის კოეფიციენტი — ცვლადებს შორის ურთიერთკავშირის მიმართულებისა და სიძლიერის შესაფასებლად. კერძოდ, Spearman-ის კორელაციის გამოყენებით შეფასდა ისეთი ცვლადების ურთიერთკავშირი, როგორიცაა სტეიბლკოინის შესახებ ცოდნა, მათ მიმართ ნდობა, უსაფრთხოების აღქმა და სტეიბლკოინების გამოყენების განზრახვა.

კვლევა ჩატარდა ონლაინ-კითხვარის (Google Forms) გამოყენებით, რომელიც სოციალური ქსელებისა და პროფესიული კონტაქტების საშუალებით გავრცელდა. მიღებული შედეგები ასახავს რესპონდენტთა დამოკიდებულებებს მონაცემთა შეგროვების პერიოდში და შესაძლოა შეიცვალოს ბაზრის მდგომარეობის, მარეგულირებელი გარემოს ან ტექნოლოგიური განვითარების ცვლილებების შედეგად.

კვლევის შედეგები და მონაცემთა ანალიზი

კვლევის ერთ-ერთ ძირითად შეზღუდვას წარმოადგენს არაპრობაბილისტური შერჩევა, რის გამოც მიღებული შედეგების საქართველოს მთელ მოსახლეობაზე განზოგადების შესაძლებლობა შეზღუდულია. გარდა ამისა, მონაცემები ეფუძნება რესპონდენტთა სუბიექტურ აღქმებსა და თვითშეფასებას, ხოლო სტეიბლკოინების შესახებ ცოდნის განსხვავებულმა დონემ შესაძლოა გავლენა მოახდინოს მათ პასუხებზე.

მონაცემთა ანალიზი მოიცავდა სტეიბლკონინების მიმართ ნდობის დონისა და ნდობაზე მოქმედი ძირითადი ფაქტორების შესწავლას.

დახურული ტიპის კითხვებისთვის გამოითვალა პასუხთა სიხშირეები და პროცენტული განაწილებები, ხოლო რეიტინგული სკალით შეფასებული კითხვებისთვის გაანალიზდა პასუხთა განაწილება და ცენტრალური ტენდენციის მაჩვენებლები, მათ შორის საშუალო და მედიანა. რესპონდენტთა სხვადასხვა ჯგუფს შორის განსხვავებებისა და ცვლადებს შორის შესაძლო კავშირების შესასწავლად გამოყენებულ იქნა შედარებითი და ასოციაციური ანალიზის მეთოდები. კერძოდ, კროსტაბულაციისა და χ^2 ტესტის საშუალებით შეფასდა კატეგორიულ ცვლადებს შორის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი ასოციაციები, ხოლო ცვლადებს შორის სტატისტიკური კავშირის შესაფასებლად გამოყენებულ იქნა კორელაციული ანალიზი,

კერძოდ, სპირმენის რანგული კორელაციის კოეფიციენტი (Spearman's ρ). ნდობის განმსაზღვრელი ფაქტორების დამატებითი შეფასებისთვის ჩატარდა ბინარული ლოგისტიკური რეგრესიული ანალიზი.

კვლევის შედეგების მიხედვით, გამოკითხულთა 79.3% ინფორმირებულია სტეიბლკონინების შესახებ, თუმცა მათი გამოყენების გამოცდილება შედარებით ნაკლებია: სტეიბლკონინი გამოყენებული აქვს რესპონდენტთა 34.1%-ს, ხოლო 65.9%-ს მისი გამოყენების გამოცდილება არ აქვს. გამოკითხულთა 49.6% მიიჩნევს, რომ სტეიბლკონინებს შეუძლია ტრადიციული გადახდის საშუალებების ეფექტიანად ჩანაცვლება. ამასთან, რესპონდენტთა 80.5%-ისთვის მნიშვნელოვანია, რომ სტეიბლკონინების საქმიანობა საზედამხებდელი ორგანოს მიერ რეგულირდებოდეს (იხ. ცხრილი 1).

ცხრილი 1. გამოკითხვის ზოგადი მიმოხილვა

მაჩვენებელი	შედეგი
სტეიბლკონინის შესახებ სმენია	79.3%
სტეიბლკონინი გამოყენებულია	34.1%
ღირებულების სტაბილურობის საშუალო ნდობა (1-5)	3.07
მიიჩნევს უსაფრთხო/ძალიან უსაფრთხო	58.1%
აღიარებს რეგულირების მნიშვნელობას	80.5%
ენდობა რეგულირებულ ლარზე მიბმულ სტეიბლკონინს	78.2%
იქნებოდა, რომ სტეიბლკონინს შეუძლია გადახდის ტრადიციული საშუალების ჩანაცვლება	49.6%

წყარო: ავტორი, გამოკითხვის მონაცემებზე დაყრდნობით.

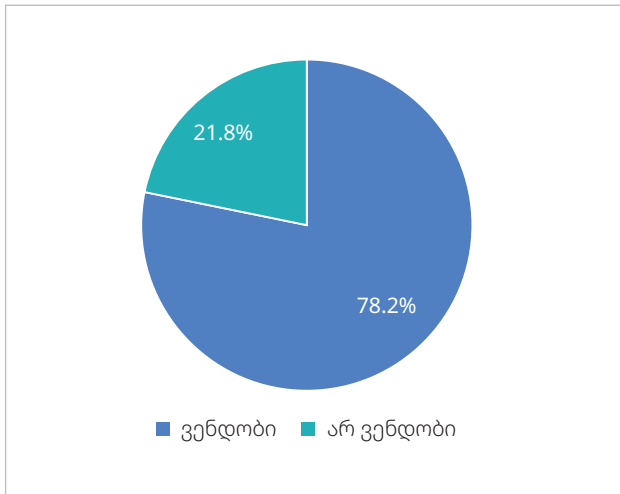
რესპონდენტთა უმრავლესობა ინფორმირებულია სტეიბლკონინების შესახებ და დადებითად აფასებს რეგულირებულ, ლარზე მიბმულ სტეიბლკონინის მიმართ ნდობის შესაძლებლობას. ამასთან, არსებული სტეიბლკონინების უსაფრთხოებისა და სტაბილურობის მიმართ ნდობა ზომიერია.

განსაკუთრებით საინტერესოა ონლაინ-კითხვარის მე-10 შეკითხვაზე მიღებული პასუხები (იხ. დიაგრამა 1), რომელიც კვლევაში სტეიბლკონინის მიმართ ნდობის ერთ-ერთ ძირითად ინდიკატორს წარმოადგენს: „რამდენად ენდობოდით ლარზე მიბმულ სტეიბლკონინს,

თუ ის საქართველოს მარეგულირებლის მიერ დადგენილი მოთხოვნების შესაბამისად იქნებოდა გამოშვებული?“. როგორც დიაგრამა 1-დან ჩანს, რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკონინის მიმართ რესპონდენტთა ნდობის დონე შედარებით მაღალია. კერძოდ, რესპონდენტთა 78.2%-მა აღნიშნულ შეკითხვას დადებითად უპასუხა და ასეთი სტეიბლკონინის მიმართ ნდობის მზადყოფნა დააფიქსირა.

კვლევის კიდევ ერთ მნიშვნელოვან შედეგს წარმოადგენს რესპონდენტთა მიერ სტეიბლკონინის უსაფრთხოების შეფასება (დიაგრამა 2): რესპონდენტთა 58.1% სტეიბლკონინებს უსა-

დიაგრამა 1. პოტენციური ნდობა რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკოინის მიმართ



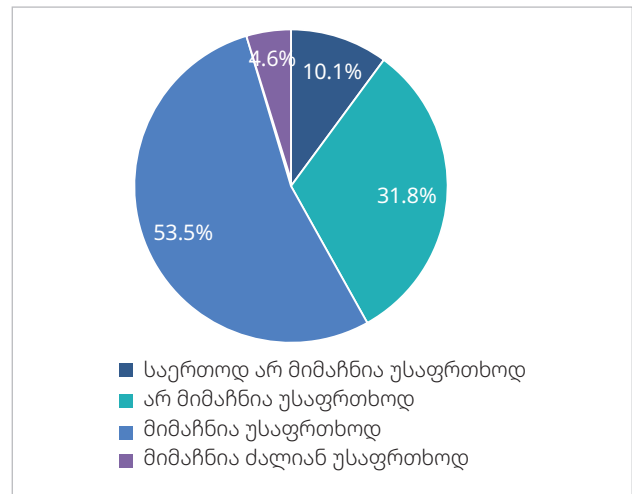
წყარო: ავტორი, გამოკითხვის მონაცემებზე დაყრდნობით.

ფრთხოდ ან ძალიან უსაფრთხოდ მიიჩნევს, რაც მიუთითებს მათი უსაფრთხოების მიმართ შედარებით პოზიტიურ აღქმაზე.

მკაფიოდ იკვეთება უსაფრთხოების აღქმასა და ნდობას შორის კავშირი. იმ რესპონდენტთა შორის, რომლებიც სტეიბლკოინის უსაფრთხოდ მიიჩნევენ, რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკოინის მიმართ ნდობის მაჩვენებელი 92.8%-ს შეადგენს, ხოლო მათ შორის, ვინც სტეიბლკოინს საერთოდ არ მიიჩნევს უსაფრთხოდ, ეს მაჩვენებელი მხოლოდ 15.4%-ია. აღნიშნული განსხვავება მიუთითებს, რომ უსაფრთხოების აღქმა სტეიბლკოინის მიმართ ნდობასთან მჭიდროდ არის დაკავშირებული.

სტეიბლკოინის ღირებულების სტაბილურობის შეფასებისას რესპონდენტთა საშუალო მაჩვენებელმა 5-ქულიან სკალაზე 3.07 ქულა შეადგინა, რაც ამ მახასიათებლის ზომიერ შეფასებაზე მიუთითებს. ამასთან, რესპონდენტთა თითქმის 60% სტეიბლკოინების გამოყენებას უსაფრთხოდ ან ძალიან უსაფრთხოდ მიიჩნევს. აღნიშნული შედეგები მიუთითებს, რომ რესპონდენტთა დამოკიდებულება სტეიბლკოინების მიმართ ერთგვაროვანი არ არის: მათი გამოყენების უსაფრთხოებას რესპონდენტთა მნიშვნელოვანი ნაწილი დადებითად აფასებს, მაშინ როდესაც სტეიბლკოინის ღირებულების სტაბილურობის შეფასება უფრო ზომიერია.

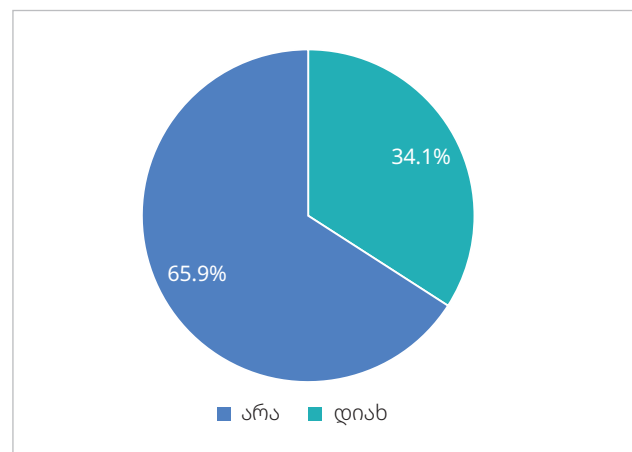
დიაგრამა 2. რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკოინის უსაფრთხოების აღქმა



წყარო: ავტორი, გამოკითხვის მონაცემებზე დაყრდნობით.

დიდი სხვაობა გამოიკვეთა სტეიბლკოინების შესახებ ინფორმირებულობის დონესა და მათი გამოყენების პრაქტიკულ გამოცდილებას შორის. მიუხედავად იმისა, რომ რესპონდენტთა 79.3%-ს სტეიბლკოინის შესახებ სმენია, მისი გამოყენების გამოცდილება მხოლოდ 34.1%-ს აქვს, ხოლო 65.9%-ს სტეიბლკოინი არ გამოუყენებია (დიაგრამა 3). აღნიშნული განსხვავება საყურადღებოა, რადგან აჩვენებს, რომ სტეიბლკოინების შესახებ ინფორმირებულობა ავტომატურად არ ნიშნავს მათ პრაქტიკულ გამოყენებას.

დიაგრამა 3. სტეიბლკოინის გამოყენების გამოცდილება



წყარო: ავტორი, გამოკითხვის მონაცემებზე დაყრდნობით.

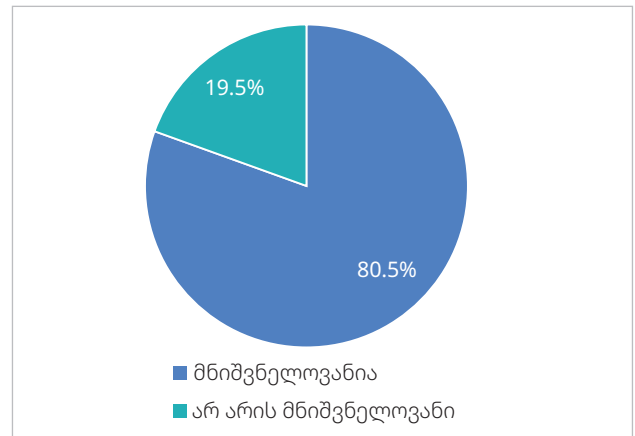
მსგავსი ტენდენცია ვლინდება სტეიბლკოინის ფუნქციონირების მექანიზმის შესახებ ცოდნის შემთხვევაშიც. რაც უფრო მაღალია რესპონდენტის მიერ საკუთარი ცოდნის შეფასება, მით უფრო მაღალია რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკოინის მიმართ ნდობის მაჩვენებელიც. კერძოდ, იმ რესპონდენტთა შორის, რომლებიც სტეიბლკოინის ფუნქციონირების მექანიზმს არ იცნობენ, ნდობის მაჩვენებელი 59.5%-ს შეადგენს, მაშინ როდესაც იმ რესპონდენტებს შორის, რომლებიც მას კარგად ან ძალიან კარგად იცნობენ, ეს მაჩვენებელი 90%-ს აღწევს. აღნიშნული შედეგები მიუთითებს, რომ სტეიბლკოინის ფუნქციონირების მექანიზმის შესახებ ცოდნის უფრო მაღალი დონე მის მიმართ ნდობის უფრო მაღალ მაჩვენებელთან არის დაკავშირებული.

უნდა აღინიშნოს, რომ ნდობის დონე განსხვავდება სტეიბლკოინის გამოყენების გამოცდილების მიხედვით. სტეიბლკოინის მომხმარებლებს შორის რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკოინის მიმართ ნდობის დონე უფრო მაღალია: 46 მომხმარებელიდან 42-მა (91.3%) განაცხადა, რომ ასეთ სტეიბლკოინს ენდობოდა, მაშინ როდესაც რესპონდენტებს შორის, რომლებსაც სტეიბლკოინი არასოდეს გამოუყენებიათ, შესაბამისმა მაჩვენებელმა 28.7% შეადგინა. ეს განსხვავება სტეიბლკოინის გამოყენების გამოცდილებასა და ნდობის დონეს შორის სტატისტიკურად მნიშვნელოვან კავშირზე მიუთითებს.

კვლევის შედეგებმა გამოავლინა რეგულირების არსებითი როლი სტეიბლკოინის მიმართ ნდობის ფორმირებაში. გამოკითხულთა 80.5%-მა მიუთითა, რომ მათთვის მნიშვნელოვანია სტეიბლკოინების გამოშვების და მიმოქცევის რეგულირება შესაბამისი საზედამხედველო ორგანოს მიერ (დიაგრამა 4). აღნიშნული შედეგი მიუთითებს, რომ რეგულირება შესაძლოა სტეიბლკოინის მიმართ ნდობის ერთ-ერთ წინაპირობას წარმოადგენდეს.

აღნიშნული დამოკიდებულება უფრო ნათლად აისახა ლარზე მიბმული სტეიბლკოინის მიმართ ნდობის შეფასებაშიც: იმ შემთხვევაში, თუ სტეიბლკოინი საქართველოს მარეგულირებლის მიერ დადგენილი მოთხოვნების შესაბამისად

დიაგრამა 4. სტეიბლკოინის გამოშვების და მიმოქცევის რეგულირების მნიშვნელობა



წყარო: ავტორი, გამოკითხვის მონაცემებზე დაყრდნობით.

იქნებოდა გამოშვებული, რესპონდენტთა 78.2% მას ენდობოდა, ხოლო 21.8% — არა. ამგვარად, კვლევის შედეგები მიუთითებს, რომ რესპონდენტებისთვის რეგულირება მხოლოდ ფორმალურ მოთხოვნას არ წარმოადგენს და სტეიბლკოინის მიმართ ნდობასთან დაკავშირებულ მნიშვნელოვან ფაქტორად შეიძლება განვიხილოთ.

საინტერესოა ასევე სტეიბლკოინთან დაკავშირებული რისკების აღქმა. რესპონდენტთა ყველაზე დიდმა ნაწილმა მთავარ რისკად კიბერუსაფრთხოება დაასახელა (50 რესპონდენტი), რასაც მოჰყვება რეგულაციის არარსებობა (39), რეზერვების არასაკმარისი უზრუნველყოფა (25) და ემიტენტის გაკოტრება (18). აღნიშნული შედეგები აჩვენებს, რომ სტეიბლკოინის მიმართ ნდობა მხოლოდ მისი ღირებულების სტაბილურობის შეფასებას არ ეფუძნება. რესპონდენტებისთვის ნდობასთან დაკავშირებულია როგორც ტექნოლოგიური უსაფრთხოება, ისე ემიტენტის სანდოობა, რეზერვების ადეკვატურობა და სახელმწიფო ზედამხედველობა.

აღწერითი ანალიზით გამოვლენილი ტენდენციების შემდგომი სტატისტიკური შეფასების მიზნით გამოყენებულ იქნა Spearman-ის რანგული კორელაციის ანალიზი, რომლის საშუალებითაც შეფასდა კვლევაში შესწავლილ მახასიათებლებს შორის კავშირის მიმართულება და სიძლიერე.

ყველაზე ძლიერი დადებითი კავშირი გამოვლინდა სტეიბლკოინის უსაფრთხოების აღქმასა და ნდობას შორის ($p = 0.634$): რაც უფრო მაღალია რესპონდენტის მიერ სტეიბლკოინის უსაფრთხოების შეფასება, მით უფრო მაღალია მის მიმართ ნდობაც.

დადებითი კავშირი გამოვლინდა ასევე სტეიბლკოინის შესახებ ცოდნასა და ნდობას შორის ($p = 0.575$). კერძოდ, სტეიბლკოინის ფუნქციონირების პრინციპებისა და მახასიათებლების შესახებ ცოდნის ზრდა დაკავშირებულია მის მიმართ ნდობის უფრო მაღალ მაჩვენებელთან. ამასთან, აღნიშნული შედეგები ასახავს ცვლადებს შორის სტატისტიკურ კავშირს და არ მიუთითებს მიზეზ-შედეგობრივ დამოკიდებულებაზე.

ანალიზმა დაადასტურა ძლიერი დადებითი კორელაცია სტეიბლკოინის შესახებ ინფორმირებულობასა და ცოდნის დონეს შორის ($p = 0.623$). ეს შედეგი მიუთითებს, რომ სტეიბლკოინის შესახებ ინფორმირებულობის უფრო მაღალი დონე, როგორც წესი, მისი ფუნქციონირების პრინციპებისა და მახასიათებლების შესახებ ცოდნასთანაც არის დაკავშირებული.

დადებითი კავშირი დაფიქსირდა ასევე სტეიბლკოინის გამოყენების გამოცდილებასა და ცოდნის დონეს შორის ($p = 0.609$), რაც იმაზე მეტყველებს, რომ პრაქტიკული გამოცდილების მქონე რესპონდენტები საკუთარ ცოდნას, როგორც წესი, უფრო მაღალ დონეზე აფასებენ.

Spearman-ის კორელაციური ანალიზის ძირითადი შედეგები წარმოდგენილია ცხრილში 2.

ცხრილი 2. კვლევის ძირითად ცვლადებს შორის კორელაციული კავშირები

ცვლადებს შორის კავშირი	Spearman ρ	p-value	კავშირის დონე
ნდობა $\leftrightarrow$ უსაფრთხოება	0.634	<0.001	ძლიერი დადებითი
ინფორმირებულობა $\leftrightarrow$ ცოდნა	0.623	<0.001	ძლიერი დადებითი
გამოყენება $\leftrightarrow$ ცოდნა	0.609	<0.001	ძლიერი დადებითი
ცოდნა $\leftrightarrow$ ნდობა	0.575	<0.001	საშუალო სიძლიერის დადებითი
უსაფრთხოება $\leftrightarrow$ რეგულირებული სტეიბლკოინის მიმართ ნდობა	0.504	<0.001	საშუალო სიძლიერის დადებითი
ცოდნა $\leftrightarrow$ უსაფრთხოება	0.405	<0.001	საშუალო სიძლიერის დადებითი
ინფორმირებულობა $\leftrightarrow$ რეგულირებული სტეიბლკოინის მიმართ ნდობა	0.367	<0.001	საშუალო სიძლიერის დადებითი
ნდობა $\leftrightarrow$ რეგულირებული სტეიბლკოინის ნდობა	0.320	<0.001	სუსტი/საშუალო დადებითი
რეგულირების მნიშვნელობა $\leftrightarrow$ რეგულირებული სტეიბლკოინის ნდობა	0.222	<0.010	სუსტი, თუმცა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი

წყარო: ავტორი, კვლევის მონაცემებზე დაყრდნობით.

შენიშვნა: ρ — Spearman-ის კორელაციის კოეფიციენტი; p-value — სტატისტიკური მნიშვნელოვნების მაჩვენებელი. $p < 0.05$ მიუთითებს სტატისტიკურად მნიშვნელოვან კავშირზე.

ცვლადებს შორის კავშირის სტატისტიკური მნიშვნელობის შესაფასებლად დამატებით გამოყენებულ იქნა Pearson-ის χ^2 (Chi-square) ტესტი. ანალიზმა აჩვენა, რომ სტეიბლკოინის მიმართ ნდობასა და რესპონდენტთა ინფორმირებულობას, ასევე გამოყენების გამოცდილებას შორის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირია.

სტეიბლკოინის გამოყენების გამოცდილებასა და რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბ-

ლკოინის მიმართ ნდობას შორის გამოვლინდა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ($\chi^2 = 7.09$, $df = 1$, $p = 0.008$). კერძოდ, სტეიბლკოინის მომხმარებელთა 91.3% აღნიშნულ სტეიბლკოინს ენდობოდა, მაშინ როდესაც იმ რესპონდენტებს შორის, რომლებსაც სტეიბლკოინი არ გამოუყენებიათ, ნდობის მაჩვენებელი 28.7%-ს შეადგენდა. შესაბამისად, გამოყენების გამოცდილების მქონე რესპონდენტებში ნდობის უფრო მაღალი მაჩვენებელი თანხვედრაშია გამოყენების გამოცდილებასა და ნდობას შორის

გამოვლენილ სტატისტიკურად მნიშვნელოვან კავშირთან.

ასევე, სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია კავშირი სტეიბლკონინის შესახებ ინფორმირებულობასა და რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობას შორის ($\chi^2 = 15.80$, $p < 0.001$). ეს შედეგი მიუთითებს, რომ ნდობის მაჩვენებელი განსხვავდება რესპონდენტთა ინფორმირებულობის დონის მიხედვით.

სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი გამოიკვეთა სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობის შეფასებასა და სტეიბლკონინის მიმართ ნდობას შორისაც ($\chi^2 = 5.20$, $p = 0.023$). შესაბამისად, ნდობის მაჩვენებელი განსხვავდება რეგულირების მნიშვნელობის შეფასების მიხედვით.

სტეიბლკონინის გამოყენების გამოცდილებასა და მის მიმართ ნდობას შორის ასევე გამოვლინდა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ($\chi^2 = 5.96$, $p = 0.015$).

მთლიანობაში, χ^2 ტესტის შედეგები მიუთითებს, რომ სტეიბლკონინის მიმართ ნდობა სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად არის დაკავშირებული რესპონდენტთა ინფორმირებულობასთან, გამოყენების გამოცდილებასა და რეგულირების მნიშვნელობის შეფასებასთან.

კვლევის ფარგლებში ჩამოყალიბებული ჰიპოთეზების შეფასება განხორციელდა აღწერითი და ინფერენციული სტატისტიკური ანალიზის შედეგების საფუძველზე. χ^2 ტესტისა და Spearman-ის კორელაციური ანალიზის შედეგები ოთხივე ჰიპოთეზის მხარდაჭერას იძლევა:

- H1: სტეიბლკონინის შესახებ ინფორმირებულობის უფრო მაღალი დონე დადებითად არის დაკავშირებული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობასთან;
- H2: სტეიბლკონინის უსაფრთხოების უფრო მაღალი აღქმა დადებითად არის დაკავშირებული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობასთან;
- H3: სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობის უფრო მაღალი შეფასება დადებითად არის დაკავშირებული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობასთან;

თად არის დაკავშირებული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობასთან;

- H4: სტეიბლკონინის გამოყენების გამოცდილება დადებითად არის დაკავშირებული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობასთან.

H1-ის შემთხვევაში, სტეიბლკონინის შესახებ ინფორმირებულობასა და რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობას შორის გამოვლინდა საშუალო სიძლიერის დადებითი და სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ($p = 0.367$, $p < 0.001$).

H2-ის შემთხვევაში, სტეიბლკონინის უსაფრთხოების აღქმასა და რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობას შორის გამოვლინდა საშუალო სიძლიერის დადებითი და სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ($p = 0.504$, $p < 0.001$).

H3-ის შემთხვევაში, სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობის შეფასებასა და რეგულირებული, ლარზე მიბმული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობას შორის გამოვლინდა სუსტი, თუმცა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ($p = 0.222$, $p < 0.010$).

H4-ის შემთხვევაში, სტეიბლკონინის გამოყენების გამოცდილებასა და მის მიმართ ნდობას შორის გამოვლინდა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ($\chi^2 = 5.96$, $p = 0.015$).

კვლევის შემდგომ ეტაპზე გამოყენებულ იქნა ლოგისტიკური რეგრესიული ანალიზი, რომლის შედეგებით შეფასდა კვლევაში განხილული ძირითადი ფაქტორების ერთობლივი კავშირი ლარზე მიბმული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობასთან. დამოკიდებულ ცვლადად განისაზღვრა რესპონდენტის პასუხი კითხვაზე, ენდობა თუ არა იგი ლარზე მიბმულ სტეიბლკონინს, ხოლო დამოუკიდებელ ცვლადებად განიხილებოდა სტეიბლკონინის შესახებ ინფორმირებულობა, გამოყენების გამოცდილება, ღირებულების სტაბილურობის აღქმა, ცოდნის დონე, უსაფრთხოების აღქმა, სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობის შეფასება და სტეიბლკონინის მიერ ტრადიციული გადახდის საშუალებების ჩანაცვლების შესაძლებლობის შეფასება.

ლოგისტიკური რეგრესიის შედეგად დადგინდა, რომ აღნიშნული ფაქტორების ერთდროულად გათვალისწინების პირობებში ნდობის სტატისტიკურად მნიშვნელოვან დამოუკიდებელ განმსაზღვრელ ფაქტორებად უსაფრთხოების აღქმა და სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობის შეფასება გამოიკვეთა. ცალკეული ფაქტორების — ინფორმირებულობის, გამოყენების გამოცდილების, ცოდნისა და სხვა მახასიათებლების — დამოუკიდებელი განხილვისას ისინი ნდობასთან სტატისტიკურ კავშირს ავლენენ. თუმცა, როდესაც ძირითადი ფაქტორები ერთდროულად არის გათვალისწინებული, მათი ურთიერთკავშირის ფონზე ნდობის სტატისტიკურად მნიშვნელოვან დამოუკიდებელ განმსაზღვრელ ფაქტორებად მხოლოდ უსაფრთხოების აღქმა და სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობის შეფასება რჩება.

ეს შედეგი მიუთითებს, რომ სხვა ფაქტორების ერთობლივი გათვალისწინების პირობებში სტეიბლკონინის მიმართ ნდობასთან ყველაზე მკაფიო კავშირი სწორედ უსაფრთხოების აღქმასა და სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობის შეფასებას აქვს.

დასკვნა

კვლევის შედეგები აჩვენებს, რომ ლარზე მიბმული სტეიბლკონინის მიმართ ნდობის ფორმირება მრავალფაქტორულ პროცესს წარმოადგენს. ჰიპოთეზების ტესტირების შედეგად დადასტურდა სტეიბლკონინის შესახებ ინფორმირებულობის, უსაფრთხოების აღქმის, სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობისა და გამოყენების გამოცდილების სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი სტეიბლკონინის მიმართ ნდობასთან. ამასთან, ლოგისტიკური რეგრესიის შედეგებმა აჩვენა, რომ ძირითადი ფაქტორების ერთდროულად გათვალისწინების შემთხვევაში ნდობის სტატისტიკურად მნიშვნელოვან დამოუკიდებელ განმსაზღვრელ ფაქტორებად უსაფრთხოების აღქმა და სახელმწიფო რეგულირების მნიშვნელობა გამოიკვეთა.

აღნიშნული შედეგები მიუთითებს, რომ სტეიბლკონინის მიმართ ნდობა მხოლოდ მომხმარებლის ინფორმირებულობით ან გამოყენების გამოცდილებით არ განისაზღვრება. უფრო მნიშვნელოვანია, რამდენად უსაფრთხოდ

აღიქვამს მომხმარებელი სტეიბლკონინს და რამდენად სანდოდ მიაჩნია ის ინსტიტუციური გარემო, რომელშიც იგი ფუნქციონირებს. შესაბამისად, ნდობის ფორმირებაში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს როგორც სტეიბლკონინის ტექნოლოგიური და ფინანსური უსაფრთხოება, ისე შესაბამისი სახელმწიფო რეგულირება და ზედამხედველობა.

მიღებული შედეგების საფუძველზე ნდობა შეიძლება განვიხილოთ როგორც მომავლის მოლოდინზე დაფუძნებული შეფასება, რომლის დროსაც ინდივიდი მიიჩნევს, რომ შესაბამისი მხარე ან სისტემა მომავალში მისი მოლოდინების შესაბამისად იმოქმედებს საკმარისად მაღალი ალბათობით, მიუხედავად იმისა, რომ სასურველი შედეგი სრულად გარანტირებული არ არის. სტეიბლკონინის შემთხვევაში ეს მოლოდინი მხოლოდ ემიტენტის მიმართ ნდობას არ უკავშირდება და უფრო ფართო ინსტიტუციურ და ტექნოლოგიურ გარემოს მოიცავს, მათ შორის ემიტენტს, სარეზერვო აქტივებს, ტექნოლოგიურ ინფრასტრუქტურას, რეგულირებისა და ზედამხედველობის მექანიზმებს.

ამრიგად, სტეიბლკონინის მიმართ ნდობა შეიძლება განვიხილოთ არა მხოლოდ კონკრეტული ემიტენტის, არამედ იმ ინსტიტუციური და ტექნოლოგიური სისტემის მიმართ ნდობის შედეგად, რომელშიც სტეიბლკონინი ფუნქციონირებს. სწორედ ამ გარემოებების ერთობლიობა აყალიბებს მომხმარებლის მოლოდინს, რომ სტეიბლკონინი შეინარჩუნებს მისთვის მნიშვნელოვან თვისებებს, პირველ რიგში, ღირებულების სტაბილურობასა და უსაფრთხოებას, რაც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს მის მიღებასა და გამოყენებას.

ამ კონტექსტში განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება საქართველოს ეროვნულ ბანკს, როგორც ვირტუალური აქტივების ბაზრის მარეგულირებელ და ზედამხედველ ინსტიტუტს. ვირტუალური აქტივების სფეროში მკაფიო მარეგულირებელი ჩარჩოს არსებობა, მომხმარებელთა ინტერესების დაცვა, ბაზრის გამჭვირვალობის ხელშეწყობა და ვირტუალური აქტივების მომსახურების პროვაიდერთა ზედამხედველობა ქმნის იმ ინსტიტუციურ საფუძველს, რომელიც ციფრულ ფინანსურ გარემოში ნდობის ფორ-

მირებასა და გაძლიერებას უწყობს ხელს. შესაბამისად, ეფექტიანი რეგულირება არ უნდა განიხილებოდეს მხოლოდ პოტენციური რისკების შემცირების მექანიზმად; იგი ასევე

წარმოადგენს მომხმარებელთა ნდობის, ბაზრის მდგრადობისა და ვირტუალური აქტივების ეკოსისტემის პასუხისმგებლიანი განვითარების მნიშვნელოვან წინაპირობას.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2026) *ღია ბანკინგის მომსახურებების გამოყენებამ ბოლო ერთი წლის განმავლობაში 9.3 მილიონს გადააჭარბა*, 27 მარტი. ხელმისაწვდომია:

<https://nbg.gov.ge/media/news/seb-bolo-erti-tslis-monatsemebit-ghia-bankingis-servisebis-jamurma-gamoqenebam-9-3-mili> (წვდომა: 16.08.2026).

Agresti, A. (2019) *An introduction to categorical data analysis*. 3rd ed. Hoboken, NJ: Wiley.

Ahmed, R., Aldasoro, I. and Duley, C. (2024) 'Public information and stablecoin runs', *BIS Working Papers*, No. 1164. Basel: Bank for International Settlements. Available at: <https://www.bis.org/publ/work1164.htm> (Accessed :23 July 2026).

Arner, D. W., Auer, R. and Frost, J. (2020) 'Stablecoins: risks, potential and regulation', *BIS Working Papers*, No. 905. Basel: Bank for International Settlements. Available at: <https://www.bis.org/publ/work905.htm> (Accessed: 23 July 2026).

Etikan, I., Musa, S. A. and Alkassim, R. S. (2016) 'Comparison of convenience sampling and purposive sampling', *American Journal of Theoretical and Applied Statistics*, 5(1), pp. 1- 4. <https://doi.org/10.11648/j.ajtas.20160501.11>

Ferreira, A. (2021) The curious case of stablecoins—balancing risks and rewards?, *Journal of International Economic Law*, 24(4), pp. 755–778. <https://doi.org/10.1093/jiel/jgab036>

Field, A. (2018) *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. 5th ed. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications.

Gambetta, D. (1988) 'Can we trust trust?', in Gambetta, D. (ed.) *Trust: Making and breaking cooperative relations*. Oxford: Basil Blackwell, pp. 213–237.

Gefen, D., Karahanna, E. and Straub, D. W. (2003) 'Trust and TAM in online shopping: An integrated model', *MIS Quarterly*, 27(1), pp. 51–90. <https://doi.org/10.2307/30036519>

Likert, R. (1932) 'A technique for the measurement of attitudes', *Archives of Psychology*, 22(140), pp. 1–55.

Lim, H. J., Kang, X., Li, T., Wang, H. and Chu, C.-K. (2021) 'On the trust and trust modeling for the future fully-connected digital world: A comprehensive study', *IEEE Access*, 9. Available at: <https://arxiv.org/abs/2106.07528> (Accessed: 25 August 2026).

Luhmann, N. (1979) *Trust and power*. Chichester: John Wiley & Sons.

Mayer, R. C., Davis, J. H. and Schoorman, F. D. (1995) 'An integrative model of organizational trust', *Academy of Management Review*, 20(3), pp. 709–734. <https://doi.org/10.5465/AMR.1995.9508080335>

McKnight, D. H., Choudhury, V. and Kacmar, C. (2002) 'Developing and validating trust measures for e-commerce: An integrative typology', *Information Systems Research*, 13(3), pp. 334–359. <https://doi.org/10.1287/isre.13.3.334.81>

Mell, P. and Grance, T. (2011) *The NIST definition of cloud computing*. NIST Special Publication 800-145. Gaithersburg, MD: National Institute of Standards and Technology. <https://doi.org/10.6028/NIST.SP.800-145>

Pavlou, P. A. (2003) 'Consumer acceptance of electronic commerce: Integrating trust and risk with the technology acceptance model', *International Journal of Electronic Commerce*, 7(3), pp. 101–134. <https://doi.org/10.1080/10864415.2003.11044275>

Saengchote, K., Putnir, T. J. and Samphantharak, K. (2023) 'Does DeFi remove the need for trust? Evidence from a natural experiment in stablecoin lending', *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 40, 100858. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2023.100858>

Schumpeter, J. A. (1942) *Capitalism, socialism and democracy*. New York: Harper & Brothers.

Smets, F. and Gelos, G. (2026) 'Anchoring trust in money: Innovation beyond stablecoins', in *BIS Annual Economic Report 2026*, Chapter III. Basel: Bank for International Settlements. Available at: <https://www.bis.org/publications/aer-2026/anchoring-trust-money> (Accessed: 23 July 2026).

Spearman, C. (1904) 'The proof and measurement of association between two things', *The American Journal of Psychology*, 15(1), pp. 72–101. <https://doi.org/10.2307/1412159>

Todua, N. and Gogitidze, N. (2024) 'Consumer attitude towards digital banking services (Case of Georgia)', *International Journal of Professional Business Review*, 9 (11), e05096. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2024.v9i11.5096>

სტატისტიკის წარმოების ინტეგრირებული მოდელი ცენტრალურ ბანკში: საქართველოს ეროვნული ბანკის გამოცდილება

ნანა ასლამაზიშვილი

ანოტაცია

ცენტრალური ბანკების სტატისტიკისადმი მზარდი მოთხოვნები მოითხოვს მონაცემთა წარმოების პროცესების ინტეგრაციას, საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობას და, ზოგადად, მაკროეკონომიკურ სტატისტიკასთან თავსებადობას. სტატიაში განხილულია საქართველოს ეროვნული ბანკის გამოცდილება სტატისტიკის წარმოების ინტეგრირებული მოდელის ჩამოყალიბებისა და განვითარების მიმართულებით.

გაანალიზებულია სტატისტიკური წარმოების ტრადიციული მოდელის გარდაქმნის წინაპირობები, საერთაშორისო სტანდარტებისა და საუკეთესო პრაქტიკის გავლენა, ასევე მონაცემთა შეგროვების, დამუშავებისა და გავრცელების პროცესების შესაბამისობა. განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა GSBPM-ის, მონაცემთა ცენტრალიზებული მართვისა და თანამედროვე ციფრული ტექნოლოგიების როლს.

სტატისტიკის გამოცდილება აჩვენებს, რომ სტატისტიკის წარმოების ინტეგრირებული მოდელის ეფექტიანობა მოითხოვს მეთოდოლოგიური, ორგანიზაციული და ტექნოლოგიური კომპონენტების ერთიან სისტემაში მოქცევას და სტატისტიკის ინსტიტუციური როლის სათანადო გააზრებას.

საკვანძო სიტყვები: 2025 SNA, GSBPM, SDMX, XBRL, BIRD, IReF, მონეტარული და ფინანსური

სტატისტიკა, მაკროეკონომიკური სტატისტიკა, მონაცემთა სტრუქტურის აღწერა, დეტალური მონაცემები.

შესავალი

გაეროს სტატისტიკურმა კომისიამ (United Nations Statistical Commission – UNSC), თავის 56-ე სესიაზე (ნიუ-იორკი, 2025 წლის 4-7 მარტი), მიიღო ეროვნული ანგარიშების სტატისტიკის განახლებული საერთაშორისო სტანდარტი. შესაბამისად, ქვეყნებს მიეცათ რეკომენდაცია საკმაოდ შემჭიდროებულ ვადებში, კერძოდ, 2029-2030 წლებისთვის, უზრუნველყონ ახალი სტატისტიკური სტანდარტების დანერგვა.

ერთი წლის შემდეგ, გაეროს სტატისტიკური კომისიის 57-ე სესიაზე ხაზი გაესვა ხელოვნურ ინტელექტთან (AI) თავსებადი და მისი გამოყენებისთვის მოსახერხებელი მონაცემების წარმოების მნიშვნელობას სწრაფად განვითარებად ინფორმაციულ გარემოში. აღინიშნა, რომ ამ მიმართულებით მეტი ძალისხმევა უნდა დაეთმოს მონაცემებისა და მეტამონაცემების გაცვლის ისეთ საერთაშორისო სტატისტიკურ სტანდარტს, როგორიცაა SDMX (Statistical Data and Metadata eXchange), რომელიც ხელს უწყობს მეტამონაცემების დოკუმენტირების პრაქტიკის გაუმჯობესებას და ჰარმონიზებული, მანქანური დამუშავებისთვის განკუთვნილი მონაცემების ხელმისაწვდომობის გაფართოებას (UN, 2026). ამდენად, უახლოესი 4-5 წლის განმავლობაში სტატისტიკური

საზოგადოება, სავარაუდოდ, განვითარების კიდევ ერთ მნიშვნელოვან ეტაპს გაივლის.

სტატისტიკის განვითარების პროცესში მსგავსი ცვლილებები ადრეც მომხდარა, მათ შორის ცენტრალური ბანკების სტატისტიკური საქმიანობის სფეროშიც. იყო დრო, როდესაც მიიჩნეოდა, რომ „ცენტრალური ბანკი არის ბანკი და არა კვლევითი ჯგუფი“¹ და სტატისტიკური საქმიანობა მისი უშუალო პასუხისმგებლობის სფეროს არ წარმოადგენს. თუმცა, შემდგომში ეს მიდგომა არსებითად შეიცვალა. ეკონომიკური სტატისტიკის გაძლიერების მიმართულებით ევროპის ცენტრალური ბანკის (ECB) მიერ განხორციელებული მასშტაბური ძალისხმევა „ჩუმ რევოლუციად“ შეფასდა (Solans, 2003).

წლების განმავლობაში საქართველოში, ისე როგორც ბევრ სხვა ქვეყანაში, მონაცემთა შეგროვების სტანდარტული პროცესი შემდეგნაირად მიმდინარეობდა: ახალი მარეგულირებელი მოთხოვნის, საერთაშორისო სტანდარტის ან მნიშვნელოვანი ეკონომიკური მოვლენის გაჩენის შემთხვევაში ცენტრალური ბანკი შეიმუშავებდა სპეციფიკურ, აგრეგირებულ ანგარიშგების შაბლონს და მისი შევსების შესაბამის ინსტრუქციებს. შემდეგ კომერციული ბანკები ამ ცხრილებს ხელით ავსებდნენ ტექსტურ ფაილებში ან Excel-ში, საკუთარ შიდა მონაცემთა ბაზებზე დაყრდნობით, და ცენტრალურ ბანკს უგზავნიდნენ. თუმცა, დაახლოებით 15 წლის წინ ეს მიდგომა რადიკალურად შეიცვალა და დაიწყო მომავალზე ორიენტირებული, მოქნილი არქიტექტურის მქონე სტატისტიკური სისტემის შექმნა.

საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ-ის) სტატისტიკური საქმიანობის სტრატეგიის ერთ-ერთი ძირითადი მიმართულებაა მრავალმხრივი გამოყენებისთვის განკუთვნილი დეტალური მიკრომონაცემების შეგროვების გამართული ლოგიკისა და ალგორითმების შემუშავება, აგრეთვე მათი სტატისტიკური ბიზნესპროცესების ზოგად მოდელზე (GSBPM)

დაფუძნება, რაც ოპტიმიზებული და ციფრულად მხარდაჭერილი სამუშაო ნაკადების ჩამოყალიბებას ითვალისწინებს. აღნიშნული მიმართულება საერთაშორისო სტატისტიკურ მეთოდოლოგიებთან, სტანდარტებსა და მოთხოვნებთან შესაბამისობაში ხორციელდება.

ცენტრალური ბანკების სტატისტიკური პრაქტიკის მიმოხილვა

მიუხედავად იმისა, რომ მონაცემთა წარმოების სფეროში ცენტრალურ ბანკებს განსხვავებული ტრადიციები, უნარები, გამოცდილება და რესურსული შესაძლებლობები აქვთ, თანამედროვე გამოწვევების გათვალისწინებით, უპირატესობა ერთმნიშვნელოვნად მონაცემთა წარმოების ინტეგრირებულ მიდგომას (Integrated approach) ენიჭება. იგი არსებითად განსხვავდება ე.წ. სილოსური მიდგომისგან (Silos approach), რომელიც სტატისტიკის წარმოების დეცენტრალიზებულ ორგანიზებას, სტატისტიკური ანგარიშგების პროცესის არაეფექტიანობასა და გადაჭარბებულ საანგარიშგებო ტვირთს უკავშირდება.

ინტეგრირებული მიდგომა ცენტრალური ბანკის სტატისტიკის წარმოებისას გულისხმობს (Casa et al., 2022):

- ანგარიშვალდებული ერთეულებისგან დეტალური პირველადი მონაცემების ერთჯერად მოთხოვნას და მათ მრავალჯერად გამოყენებას;
- ერთიანი სტატისტიკური ლექსიკონის გამოყენებას, რომელიც მოიცავს მეთოდოლოგიებს, მეთოდებს, განმარტებებსა და კლასიფიკაციებს ანგარიშგებების აღწერისთვის;
- მონაცემთა მართვისა და გამოყენებისათვის ერთიანი სპეციალური IT პლატფორმის გამოყენებას;
- მონაცემთა მართვისა და პროცესების ცენტრალიზებულ ორგანიზებას, მათი ხელმისაწვდომობის უზრუნველყოფით როგორც ბანკის შიდა, ისე გარე მომხმარებლებისთვის.

1. ასეთი რეაქცია ჰქონდა ინგლისის ბანკის მმართველს 1960 წელს, როდესაც ერთ-ერთი ანგარიშის განხილვისას ბანკისთვის მეთი სტატისტიკური მონაცემების შეგროვებისა და გამოქვეყნების წინადადება წამოაყენეს (De Bonis and Piazza, 2021).

როდესაც ცენტრალური ბანკის მიერ მონაცემების შეგროვებაზე ვსაუბრობთ, ცხადია, სხვა ფაქტორებთან ერთად, გასათვალისწინებელია ისიც, თუ აღრიცხვისა და ანგარიშგების რა სისტემებს იყენებენ ფინანსური ინსტიტუტები, როგორც რესპონდენტები, საკუთარი შიდა საოპერაციო მიზნებისთვის.

ცნობილია, რომ ფინანსური ანგარიშგების სიზუსტის, გამჭვირვალობისა და ეფექტიანობის უზრუნველსაყოფად გლობალურად გამოიყენება სხვადასხვა სტანდარტი და ანგარიშგების ჩარჩო, მათ შორის, ადგილობრივ დონეზე ზოგადად მიღებული ბუღალტრული აღრიცხვის პრინციპები (GAAP), საერთაშორისო ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტები (IFRS), საბანკო რეგულირების ბაზელის ჩარჩო და გადახდისუნარიანობის რეგულირების შესაბამისი სტანდარტები (IRIS Business Services Limited, 2024).

ამასთან, არსებობს ორი საერთაშორისო სტანდარტი, რომლებიც მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ფინანსური და სტატისტიკური ანგარიშგების ჩარჩოების ჰარმონიზებაში, ფინანსური გამჭვირვალობისა და მარეგულირებელი მოთხოვნების უზრუნველყოფასა და მონაცემთა საერთაშორისო გაცვლაში. ესენია: XBRL — ფინანსური და ბიზნესმონაცემების ელექტრონული კომუნიკაციის სტანდარტი და SDMX — სტატისტიკური მონაცემებისა და მეტამონაცემების გაცვლის საერთაშორისო სტანდარტი.

თუმცა, ამ ორი სტანდარტის სრულად ან ცალკეული მოთხოვნების ნაწილობრივ, სათანადო მომზადებისა და გააზრების გარეშე დანერგვამ შესაძლოა სტატისტიკური ბიზნესპროცესების მნიშვნელოვანი გართულება, გაუმართლებელი ხარჯების ზრდა და სტატისტიკური ანგარიშგების ტვირთის მატება გამოიწვიოს. ზოგადად, სტატისტიკის ეროვნული სამსახურები, ცენტრალური ბანკები და საერთაშორისო ორგანიზაციები, მათ შორის ევროპის ცენტრალური ბანკი (ECB), ევროკავშირის სტატისტიკური სამსახური (Eurostat), გაერთიანებული ერების ორგანიზაცია (UN), საერთაშორისო ანგარიშსწორების ბანკი

(BIS), საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (IMF), XBRL-სა და SDMX-ს მიკრო- და მაკროდონეზე მონაცემთა მართვის ურთიერთშემავსებელი ინსტრუმენტებად განიხილავენ (IRIS Business Services Limited, 2024).

მიუხედავად ამისა, დღემდე არ არსებობს ერთიანი მიდგომა იმის თაობაზე, თუ ამ ორი საერთაშორისო სტანდარტიდან რომელს უნდა მიენიჭოს უპირატესობა ცენტრალური ბანკების პრაქტიკაში. ხელმისაწვდომი ოფიციალური მასალები მიუთითებს, რომ ცენტრალური ბანკები ამ საკითხს, ძირითადად, საკუთარი სტატისტიკური, მარეგულირებელი და პრუდენციული ამოცანებისა და პრიორიტეტების გათვალისწინებით წყვეტენ.

ერთი შეხედვით, ცენტრალური ბანკები, რომლებიც განსაკუთრებულ ყურადღებას უთმობენ ფინანსურ სტაბილურობას, საბანკო ზედამხედველობასა და დეტალური პირველადი მონაცემების შეგროვებას, უპირატესობას ანიჭებენ XBRL-ს. თუმცა, მისი დანერგვისა და გამოყენების მაღალი ხარჯების, დეტალური მონაცემების შეგროვების პროცესთან დაკავშირებული სირთულეებისა და პროგრამული უზრუნველყოფის ხშირი განახლების საჭიროების გამო, XBRL-ის გამოყენებას გარკვეული შეზღუდვები ახლავს (Strader, 2007).

ამ ფონზე განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს SDMX, რომელიც სტატისტიკური მონაცემების სტრუქტურირების, სტანდარტიზებული გაცვლისა და გავრცელების საშუალებას იძლევა. მისი გამოყენება შესაძლებელია ფინანსური ანგარიშგებიდან მიღებული დეტალური მონაცემების საფუძველზე წარმოებული სტატისტიკური ინფორმაციის სტრუქტურირებისა და აგრეგირების პროცესში, რაც მაკროეკონომიკური სურათის სრულყოფილად ფორმირებას უწყობს ხელს. SDMX მიზნად ისახავს სტატისტიკური მონაცემების წარმოებისა და გავრცელების ეფექტიანობის, ხარისხისა და ხელმისაწვდომობის გაუმჯობესებას. იგი ქმნის მონაცემებისა და მეტამონაცემების აღწერის, გაცვლისა და ვალიდაციის საერთო წესებს, რომლებიც სტატისტიკის სხვადასხვა სფეროში

მონაცემთა სტანდარტიზებულ მართვასა და ურთიერთთავსებადობას უწყობს ხელს.

ცენტრალურ ბანკებში მონაცემების შეგროვების, დამუშავებისა და გამოყენების განსხვავებული ტრადიციებისა და მიდგომების გარდა, მნიშვნელოვან როლს მათი რესურსული შესაძლებლობებიც ასრულებს. შედეგად, მიუხედავად სტატისტიკური მონაცემების მიმართ არსებული მაღალი მოთხოვნებისა, ქვეყნებს შორის შესაბამისი პრაქტიკები და მიღებული შედეგებიც შესამჩნევად განსხვავდება.

დღეისათვის საერთაშორისო პრაქტიკის მაგალითებს წარმოადგენს ავსტრიის (OeNB) და პორტუგალიის (BdP) ცენტრალური ბანკების გამოცდილება სტატისტიკის წარმოების სფეროში. ორივე ბანკმა განახორციელა სტატისტიკური მეთოდოლოგიისა და GSBPM-ის ინტეგრაცია, თუმცა განსხვავებული ორგანიზაციული და ტექნოლოგიური მიდგომების საფუძველზე.

OeNB-ის მოდელი ცნობილია ნედლ მონაცემებზე ორიენტირებული (Input-Oriented) მიდგომით. მისი ძირითადი პრინციპია „შეაგროვე ერთხელ, გამოიყენე მრავალჯერ“.

სტატისტიკის სფეროში OeNB-სა და კომერციულ ბანკებს შორის თანამშრომლობა ავსტრიის ერთობლივი საანგარიშგებო სამსახურის (AuRep) ბაზაზეა ორგანიზებული. AuRep IT და სხვა მომსახურებას უზრუნველყოფს და საერთო ანგარიშგების პლატფორმას (CRP) მართავს. აღნიშნული მექანიზმი უზრუნველყოფს, რომ მეთოდოლოგიური ცვლილებები ერთობლივად შემუშავდეს და ორივე მხარისთვის მისაღები იყოს (Kienecker, Sedlacher and Turner, 2018).

ავსტრიული მოდელის კიდევ ერთი თავისებურებაა OeNB-ის მიერ ე.წ. ჭკვიანი კუბების (Smart Cubes) გამოყენება, რომლებიც საბაზისო კუბებიდან წინასწარ განსაზღვრული ალგორითმებისა და ტრანსფორმაციის წესების საფუძველზე მიიღება. საბაზისო კუბები AuRep-ის პლატფორმაზე კომერციული ბანკებიდან მიღებული ნედლი მონაცემების

საფუძველზე ფორმირდება და მოიცავს დეტალურ ინფორმაციას ცალკეული სესხების, დეპოზიტებისა და სხვა ოპერაციების შესახებ (Turner, 2019). ამასთან, მიუხედავად OeNB-ის ინტერესისა, რომ ბანკებმა საბაზისო კუბის მიდგომა დაწერონ, მისი გამოყენება მათთვის სამართლებრივ ვალდებულებას არ წარმოადგენს (Turner, Hille and Sedlacek, n.d.).

პროცესის საბოლოო ეტაპზე GSBPM-ის დამუშავების ფაზა OeNB-ის დონეზე ხორციელდება. სტატისტიკური მეთოდოლოგიის ცვლილების შემთხვევაში ცენტრალური ბანკი შესაბამის შიდა ალგორითმებს აახლებს, რის შედეგადაც ახალი მოთხოვნების დაკმაყოფილება კომერციული ბანკებისთვის დამატებითი ინფორმაციის მოთხოვნის გარეშეა შესაძლებელი.

OeNB-ისგან განსხვავებით, პორტუგალიის ბანკის (BdP) გამოცდილება მნიშვნელოვანია გენერალური მასტერ-მონაცემების (Master Data) მართვისა და უწყებათაშორისი კოორდინაციის თვალსაზრისით. მისი მოდელი რამდენიმე ძირითად კომპონენტს მოიცავს:

- ცენტრალიზებული მონაცემთა საცავები: ცენტრალური საკრედიტო რეგისტრი (Central Credit Register) და კორპორატიული ბალანსების მონაცემთა ბაზა (Central Balance Sheet Database);
- რეზიდენტი ერთეულების უნიფიცირებული რეესტრი: იურიდიულ პირთა ერთიანი რეესტრი, რომელიც მათ ძირითად რეკვიზიტებს ეროვნულ ანგარიშთა სისტემის კლასიფიკაციებთან შესაბამისობაში აერთიანებს და ამცირებს უწყებათაშორის და შიდაუწყებრივ შეუსაბამობებს, რაც ბევრი ქვეყნისთვის გადაუჭრელი პრობლემაა;
- ცენტრალიზებული სტატისტიკური წარმოება: GSBPM-ის შეგროვების (Collect) ფაზა უზრუნველყოფს დეტალური პირველადი მონაცემების ცენტრალიზებულ შეგროვებას, ხოლო დამუშავების (Process) და ანალიზის (Analyze) ფაზები — BdP-ის მანდატით განსაზღვრული სტატისტიკის სხვადასხვა მიმართულების წარმოებას.

რაც შეეხება XBRL/SDMX-ის გამოყენებას, OeNB-ისგან განსხვავებით, პორტუგალიის ცენტრალური ბანკი XBRL-ს იყენებს სტანდარტიზებული ფინანსური ანგარიშგების შესაგროვებლად, მათ შორის არაფინანსური კორპორაციებისგან, აგრეთვე ევროპულ რეგულაციებთან შესაბამისობის უზრუნველსაყოფად (Costa e Silva and Brites Ramos, 2004). უშუალოდ სტატისტიკური წარმოებისთვის კი BdP უპირატესობას ანიჭებს საკუთარ, უფრო მოქნილ XML-ზე დაფუძნებულ API არქიტექტურას, რომლის მონაცემებიც საჭიროებისამებრ შეიძლება გარდაიქმნას SDMX ან XBRL ფორმატში.

დეტალური პირველადი სტატისტიკური მონაცემების საკუთარი XML სქემებისა და API არხების გამოყენებით შეგროვების პრაქტიკა აქვთ აგრეთვე ესპანეთისა და იტალიის ცენტრალურ ბანკებს. საფრანგეთის ბანკი დეტალური სტატისტიკური მონაცემების შესაგროვებლად საკუთარ პორტალ OneGate-ს, ხოლო საზედამხედველო ანგარიშგებისთვის XBRL-ს იყენებს. XBRL-ს საზედამხედველო ანგარიშგებისთვის იყენებს პოლონეთის ეროვნული ბანკიც. უნდა აღინიშნოს, რომ ცენტრალური ბანკების მიერ Custom XML/API მექანიზმის გამოყენება გამართლებულია მისი სისწრაფითა და მოქნილობით, განსხვავებით XBRL-ისაგან, რომელიც მიჩნეულია „მძიმე“ ტექნოლოგიად სესხებთან და დეპოზიტებთან დაკავშირებული დეტალური მონაცემების დიდი მოცულობის შესაგროვებლად (Strader, 2007).

სტატისტიკის წარმოების საინტერესო პრაქტიკა აქვს აგრეთვე იტალიის ცენტრალურ ბანკს. მან იტალიის ბანკების ასოციაციასთან (ABI) ერთად, ავსტრიის გამოცდილების მსგავსად, შექმნა ერთობლივი ფუნქციონალური მოდელი PUMA, რომელიც ბანკების შიდა საინფორმაციო სისტემებიდან მიკრომონაცემების ამოღების უნიფიცირებულ წესებს განსაზღვრავს.

საყურადღებოა სტატისტიკის ინსტიტუციური მოწყობა იტალიის ცენტრალურ ბანკში. ამ მიზნით შექმნილია სპეციალური ორგანიზაციული სტრუქტურა — სტატისტიკის კომიტეტი, რომლის ფუნქციაა სტატისტიკური საჭიროებების კოორ-

დინაცია და მონაცემთა მრავალმხრივი გამოყენების შესახებ გადაწყვეტილებების შემუშავება. კომიტეტის სტრატეგიულ როლზე მიუთითებს ისიც, რომ მას ბანკის მმართველი საბჭოს წევრი თავმჯდომარეობს. ამგვარი მოწყობა ცხადყოფს, რომ მონაცემები ცენტრალური ბანკის დონეზე განიხილება როგორც სტრატეგიული რესურსი.

აღსანიშნავია, რომ საკუთარი საანგარიშგებო პორტალების შექმნის შეზღუდული რესურსის მქონე ცენტრალური ბანკებისთვის მონაცემთა გაცვლისა და ანგარიშგების სტანდარტების არჩევანი ხშირად საერთაშორისო მოთხოვნებითა და ქვეყნის ევროპულ სივრცესთან დაახლოების პროცესით არის განპირობებული. მაგალითად, ევროკავშირთან ინტეგრაციის პროცესში მყოფი ქვეყნები XBRL-ს იყენებენ, მათ შორის საზედამხედველო ანგარიშგების ევროპულ მოთხოვნებთან შესაბამისობის მიზნით. ანალოგიური მიდგომები გამოიყენება ინდოეთის, თურქეთის, ბრაზილიისა და ჩილეს ცენტრალურ ბანკებში.

ცენტრალური ბანკების სტატისტიკისადმი გაზრდილი მოთხოვნების ფონზე მონაცემთა ჰარმონიზაციისა და სტანდარტიზაციის მიმართულებით ინტენსიური მუშაობა მიმდინარეობს საერთო ევროპულ დონეზეც. ევროპის ცენტრალური ბანკისა (ECB) და ცენტრალური ბანკების ევროპული სისტემის (ESCB) გამოცდილება აჩვენებს, რომ მონაცემთა არასაკმარისი ჰარმონიზაცია ზრდის სტატისტიკური საქმიანობის ხარჯებს და ამავე დროს მონაცემთა შეცდომებისა და არასწორი ინტერპრეტაციის რისკებს (Draghi, 2016). ამ პრობლემის ერთ-ერთი მიზეზი იყო ევროპის საბანკო სექტორში არსებული, გარკვეულწილად დღემდე შენარჩუნებული პრაქტიკა, რომლის მიხედვითაც ფინანსურ ინსტიტუტებს მარეგულირებლების მიერ მოთხოვნილი მონაცემების შინაარსის დამოუკიდებლად განსაზღვრის შესაძლებლობა ჰქონდათ. შედეგად, ერთი და იგივე მოთხოვნის განსხვავებული ინტერპრეტაცია შეიძლებოდა ცენტრალური ბანკებისთვის მიწოდებული მონაცემების არაერთგვაროვნების მიზეზი

გამხდარიყო. აღნიშნული პრობლემის დასაძლევად ECB-ისა და ESCB-ის ძალისხმევით, საბანკო სექტორთან თანამშრომლობით, შემუშავდა ბანკების ინტეგრირებული ანგარიშგების ლექსიკონი (BIRD — Banks' Integrated Reporting Dictionary), რომელიც ეხმარება ბანკებს შიდა მონაცემთა ბაზებში არსებული ინფორმაციის ცენტრალური ბანკების მეთოდოლოგიურ მოთხოვნებთან შესაბამის და მანქანური დამუშავებისთვის მოსახერხებელ მონაცემებად გარდაქმნაში.

2015 წლის ბოლოს ცენტრალური ბანკების ევროპული სისტემის სტატისტიკურმა კომიტეტმა (STC) BIRD-ის საპილოტე პროექტის დაწყების გადაწყვეტილება მიიღო. პროექტი თავდაპირველად ანალიტიკური საკრედიტო მონაცემების (Analytical Credit Datasets – AnaCredit) და ფასიანი ქაღალდების ფლობის სტატისტიკის (Securities Holdings Statistics – SHS) მიმართულებებს მოიცავდა. მასში შვიდი ეროვნული ცენტრალური ბანკი და 26 კომერციული ბანკი მონაწილეობდა, ხოლო საპილოტე ფაზა 2017 წელს დასრულდა (Kienecker, Sedlacek and Turner, 2018). BIRD-ის შემდგომი განვითარების ერთ-ერთი ეტაპი იყო 2023 წლის აპრილში მისი ვებგვერდის ამოქმედება (ECB, 2026).

BIRD წარმოადგენს დამოუკიდებელ ლოგიკურ ჩარჩოს, რომელიც სამ ძირითად კომპონენტს აერთიანებს:

- საინფორმაციო მოდელი (Conceptual/Information Model) — განსაზღვრავს ეკონომიკურ კატეგორიებს, მათ ატრიბუტებსა და ურთიერთკავშირებს და უზრუნველყოფს შესაბამისი ტერმინებისა და მეთოდოლოგიური მოთხოვნების ერთგვაროვან განმარტებას;
- შემავალი მონაცემების აღწერა (Input Data Description) — განსაზღვრავს იმ მიკრომონაცემების სტრუქტურასა და შინაარსს, რომლებიც ბანკის საინფორმაციო სისტემებიდან უნდა იქნეს მიღებული;

- ტრანსფორმაციის წესები (Transformation Rules) — ადგენს ფორმალიზებულ წესებსა და ალგორითმებს, რომელთა საფუძველზეც პირველადი მონაცემები გარდაიქმნება სტატისტიკური და საზედამხებდველო ანგარიშგებისთვის საჭირო მონაცემებად.

BIRD-ის მნიშვნელოვანი ინოვაციაა მეთოდოლოგიური ცოდნისა და სტატისტიკური ლექსიკონის სტრუქტურირებულ, მანქანურად წაკითხვად ფორმატში წარმოდგენა. ამ მიდგომის საფუძველზე მეთოდოლოგიური მოთხოვნები უშუალოდ უკავშირდება მონაცემთა სტრუქტურასა და მათ დამუშავების წესებს. შესაბამისად, ტექნოლოგია და მონაცემთა ბაზები განიხილება არა როგორც თვითმიზანი, არამედ როგორც მეთოდოლოგიური ცოდნის პრაქტიკაში განხორციელების ინსტრუმენტები (ECB, 2026).

BIRD-ის მნიშვნელოვანი დანიშნულებაა ბანკების მხარდაჭერა ინტეგრირებული ანგარიშგების ჩარჩოს (IReF) განხორციელებაში. IReF წარმოადგენს მონაცემთა შეგროვების ერთიან ჩარჩოს, რომელიც ეტაპობრივად დამკვიდრდება ევროზონის ქვეყნებში. BIRD-ის გამოყენება ანგარიშვალდებულ ინსტიტუტებს IReF-ისა და სხვა საანგარიშგებო მოთხოვნების შესრულებაში დაეხმარება და ხელს შეუწყობს როგორც საანგარიშგებო ტვირთის შემცირებას, ისე მონაცემთა ხარისხის გაუმჯობესებას.

ამდენად, თუ BIRD-ის მიზანია მონაცემთა წარმოებისთვის ერთიანი მეთოდოლოგიური და ტერმინოლოგიური ჩარჩოს ჩამოყალიბება, IReF წარმოადგენს ინიციატივას, რომლის მიზანია ევროზონის მასშტაბით მონეტარული და ფინანსური სტატისტიკის მონაცემთა შეგროვების პროცესების ჰარმონიზაცია და სტანდარტიზაცია. მისი ერთ-ერთი ძირითადი ამოცანაა GSBPM-ის²-ის მონაცემთა შეგროვების ფაზის (Collect) მაქსიმალური სტანდარტიზაცია.

2. GSBPM-ის როლს სტატისტიკური ბიზნესპროცესის ორგანიზებაში ქვემოთ განვიხილავთ.

IREF-ის ფარგლებში დაგეგმილია ცენტრალური ბანკების ევროპული სისტემის (ESCB) რამდენიმე არსებული სტატისტიკური ანგარიშების — მათ შორის საბალანსო, საპროცენტო განაკვეთების, ფასიანი ქაღალდებისა და AnaCredit-ის — ინტეგრირება და მონაცემთა შეგროვების ერთიან, დეტალურ მონაცემთა მოდელზე დაფუძნება. აღნიშნული ცვლილების მასშტაბზე მიუთითებს მისი განხორციელებისთვის ECB-ის მიერ განსაზღვრული საკმაოდ შემჭიდროებული ვადები.

ECB-ისა და ESCB-ის ძალისხმევა მიმართულია იმისკენ, რომ 2031 წლის პირველი ნახევრისთვის კომერციული ბანკებისგან სტანდარტიზებული და ჰარმონიზებული სტატისტიკური მონაცემების მიღება შეძლოს და ეტაპობრივად დასრულდეს ბანკების მიერ ანგარიშების მოთხოვნების საკუთარი ინტერპრეტაციით შესრულების არსებული პრაქტიკა, რომელიც მონაცემთა შეგროვების პროცესის ეფექტიანობას ამცირებს. კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი საკითხი, რომელზეც ყურადღებას ამახვილებენ ევროპის სტატისტიკური სტრუქტურები და ცენტრალური ბანკები, არის სტატისტიკურ ბიზნესპროცესებზე პასუხისმგებელი სტრუქტურული ერთეულების მკაფიო განსაზღვრა, რაც სტატისტიკის წარმოებისადმი ინტეგრირებული მიდგომის მნიშვნელოვანი ნაწილია. ეს გულისხმობს, რომ ცენტრალური ბანკის მანდატით განსაზღვრული მონაცემთა საჭიროებების იდენტიფიცირება და მართვა უნდა ხორციელდებოდეს არა ცალკეული მიმართულებების მიხედვით, არამედ ურთიერთდაკავშირებულ და კოორდინირებულ პროცესში. ასეთი მიდგომა ხელს უწყობს მონაცემთა დუბლირების თავიდან აცილებას, მიღებული დეტალური მონაცემების მრავალმიზნობრივ გამოყენებას და საანგარიშგებო ტვირთის შემსუბუქებას.

ევროპის სტატისტიკური სტრუქტურები და ცენტრალური ბანკები სტატისტიკის წარმოებისადმი ინტეგრირებულ მიდგომას მჭიდროდ უკავშირებენ სტატისტიკური ფუნქციის ორგანიზაციულ მოწყობას ცენტრალურ ბანკში (Dilip et al., 2026). საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მონაცემთა გავრცელების SDDS

და SDDS+ სტანდარტებში მონაწილე ქვეყნების ცენტრალური ბანკების გამოკითხვის (51 პასუხი) შედეგად დადგინდა, რომ 61 პროცენტში სტატისტიკურ საქმიანობას ცენტრალიზებულად ერთი დამოუკიდებელი სტრუქტურული ერთეული უძღვება, 21 პროცენტში სტატისტიკის ქვედანაყოფი მსხვილი სტრუქტურული ერთეულის შემადგენლობაშია, ხოლო 18 პროცენტში სტატისტიკის წარმოების ფუნქცია სხვადასხვა ქვედანაყოფს შორის არის განაწილებული, ისე როგორც საქართველოში.

საქართველოს ეროვნული ბანკის გამოცდილება

მანდატი და წინაპირობები

ქვეყნის მიერ დამოუკიდებლობის მოპოვების (1991 წელი) და დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკის ჩამოყალიბების პერიოდი დაემთხვა საერთაშორისო სტატისტიკური სტანდარტების განვითარებისა და მათი გამოყენების გაფართოების პროცესს, რომელიც, თავის მხრივ, 1990-იანი წლების ეკონომიკური და ფინანსური კრიზისებით განპირობებულ ახალ სტატისტიკურ მოთხოვნებს უკავშირდებოდა. ამავე პერიოდში საქართველო შეუერთდა საერთაშორისო ორგანიზაციებს და დაიწყო სტატისტიკური სისტემის ჩამოყალიბება საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობის საფუძველზე. ამდენად, სხვა ქვეყნებისგან განსხვავებით, სადაც სტატისტიკური სისტემების საერთაშორისო მოთხოვნებთან ადაპტირება თანდათანობით მიმდინარეობდა, საქართველოს შემთხვევაში დამოუკიდებელი სტატისტიკური სისტემის ჩამოყალიბება იმთავითვე საერთაშორისო სტანდარტების დანერგვის პროცესს დაეფუძნა.

საქართველოს ეროვნული ბანკი (სებ), სტატისტიკის ეროვნულ სამსახურთან (საქსტატთან) ერთად, ქვეყანაში ოფიციალური სტატისტიკის მწარმოებელი ორგანოა და პასუხისმგებელია მაკროეკონომიკური სტატისტიკის ისეთ მიმართულებებზე, როგორებიცაა საფინანსო და საგარეო სექტორების სტატისტიკა (საქართველოს პარლამენტი, 2009a; 2009b).

თავდაპირველად საქართველოს ეროვნულ ბანკში, ისე როგორც ბევრ სხვა ქვეყანაში, მონაცემთა შეგროვება სტანდარტული და რუტინული ოპერაციული პროცედურების საფუძველზე ხორციელდებოდა. ეს პროცესი მოიცავდა Excel-ის ცხრილების გამოყენებას, მონაცემთა დეცენტრალიზებულ მართვასა და დუბლირებას, ხოლო სტატისტიკურ ინფორმაციაზე ყოველი ახალი მოთხოვნის გაჩენა, როგორც წესი, ახალი ანგარიშების ფორმისა და შესაბამისი პროცედურების შემოღებას საჭიროებდა. ამგვარი მიდგომა დროთა განმავლობაში მონაცემთა შეგროვებისა და დამუშავების პროცესის გართულებას იწვევდა. დაახლოებით 15 წლის წინ ეროვნულმა ბანკმა დაიწყო ამ პრაქტიკის შეცვლა და მომავალზე ორიენტირებული, მოქნილი არქიტექტურის მექანიზმები სტატისტიკური სისტემის ჩამოყალიბება (Aslamazishvili, 2012; Aslamazishvili, 2013).

ცვლილებები 2010 წელს დაიწყო, როდესაც ჩამოყალიბდა ახალი კონცეპტუალური ჩარჩოს საჭიროება, რომელსაც უნდა განესაზღვრა, რა მონაცემები უნდა მიეღო ეროვნულ ბანკს კომერციული ბანკებისგან, რა არხებითა და ინსტრუმენტებით უნდა მომხდარიყო მათი დამუშავება, ანალიზი და გავრცელება. ამასთან, მნიშვნელოვანი იყო ბანკების ტექნოლოგიური შესაძლებლობების, მათი მზაობისა და ცენტრალურ ბანკთან თანამშრომლობის შესაძლებლობების შეფასება.

ახალი მიდგომის აუცილებლობა რამდენიმე გარემოებამ განაპირობა:

- მონაცემთა დუბლირებული მოთხოვნისა და მათი ხარისხის განმეორებითი კონტროლის პრაქტიკა არაეფექტიანი იყო;
- მეორე, მონაცემებზე მოთხოვნების ზრდა და პერიოდულად ახალი ანგარიშგებების შემოღება სულ უფრო ზრდიდა როგორც ცენტრალური, ისე კომერციული ბანკების სპეციალისტების სამუშაო დატვირთვას;
- მესამე, ტრადიციული ინსტრუმენტებით, მათ შორის Excel-ის ცხრილებით, მიღებული ინფორმაციის დამუშავება მნიშვნელოვან დროსა და შრომით რესურსს მოითხოვდა;

- მეოთხე, საერთაშორისო სტატისტიკური სტანდარტებისა და მეთოდოლოგიების ცვლილებები არსებული ანგარიშგების სისტემის ხშირ გადახედვასა და ადაპტაციას საჭიროებდა;
- მეხუთე, განვითარებული საინფორმაციო და საკომუნიკაციო ტექნოლოგიების (ICT) პირობებში მონაცემთა ელექტრონული გადაცემისა და გავრცელების თანამედროვე მოთხოვნები, აგრეთვე სტატისტიკურ ინფორმაციაზე მზარდი მოთხოვნა და საერთაშორისო სტატისტიკური მეთოდოლოგიების განახლების ტემპი, სტატისტიკის წარმოების ტრადიციული მეთოდების გადახედვასა და ახალი მიდგომების დაწერგვას მოითხოვდა.

ძირითადი სტრატეგიული ამოცანები მოიცავდა:

- მონაცემთა წარმოების ინტეგრირებული მოდელის ჩამოყალიბებას;
- დეტალური მონაცემების დუბლირების გარეშე შეგროვებას;
- სტატისტიკური ბიზნესპროცესების სტანდარტიზაციასა და გაციფრულებას, მოდერნიზებული და ოპტიმიზებული GSB-PM-ის შესაბამისად;
- სტატისტიკური მონაცემების გადაცემისა და გამოქვეყნების თანამედროვე ციფრულ ტექნოლოგიებზე დაფუძნებას.

უნდა აღინიშნოს, რომ სტატისტიკის წარმოების ტრადიციული მოდელის ცვლილების იდეას დასაწყისშივე მხარს უჭერდნენ ბანკები. ამას ხელი შეუწყო ქვეყნის საბანკო ინდუსტრიის ერთ-ერთმა თავისებურებამაც — ბანკების 95 პროცენტი უცხოური კაპიტალის კონტროლის ქვეშაა. შესაბამისად, აღრიცხვასა და სტატისტიკურ საქმიანობასთან დაკავშირებული პრაქტიკა ამ ბანკებში ერთმანეთისგან მნიშვნელოვნად განსხვავდებოდა და ძირითადად იმ ქვეყნების წესებსა და მოთხოვნებს ეფუძნებოდა, საიდანაც მათი დამფუძნებელი ან მაკონტროლებელი კაპიტალი იყო. შედეგად, ბანკებს უჭირდათ მათ ხელთ არსებული მონაცემების ეროვნულ ბანკის სტატისტიკურ მოთხოვნებთან შესაბამისობის დამოუკიდებლად უზრუნველყოფა. ამ გარემოე-

ბამ მნიშვნელოვნად შეუწყო ხელი პროექტის განხორციელებას, რომელსაც სებასტია ეწოდა. სებასტიანის კონცეპტუალური მოდელი და ტექნოლოგიური არქიტექტურა ჩამოყალიბდა რამდენიმე ფუნდამენტური საერთაშორისო სტანდარტის გააზრების, მოდიფიცირებისა და ინტეგრირების საფუძველზე. იგი მიზნად ისახავდა სისტემის თანამედროვე სტატისტიკური ინფორმაციისადმი მოთხოვნებთან მაქსიმალურად შესაბამისობას.

დეტალური მონაცემების (Granular data) შეგროვების საჭიროება

როგორც ცნობილია, მონეტარული სტატისტიკა მოიცავს მარაგებისა და ნაკადების შესახებ

მონაცემებს, რომლებიც ორ იერარქიულ ჩარჩოშია ორგანიზებული: სექტორულ საბალანსო ანგარიშებსა და ანალიტიკურ მიმოხილვებში. სექტორული საბალანსო ანგარიშები, თავისი ყოვლისმომცველი და სისტემურად ორგანიზებული სტრუქტურით — ფინანსური ინსტრუმენტების, აქტივებისა და ვალდებულებების, ეროვნული და უცხოური ვალუტის, რეზიდენტი სექტორებისა და არარეზიდენტების, აგრეთვე ნაშთების, ოპერაციებისა და სხვა ნაკადების მიხედვით — დეტალური სტატისტიკური ინფორმაციის წარმოების ერთ-ერთ საუკეთესო საერთაშორისო სტანდარტს წარმოადგენს. სწორედ ეს მიდგომა დაედო საფუძვლად სებასტიანის ფარგლებში ფინანსური ინსტიტუტებისგან საბალანსო უწყისების დეტალური მონაცემების შეგროვების იდეას (Aslamazishvili, 2022).

დიაგრამა 1. სექტორული საბალანსო უწყისის მოდელი (ფრაგმენტი)

	საწყისი ბალანსი	ოპერაციები	სხვა ნაკადები		საბოლოო ბალანსი
			ღირებულებითი ცვლილებები	სხვა ცვლილებები	
ინსტრუმენტი					
აქტივები/ვალდებულებები					
ეროვნული ვალუტა					
რეზიდენტი სექტორები					
• ...					
• ...					
• ...					
არარეზიდენტები					
უცხოური ვალუტა					
რეზიდენტი სექტორები					
• ...					
• ...					
• ...					
არარეზიდენტები					

წყარო: IMF (2016).

ამ მოდელს აქვს მნიშვნელოვანი უპირატესობები:

- მისი გამოყენება შესაძლებელია თანაბრად ეფექტიანად როგორც ბანკების, ისე სხვა ფინანსური ინსტიტუტების შემთხვევაში;
- იგი მოქნილია და იძლევა როგორც საერთაშორისო სტანდარტების, ისე ეროვნული თავისებურებებისა და კონკრეტული ანალიტიკური მიზნების გა-

თვალისწინების შესაძლებლობას;

- მის საფუძველზე მიღებული შედეგები გამოიყენება არა მხოლოდ მონეტარული და ფინანსური სტატისტიკის წარმოებისთვის, არამედ მოიცავს ფინანსური ანგარიშის, საგადასახდლო ბალანსის, საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიციისა და საგარეო ვალის სტატისტიკის მნიშვნელოვან ნაწილს (Aslamazishvili, 2013; Aslamazishvili, 2015).

თუმცა, დეტალური მონაცემების შეგროვების ყველაზე სრულყოფილი ლოგიკა მაინც ეროვნულ ანგარიშთა სისტემაშია მოცემული. კერძოდ, საუბარია პრაქტიკულ რეკომენდაციაზე, რომლის მიხედვითაც შესასწავლი ეკონომიკური მოვლენის შესახებ დეტალური ინფორმაციის მისაღებად მონაცემთა შეგროვება შესაბამისი კითხვების თანმიმდევრული დასმის ლოგიკას უნდა ეფუძნებოდეს.

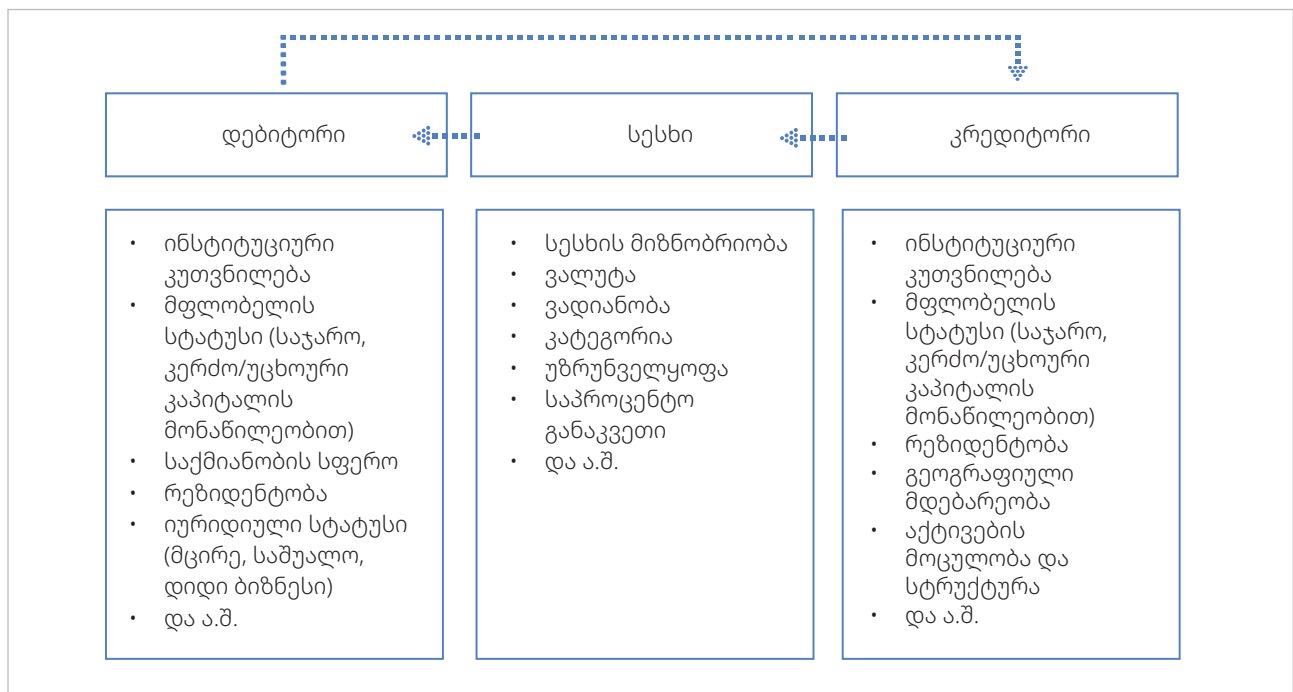
ეროვნულ ანგარიშთა სისტემა წარმოების პროცესის შინაარსის აღსაწერად საბაზისო კითხვების შემდეგ თანმიმდევრობას გვთავაზობს: „ვინ რას აკეთებს, ვისთან, რის სანაცვლოდ, რა საშუალებებით, რა მიზნით და მარაგებში რა ცვლილებებით?“ („Who does what, with whom, in exchange for what, by what means, for what purpose, with what changes in stocks?“). ამასთან, აღნიშნულია, რომ „მოცემულ ეკონომიკაში ყველა ეკონომიკური ნაკადის, მარაგისა და მოთამაშის შესახებ ამ კითხვებზე პასუხის გაცემა უზარმაზარი რაოდენობის ინფორმა-

ციას მოგვცემს, რომელიც აღწერს ეკონომიკური ურთიერთკავშირების სრულ ქსელს“ (UN, 2025).

მიუხედავად იმისა, რომ ეროვნულ ანგარიშთა სისტემის ეს მიდგომა ქვეყნების პრაქტიკაში ფართოდ არ გამოიყენება, საქართველოს შემთხვევაში მან მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა მონაცემთა სტრუქტურის ლოგიკური ორგანიზების მექანიზმის ჩამოყალიბებაში. ეს საბაზისო კითხვები სეზონის სპეციფიკისა და მონაცემთა თავისებურებების შესაბამისად მოდიფიცირდა.

ამ მიდგომის პრაქტიკული გამოყენების ილუსტრირება შესაძლებელია კონკრეტული მაგალითით. კერძოდ, თუ მიზანია ბანკის მიერ კლიენტზე გაცემული სესხის შესახებ დეტალური მონაცემების შეგროვება, შესაძლებელია კითხვების კასკადის ჩამოყალიბება, რომელიც თანმიმდევრულად აღწერს ბანკს, კლიენტს, სესხს და მის ძირითად მახასიათებლებს. აღნიშნული მიდგომა ილუსტრირებულია ქვემოთ (დიაგრამა 2).

დიაგრამა 2. სეზონატში ეკონომიკური ოპერაციების ობიექტებისა და მონაწილეების სტრუქტურის განსაზღვრის მიდგომის ილუსტრაცია



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

კითხვების ამგვარი ლოგიკური სისტემატიზაცია მონაცემთა სტრუქტურის შემუშავების ეტაპზე (GSBPM-ის ფაზა Design — შემუშავება) იძლევა მისი შემდგომი დეტალიზაციის შესაძლებლობას საჭიროების შესაბამისად, სისტემის რაიმე ცვლილებისა და დამატებითი IT-რესურსების ჩართულობის გარეშე.

ამასთან დაკავშირებით საყურადღებოა იტალიის ბანკის სტატისტიკის პრაქტიკა, სადაც, მართალია, იშვიათად, მაგრამ მაინც წარმოიშობა ცალკეული მიმართულებით ინფორმაციის დამატებითი დეტალიზაციის საჭიროება. ასეთ შემთხვევაში დამატებითი მონაცემების მოთხოვნა, როგორც წესი, ცალკე ანგარიშგების ფორმით ხდება, რათა არ გართულდეს არსებული მონაცემთა მოდელი. შესაბამისად, თავადაც აღიარებენ, „...რომ ინფორმაციის შეგროვების ინტეგრირებული მიდგომა არასდროს არის აბსოლუტური მიზანი“ (Casa et al., 2022).

სებსტატის შემთხვევაში მსგავსი საჭიროების წარმოშობა პრაქტიკულად გამორიცხულია და, მისი ამოქმედებიდან დღემდე, ასეთი შემთხვევა არ დაფიქსირებულა. შესაბამისად, მონაცემთა მოდელის დამატებითი გართულების რისკის მინიმიზაცია მისი ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი უპირატესობაა.

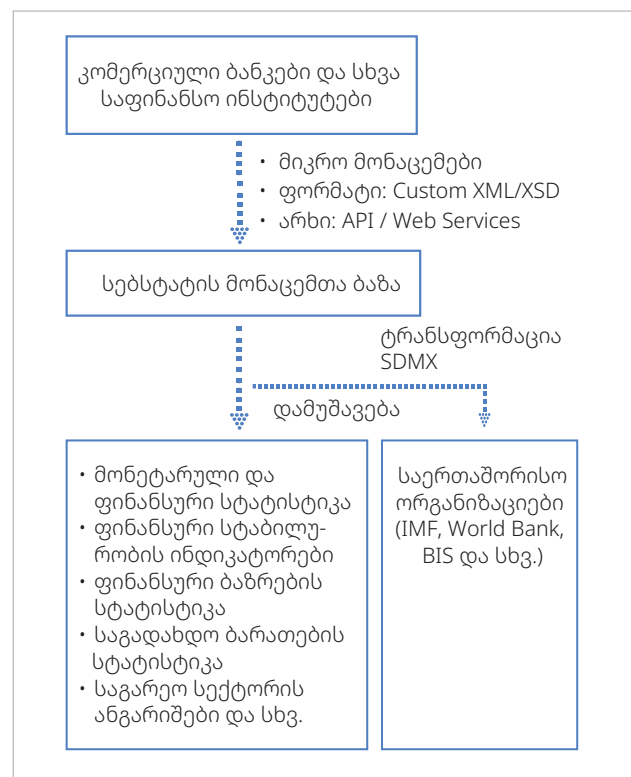
სებსტატის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი თავისებურება მისი დაფარვის მასშტაბია. სხვა ცენტრალური ბანკების სტატისტიკური პრაქტიკისგან განსხვავებით, იგი არ კონცენტრირდება მხოლოდ ძირითად ფინანსურ ინსტრუმენტებზე — როგორიცაა სესხები, დეპოზიტები, ფასიანი ქაღალდები და სხვა — არამედ მოიცავს ყველა ფინანსურ და არაფინანსურ ინსტრუმენტს, როლებიც სტანდარტიზებული პრინციპით არის სტრუქტურირებული.

აღწერილი მიდგომების საფუძველზე მოსაპოვებელი ინფორმაციის სტრუქტურის განსაზღვრა არ ნიშნავს, რომ შესაბამისი მონაცემები ანგარიშვალდებულ ინსტიტუტებში ყოველთვის და დაუყოვნებლივ არის ხელმისაწვდომი. ამის მაგალითია ისეთი მონაცემები, როგორიცაა

რეზიდენტობა, სექტორიზაცია და ეროვნული ანგარიშების სხვა ფუნდამენტური დებულებებით განსაზღვრული კატეგორიები. ამდენად, სებსტატის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფუნქციად გამოიკვეთა ბანკებში მეთოდოლოგიური კომპეტენციების განვითარება და მათი საერთო შესაძლებლობების გაძლიერება სტატისტიკური მონაცემების სწორად გაგებისა და მაღალი ხარისხის უზრუნველყოფის მიმართულებით.

ამ მიზნით, სებ-ის სებსტატის ჯგუფმა ბანკების წარმომადგენლებთან გამართა შეხვედრები სისტემის არსის, მიზნებისა და პრაქტიკული სარგებლიანობის გასაცნობად. პარალელურად, შემუშავდა მეთოდოლოგიური, ნორმატიული, სასწავლო და საცნობარო მასალების ერთიანი კომპლექტი, რომელიც სებსტატის პორტალზეა ხელმისაწვდომი. აღნიშნული დოკუმენტაცია ანგარიშგებაზე პასუხისმგებელ თანამშრომლებს აწვდის ინფორმაციას სებსტატის არქიტექტურის, ანგარიშგების ვადების, მეთოდოლოგიური ცვლილებებისა და სხვა შესაბამისი საკითხების შესახებ.

დიაგრამა 3. სებსტატის ორდონიანი არქიტექტურა



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

დეტალური სტატისტიკური მონაცემების შინაარსის განსაზღვრის შემდეგ დღის წესრიგში დადგა მათი შეგროვების ინსტრუმენტის შერჩევა. როგორც ზემოთ აღინიშნა, საერთაშორისო პრაქტიკა იყენებს როგორც სტანდარტულ SDMX/XBRL ფორმატებს, ისე Custom XML/API გადაწყვეტებს. სებასტატის არქიტექტურა დაეფუძნა Custom XML/API მიდგომას, თუმცა მონაცემთა სტრუქტურის განსაზღვრისას გამოყენებულ იქნა SDMX-ის DSD-ის კონცეფცია. ამან უზრუნველყო სისტემის მოქნილობა და მიღებული მონაცემების SDMX ფორმატში ტრანსფორმაციის გამარტივება, რაც ხელს უწყობს სებასტატის საერთაშორისო სტატისტიკურ სტანდარტებთან თავსებადობას. შედეგად, ჩამოყალიბდა სებასტატის ორდონიანი არქიტექტურა (იხ. დიაგრამა 3).

მონაცემთა სტრუქტურის განსაზღვრა

SDMX-ის მსგავსად, სებასტატი იყენებს ორი ტიპის აღმწერს: განზომილებებს, რომლებიც განსაზღვრავენ და ამაჯდროულად ახასიათებენ მონაცემებს, და ატრიბუტებს, რომელთა ფუნქცია მხოლოდ აღწერითია.

ვინაიდან ეროვნული ბანკი, თავისი მანდატის ფარგლებში, ფინანსური ინსტიტუტებისგან სხვადასხვა მიზნისთვის — მათ შორის, მონეტარული და ფინანსური სტატისტიკის, საგადასახდელო ბალანსის, საგადახდო სისტემებისა და საზედამხედველო ამოცანებისთვის — მრავალფეროვან მონაცემებს აგროვებს, სებასტატი მათ თავდაპირველად მონაცემთა ოჯახებად (დომენებად) აერთიანებს და თითოეული მათგანისთვის შესაბამის სტრუქტურას განსაზღვრავს. მონაცემთა ოჯახი წარმოადგენს ერთგვაროვანი ინფორმაციის ერთობლიობას, მაგალითად, საბალანსო ანგარიშების, სავალუტო ბაზრის ან არაავტორიზებული ოპერაციების შესახებ მონაცემებს და სხვ.

სებასტატის არქიტექტურა ასევე იძლევა შესაძლებლობას, ახალი ტიპის მონაცემების სა-

ჭიროების შემთხვევაში შეიქმნას ახალი მონაცემთა ოჯახი, რომელიც დადგენილი წესის შესაბამისად (SDMX-ის ფაზები: Specify Needs — საჭიროების განსაზღვრა, Design — შემუშავება, Build — აგება) სისტემაში ცალკე მოდულის სახით ინტეგრირდება, მისი ძირითადი არქიტექტურის ცვლილების გარეშე.

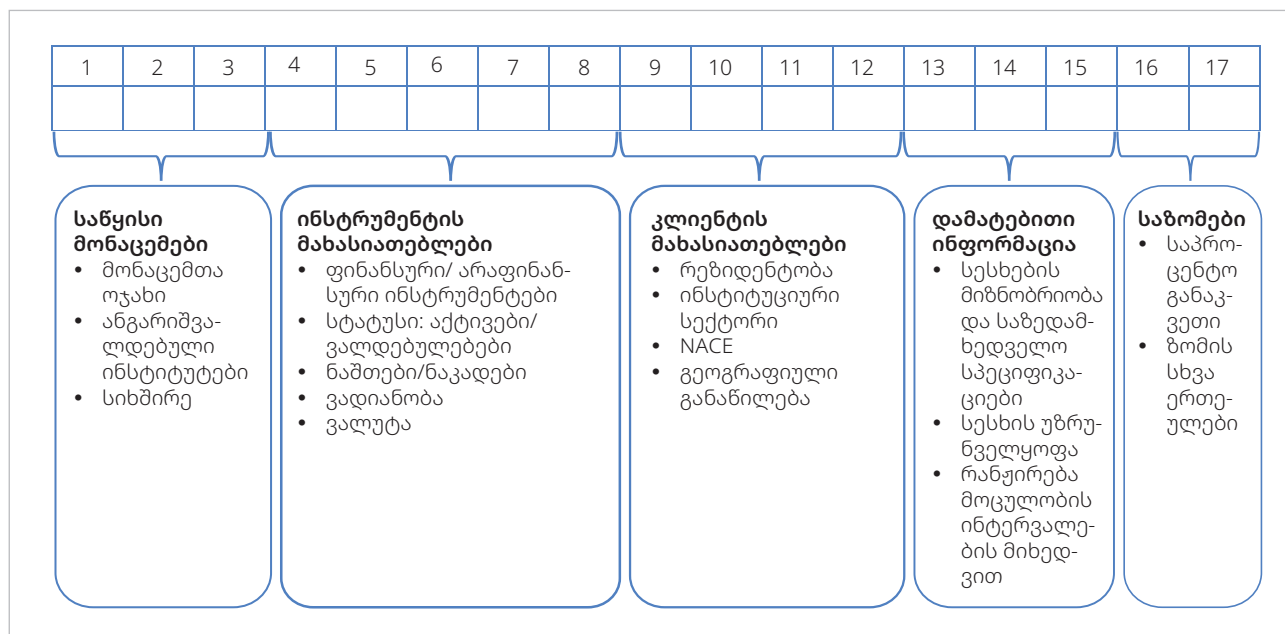
სებასტატის თითოეული მონაცემთა ოჯახისთვის აღმწერები განსაზღვრული ლოგიკითაა დაჯგუფებული. ინფორმაციის სტრუქტურა თანრიგების თანმიმდევრობით არის აგებული, რომლებიც ერთობლიობაში მონაცემთა გასაღებს ქმნიან. მისი პირველი სამი თანრიგი ყველა ოჯახისთვის უცვლელი და მკაცრად თანმიმდევრულია:

1. XXX - მონაცემთა ოჯახი,
2. XXX - ანგარიშვალდებული ინსტიტუცია,
3. XX - მონაცემთა წარდგენის სიხშირე.

მეოთხე თანრიგი განისაზღვრება მონაცემთა ოჯახის შინაარსით, კერძოდ, იმ ეკონომიკური კატეგორიის მიხედვით, რომლის აღწერასაც იგი ემსახურება — მაგალითად, ფინანსური ინსტრუმენტის, არაავტორიზებული ოპერაციის ტიპისა და სხვ. ბანკების საბალანსო უწყისის მონაცემების შემთხვევაში ასეთ კატეგორიას წარმოადგენს „ინსტრუმენტი“. ნიშანდობლივია, რომ კამპა და შნეიბელი (Campa and Schnabel, 2025) მიუთითებენ ანალოგიური სტატისტიკური ელემენტის — ინსტრუმენტის ტიპის — შემოტანაზე ევროსისტემის ინტეგრირებული ანგარიშების ჩარჩოს (IReF) კონცეფციაში, რომლის ამოქმედება 2031 წლის მეორე კვარტალში იგეგმება.

მეხუთე თანრიგიდან მსაზღვრელები თითოეული მონაცემთა ოჯახისთვის წინასწარ განსაზღვრული ლოგიკის შესაბამისად ჯგუფდება. მაგალითად, კომერციული ბანკების საბალანსო უწყისის მონაცემთა სტრუქტურის აღსაწერად გამოიყენება შემდეგი შინაარსის გასაღები (იხ. დიაგრამა 4).

დიაგრამა 4. სეგმენტები: მონაცემთა მოდელი კომერციული ბანკების საბალანსო უწყისის მონაცემების შესაგროვებლად



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

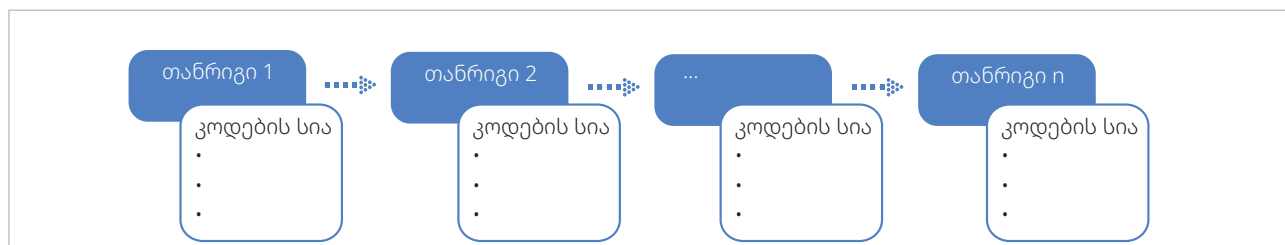
გასაღების თითოეული თანრიგი განისაზღვრება შესაბამისი კლასიფიკატორით (კოდების სიით), რომელიც შეიძლება იყოს საერთაშორისო (მაგალითად, ქვეყნების ან ვალუტების კლასიფიკატორი), ეროვნული ან სპეციალურად სეგმენტის მიზნებისთვის შემუშავებული. გამოყენებული კლასიფიკატორების მნიშვნელოვანი ნაწილი შესაბამისობაშია ეროვნულ ანგარიშთა სისტემასთან, მათ შორის, ეკონომიკის სექტორებისა და ქვესექტორების, ფინანსური ინსტრუმენტებისა და სხვა კლასიფიკატორების მიმართულებით. ამასთან, კლასიფიკატორები, კონკრეტული მონაცემთა ოჯახის შინაარსის შესაბამისად, საერთოა ყველა შესაბამისი მონაცემთა ოჯახისთვის (იხ. დიაგრამა 5).

ანალოგიური ლოგიკით განისაზღვრება მონაცემთა სტრუქტურა ყოველი მომდევნო ოჯახის-

თვის, ხოლო ეს პროცედურა სეგმენტში მკაცრად უნიფიცირებულია (GSBPM-ის ფაზები: Design — შემუშავება და Build — აგება).

მონაცემთა შეგროვების ამ მოდელის მნიშვნელოვანი თავისებურება ისაა, რომ იგი ცალკეული მომხმარებლის კონკრეტულ მოთხოვნებზე კი არ არის ორიენტირებული, არამედ, ერთი მხრივ, მაკროეკონომიკური სტატისტიკის როგორც მიმდინარე, ისე პოტენციური ინფორმაციული საჭიროებების, ხოლო, მეორე მხრივ, საზედამხებდევლო მიზნებისთვის მონაცემთა შეგროვების უზრუნველყოფას ემსახურება. შესაბამისად, მოდელი არა მხოლოდ არსებული მოთხოვნების დაკმაყოფილების, არამედ მონაცემთა შემდგომი ანალიზისა და ახალი ანალიტიკური შესაძლებლობების გამოყენების საფუძველს ქმნის.

დიაგრამა 5. სეგმენტები: მონაცემთა სტრუქტურის აღწერის ზოგადი სქემა



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

განსხვავებით ზემოთ განხილული საუკეთესო ევროპული პრაქტიკისგან, სადაც მონაცემთა შეგროვება, როგორც წესი, ძირითადი მონაცემებით იწყება და მოთხოვნების შესაბამისად თანდათან ფართოვდება, საქართველოს ეროვნული ბანკის შემთხვევაში თავიდანვე იქნა არჩეული ინფორმაციის მაქსიმალურად სრული მოცულობით შეგროვების მიდგომა. შესაბამისად, სეპსტატის როგორც კონცეპტუალური, ისე IT არქიტექტურა თავიდანვე ამ პრინციპზე აიგო.

ამ მიდგომის განხორციელების საწყის ეტაპზევე კომერციული ბანკების მხრიდან მნიშვნელოვანი მხარდაჭერა იქნა მიღებული. კონსულტაციების შედეგად მათ გააცნობიერეს, რომ პროექტის განხორციელება როგორც ეროვნული ბანკის, ისე ბანკების მხრიდან მნიშვნელოვან სამუშაოს მოითხოვდა, თუმცა ეს ძირითადად ერთჯერადი ძალისხმევა იქნებოდა. სანაცვლოდ, ანგარიშგების შემდგომი პროცესი მნიშვნელოვნად გამარტივდებოდა, რაც პრაქტიკაშიც დადასტურდა.

რა ხდება მეთოდოლოგიური ცვლილების შემთხვევაში? მაგალითად, 2025 წლის SNA-ის შესაბამისად გაფართოვდა ინსტიტუციური სექ-

ტორების, ეკონომიკური აქტივებისა და სხვა კატეგორიების კლასიფიკატორები. სეპსტატში ამ ცვლილებების ასახვა IT ჩართულობას არ საჭიროებს და ადმინისტრატორის მიერ ხორციელდება. ამასთან, ადმინისტრატორს აქვს მაკროეკონომიკური სტატისტიკის სიღრმისეული ცოდნა და ცვლილებების განხორციელებისას ხელმძღვანელობს სეპსტატის სტრატეგიული მიმართულებებით.

სეპ-ის მოთხოვნების ფორმირება

სეპ-ის მოთხოვნები ანგარიშვალდებული ინსტიტუტებისთვის ჩამოყალიბებულია გასაღებების სახით და არა მრავალრიცხოვანი ცხრილების ფორმატში. ამასთან, ერთი მონაცემთა ოჯახის ფარგლებში შესაძლებელია არსებობდეს ერთზე მეტი სტატისტიკური მოთხოვნა და, შესაბამისად, ერთზე მეტი გასაღები.

ქვემოთ მოცემულია სეპსტატის სისტემაში კონკრეტული კომერციული ბანკის საბალანსო უწყისის მონაცემებზე დაყრდნობით კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენტის — ამ შემთხვევაში, სესხის — სტრუქტურის აღწერისა და შესაბამისი გასაღების მაგალითი (იხ. დიაგრამა 6).

დიაგრამა 6. მონაცემთა სტრუქტურის აღწერა (DSD): კონკრეტული ბანკის მაგალითზე

N	სტრუქტურა	აღწერა
1	FAMILY	მონაცემთა ოჯახი (FIM)
2	SOURCE	ანგარიშვალდებული ინსტიტუცია (BBG)
3	FREQ	ყოველთვიური (MM)
4	INS	ინსტრუმენტი (სესხი) (L04000)
5	STA	ინსტრუმენტის სტატუსი (Asset/Liabilities) (AS)
6	STFL	ნაშთი/ნაკადი (Stock/Flow) (FL)
7	MAT	საწყისი ვადიანობა (T365)
8	CUR	ვალუტა (GEL)
9	RES	კონტრაგენტის რეზიდენტობა (GE)
10	SEC	ინსტიტუციური სექტორი (Private HH) (S14100)
11	NAC	ეკონომიკური საქმიანობის სახე (NACE; not applicable) (XX)
12	REG	კონტრაგენტის რეგიონალური მდებარეობა (Tbilisi) (R01)
13	LOP	დამატებითი ინფო (სამომხმარებლო სესხი) (0111101)
14	LOC	სესხის უზრუნველყოფა (დეპოზიტით უზრუნველყოფილი) (LC7)
15	RNG	თანხის რანჟირება ინტერვალების მიხედვით (0.01 - 1,000.00)(D1)
16	IR	საპროცენტო განაკვეთი (013.70)
17	MTYPE	შეფასება (საბაზრო ღირებულება) (BV)
	<PERIODLASTDAY>2026-06-30T00:00:00</PERIODLASTDAY>	
	< DATAVALUE>600</DATAVALUE>	

მონაცემის სტრუქტურა/გასაღები:

FIM.BBG.M.L04000.AS.FI.T365.GEL.GE.S14100.
XX.R11.0111101.LC7.D1.013.70.BV

სტატისტიკური მოთხოვნების ფორმირების შემდეგ, ან პარალელურად, ხდება მონაცემთა ვალიდაციის ალგორითმების შემუშავება. ამისათვის სებასტატი ჩაშენებულია სპეციალური ფუნქციონალი, რომელიც იძლევა სახელმძღვანელო მითითებებისა და ალგორითმების ერთობლიობის განსაზღვრისა და სისტემაში ასახვის შესაძლებლობას. აღნიშნული მექანიზმი უზრუნველყოფს, რომ კომერციული ბანკების მიერ წარმოდგენილი სტატისტიკური მონაცემები სემანტიკურად თავსებადი, ზუსტი და სტრუქტურულად გამართული იყოს სებასტატის სისტემაში მათ ატვირთვამდე.

კომერციული ბანკის მიერ მომზადებული XML ფაილის სებასტატის სისტემაში ატვირთვისას თითოეული XML ფაილი გადის სტრუქტურულ, ფორმატულ, კოდურ, დუბლიკატებისა და ლოგიკურ კონტროლს, მათ შორის ჯამური და საჭიროების შემთხვევაში წყვილების შესაბამისობის შემოწმებას.

იმისათვის, რომ ბანკებმა საკუთარი შიდასაოპერაციო მონაცემების საფუძველზე საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისი მონაცემები მოამზადონ, სებასტატი ევროპის ცენტრალური ბანკის BIRD-ის მსგავს მიდგომას იყენებს. მაგალითად, ავსტრიისა და პორტუგალიის ცენტრალური ბანკები სპეციალურ ალგორითმებს იყენებენ ბანკების მიერ მათთვის უკვე მიწოდებული მონაცემების კლასიფიცირებისთვის, ხოლო სებასტატი ბანკებს დეტალურად განუმარტავს, როგორ უნდა დაამუშაონ საკუთარი ინფორმაცია ეროვნული ბანკის მეთოდოლოგიურ მოთხოვნებთან შესაბამისობის უზრუნველსაყოფად. ყველა ვალიდაციის წარმატებით გავლის შემდეგ მომზადებული ინფორმაცია აიტვირთება სებასტატის მონაცემთა ბაზაში (GSBPM-ის ფაზა Collect — შეგროვება).

ნიშანდობლივია, რომ სებასტატის ლოგიკა BIRD-ისა და IReF-ის მიდგომის ანალოგიურია, თუმცა იგი გაცილებით ადრე — 2010–2015 წლებში — შეიქმნა. მისი მეთოდოლოგიური საფუძვლები კი 2000-იანი წლების დასაწყისში, BIRD-ის

2015 წელს ინიცირებამდე, ჩამოყალიბდა. იმ პერიოდში, როდესაც ევროპულ ქვეყნებში ბანკებს ECB-ისა და სხვა მარეგულირებელი მოთხოვნებიდან გამომდინარე მონაცემების კლასიფიცირება თავად უწევდათ, სება-მა, ჯერ კიდევ Excel-ზე დაფუძნებული ანგარიშების პირობებში, შეიმუშავა მკაფიო სახელმძღვანელო მითითებები და ე.წ. გადამყვანი ცხრილები. მათი საშუალებით ბანკებს საკუთარი შიდასაოპერაციო მონაცემების სება-ის სტატისტიკურ მოთხოვნებთან შესაბამისობაში მოყვანა შეეძლოთ.

ამ პრაქტიკამ სებასტატის დანერგვის პროცესში მნიშვნელოვანი უპირატესობა შექმნა, რადგან ანგარიშვალდებულ ბანკებს უკვე ჰქონდათ მონაცემთა კლასიფიცირებისა და ტრანსფორმაციის შესაბამისი გამოცდილება და ტექნიკური უნარები.

ამდენად, სებასტატის, როგორც ინფორმაციული სისტემის, ფუნდამენტურ საფუძველს წარმოადგენს ერთიან მეთოდოლოგიაზე დაფუძნებული მონაცემთა წარმოდგენის სტანდარტიზებული და უნიფიცირებული მოდელი, რომელსაც ევროპულ პრაქტიკაში ერთიან სტატისტიკურ ლექსიკონს უწოდებენ, და გამართული IT არქიტექტურა, რომელიც, სხვა საკითხებთან ერთად, უზრუნველყოფს მონაცემთა ლოგიკურ და ფიზიკურ მთლიანობას. სწორედ ეს ორი კომპონენტი ქმნის იმ ტექნოლოგიურ და მეთოდოლოგიურ ბაზის, რომელიც ზემოთ განხილული მიზნების — მონაცემთა დამუშავების ავტომატიზაციის, სტატისტიკური ინფორმაციის წარმოების დროისა და ხარჯების შემცირების, ახალი ანგარიშების მოქნილი ინტეგრაციის, მონაცემთა დუბლირებისა და საანგარიშგებო ტვირთის შემცირებისა და მონაცემთა მრავალჯერადი გამოყენების — მიღწევის შესაძლებლობას ქმნის.

მონაცემთა დამუშავება და გავრცელება

მიუხედავად იმისა, რომ სებასტატი ჩაშენებულია მონაცემთა დამუშავების ფუნქციონალი (GSBPM-ის ფაზა Process — დამუშავება), რომელიც აქტიურად გამოიყენებოდა სისტემის ამოქმედების საწყის ეტაპზე, ამჟამად მონაცემთა დამუშავებისა და გავრცელების (GSBPM-ის ფაზა Dissemination — გავრცელება) ძირითადი ნაწილი BI პლატფორმაზეა გადატანილი. იგი მომხმარებლებს საშუალებას აძლევს, ინტე-

რაქტიულ რეჟიმში იმუშაონ გამოქვეყნებულ ვიზუალიზებულ მონაცემებთან და მიიღონ მათ ანალიტიკურ საჭიროებებზე მორგებული ინფორმაცია. პლატფორმა გათვლილია მომხმარებელთა ფართო წრეზე და მისი ფუნქციონალის შემდგომი გაფართოების მნიშვნელოვანი პოტენციალი აქვს, მათ შორის ეროვნული ანგარიშების სტატისტიკის ახალი სტანდარტების დანერგვის კვალდაკვალ.

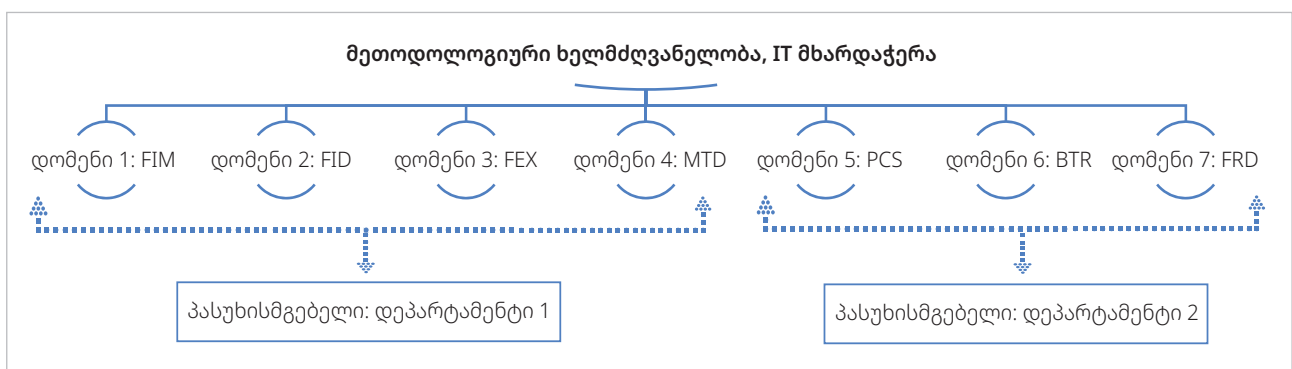
სისტემის მართვა: მეთოდოლოგიური, ორგანიზაციული და IT მხარდაჭერა

მართალია, სებსტატი, როგორც სტატისტიკური ინფორმაციული სისტემა, თავისი კონცეპტუალური და ორგანიზაციული გადანაცვებით შესაბამება მონაცემთა წარმოების ევროპულ ინტეგრირებულ მოდელს, თუმცა სებ-ის ორგანიზაციული სტრუქტურის თავისებურებიდან გამომდინარე, სტატისტიკის წარმოება ჯერ კიდევ ნახევრად ცენტრალიზებულ და თანამშრომლობით მიდგომას ეფუძნება. ამასთან, სებსტატი საკმარისად მოქნილია როგორც სტატისტიკური, ისე საზედამხებელო მონაცემების შესაგროვებლად, თუმცა ამ უკანასკნელის შემთხვევაში ნაწილობრივ კვლავ გამოიყენება Excel-ის ფორმატი.

მეთოდოლოგიური მხარდაჭერა და სტატისტიკის საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობის უზრუნველყოფა სებსტატის მუდმივმოქმედი პროექტის ფარგლებში ხორციელდება. სტატისტიკური დომენების (მონაცემთა ოჯახების) მიხედვით, სისტემის მფლობელობა ორ დეპარტამენტს შორის არის განაწილებული: მაკროეკონომიკისა და სტატისტიკის დეპარტამენტსა და საგადახდო სისტემების დეპარტამენტს შორის. საერთო IT მხარდაჭერას უზრუნველყოფს სებ-ის საინფორმაციო ტექნოლოგიების დეპარტამენტი.

თითოეული დომენის წარმოების ბიზნესპროცესი შესაბამისი პროცედურებითაა განსაზღვრული, რომლებსაც ამტკიცებს სებ-ის რისკების ცენტრალიზებული მართვის დეპარტამენტი და რომელთა დაცვა სავალდებულოა სტატისტიკის წარმოების პროცესში. სებსტატის პროექტის მენეჯერსა და ადმინისტრატორს სპეციალური მონიტორის საშუალებით შეუძლია აკონტროლოს პროცედურების შესრულება, მათ შორის მონაცემთა ატვირთვისა და ატვირთული ფაილების დადასტურების ან უარყოფის ვადები, როგორც ეროვნული, ისე კომერციული ბანკების პასუხისმგებელი მომხმარებლების მიერ (იხ. დიაგრამა 7).

დიაგრამა 7. სებსტატი: მეთოდოლოგიური ხელმძღვანელობა, IT და ორგანიზაციული მხარდაჭერა



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

ვადების დარღვევის შემთხვევაში სებ-ის პასუხისმგებელ მომხმარებელსა და სებსტატის ადმინისტრატორს შეუძლიათ დაადგინონ შეფერხების მიზეზები და, საჭიროების შემთხვევაში, ოპერატიული მითითებითა და რეკომენდაციით დაეხმარონ ბანკს პრობლემის მოგვარებაში.

სამუშაო ნაკადების ორგანიზება: GSBPM და მისი გამოყენება

სებსტატის კონცეპტუალური მხარის განხილვის შემდეგ, მნიშვნელოვანია სტატისტიკის წარმოების სამუშაო ნაკადების ორგანიზებაც. ამ მიზნით სებ-ში გამოყენებულია სტატისტიკური

ბიზნესპროცესის ზოგადი მოდელი (GSBPM) (UNECE, 2025), რომელიც სებსტატის საჭიროებების შესაბამისად მოდიფიცირდა: ზოგიერთი ქვეპროცესი ერთი ფაზიდან მეორეში გადავიდა და დაემატა ახალი ქვეპროცესები. აღნიშნული ცვლილებები ასახავს სებსტატის სამუშაო ნაკადების თავისებურებებს და ემსახურება ბიზნესპროცესის სტანდარტიზაციასა და გაციფრულებას.

როგორც ცნობილია, GSBPM-ის სტანდარტული მოდელი თეორიულ დონეზე ძირითადად ტრადიციული სტატისტიკის ეროვნული სამსახურებისა (NSO) და გამოკითხვებზე (Surveys)

დაფუძნებული სტატისტიკური წარმოების პროცესებზე იყო ორიენტირებული. ცენტრალური ბანკების თანამედროვე რეალობაში, სადაც შემოსული დეტალური მონაცემების მოცულობა განსაკუთრებით დიდია და მათი მიღება-დამუშავება ავტომატიზაციის გარეშე პრაქტიკულად შეუძლებელია, GSBPM-ის კლასიკური 8-ფაზიანი ჯაჭვის ადაპტაცია და მოდერნიზება აუცილებელი ხდება. აღნიშნული მიდგომა სებს-ის შემთხვევაშიც განხორციელდა. GSBPM-ში განხორციელებული ცვლილებების დეტალური აღწერა სტატიის ფარგლებს სცილდება. ქვემოთ წარმოდგენილია სებს-ის მიერ ადაპტირებული მოდელი (იხ. დიაგრამა 8).

დიაგრამა 8. სტატისტიკური ბიზნესპროცესის ზოგადი მოდელი (მოდიფიცირებული ვერსია)

ყოვლისმომცველი პროცესები							
საჭიროებების განსაზღვრა	შემუშავება	აგება	შეგროვება	დამუშავება	ანალიზი	გავრცელება	განვითარება
1.1 საჭიროებების იდენტიფიცირება	2.1 შედეგებისა და გავრცელების დიზაინი	3.1 შეგროვების ინსტრუმენტების ხელახალი გამოყენება ან შექმნა	4.1 შეგროვების დაგეგმვა	5.1 მონაცემთა ინტეგრირება	6.1 შედეგების ინტერპრეტაცია და ანალიზი	7.1 გავრცელების სისტემების განახლება	8.1 შეფასებისთვის საჭირო ინფორმაციის შეგროვება
1.2 კონსულტაციები და შეთანხმება	2.2 ცვლადების შემუშავება, კლასიფიკაცია და კოდირება	3.2 დამუშავების და ანალიზის კომპონენტების ხელახალი გამოყენება ან აგება	4.2 შეგროვების წარმართვა	5.2 ახალი ცვლადების გამოთვლა	6.2 ინფორმაციის გამჟღავნების კონტროლი	7.2 ინფორმაციის გავრცელება	8.2 შეფასების განხორციელება
1.3 გამომავალი შედეგების ფორმირება	2.3 შეგროვების ფორმატის შემუშავება	3.3 გავრცელების კომპონენტების ხელახალი გამოყენება ან შექმნა	4.3 გადახედვა და ვალიდაცია	5.3 წონების გამოთვლა	6.3 გამოშვების დასრულება	7.3 ინფორმაციის გავრცელების ხელშეწყობა	8.3 ინფორმაციის შეგროვება მომავალი IT ინოვაციების შეფასებისთვის
1.4 კონცეფციების იდენტიფიცირება	2.4 მოცვის მასშტაბის და შერჩევის განსაზღვრა	3.4 სამუშაო ნაკადების კონფიგურირება	4.4 შესწორება და იმპუტაცია	5.4 აგრეგატების გამოთვლა		7.4 მომხმარებელთა მხარდაჭერის განხორციელება	8.4 სამოქმედო გეგმის შეთანხმება
1.5 მონაცემთა ხელმისაწვდომობის დადგენა	2.5 პროცესებისა და ანალიზის დიზაინი	3.5 წარმოების სისტემების ტესტირება	4.5 შეგროვების პროცესის მონიტორინგი	5.5 გამოთვლების დასრულება			
1.6 პოტენციური რესპონდენტების მზაობის დადგენა	2.6 წარმოების სისტემებისა და სამუშაო ნაკადების დიზაინი	3.6 ბიზნეს პროცესის ტესტირება	4.6 შეგროვების დასრულება				
1.7 ბიზნეს დასაბუთების მომზადება და წარდგენა	2.7 პროგრამული მოთხოვნების სპეციფიკაციების (SRS) შემუშავება	3.7 წარმოების სისტემის დასრულება					
	2.8 სასწავლო პროგრამების შემუშავება მომხმარებლებისთვის	3.8 წარმოების სისტემის გადატანა რეალურ რეჟიმში					

წყარო: UNECE (2025), ავტორის მიერ მოდიფიცირებული.

შენიშვნა: მუქი ფერი აღნიშნავს ახალ და/ან გადაადგილებულ ქვეპროცესებს.

სებსტატის კიდეც ერთი მნიშვნელოვანი უპირატესობაა GSBPM-ის მე-2-მე-6 ფაზების თითქმის სრულად გაციფრულება (გარდა 2.7 და 2.8 ქვეპროცესებისა). ამასთან, პირველი და მერვე ფაზები, ისევე როგორც აღნიშნული ქვეპროცესები, სტატისტიკური ბიზნესპროცესის ის ეტაპებია, რომლებიც ადამიანურ ჩართულობას — დაგეგმვას, შემუშავებასა და გადაწყვეტილების მიღებას მოითხოვს.

ამდენად, სებ-ის პრაქტიკაში Custom XML/API არქიტექტურის დანერგვამ შესაძლებელი გახადა GSBPM-ის ძირითადი ფაზების ავტომატიზებულ სამუშაო ნაკადებად გარდაქმნა.

კომუნიკაცია

საქართველოს ეროვნული ბანკი მუდმივად ზრუნავს მონაცემთა ხარისხის გაუმჯობესებაზე და განსაკუთრებულ ყურადღებას უთმობს მონაცემთა მომწოდებლებთან გამჭვირვალე კომუნიკაციას. ამ მიზნით, სებსტატის პლატფორმაზე ხელმისაწვდომია ანგარიშგებასთან დაკავშირებული სამართლებრივი და მეთოდოლოგიური დოკუმენტები, XML ფაილის შედგენის ინსტრუქციები, პრაქტიკული მითითებები, ვიდეოლექციები და სხვა დამხმარე მასალები.

მონაცემთა ხარისხის შემოწმების პროცედურები სისტემაში ინტეგრირებულია მკაცრად განსაზღვრული თანმიმდევრობით და მონაცემთა ატვირთვისთანავე ინტერაქტიულ რეჟიმში მიეწოდება მომწოდებელს. შეცდომის აღმოჩენის შემთხვევაში ატვირთვის პროცესი ავტომატურად ჩერდება და მომწოდებელი იღებს ინფორმაციას შეცდომის შინაარსისა და მისი გამოსწორების გზის შესახებ. შესწორების შემდეგ ფაილის ატვირთვის პროცესი ხელახლა იწყება. პროცესის მონიტორინგი პარალელურად შეუძლია შესაბამის დომენზე პასუხისმგებელ სებ-ის თანამშრომელსაც. წარმატებული ატვირთვის შემთხვევაში შესაბამის შეტყობინებას იღებენ როგორც მომწოდებელი, ისე პასუხისმგებელი თანამშრომელი.

სისტემური კონტროლების მიუხედავად, სებ-ის პასუხისმგებელი თანამშრომელი დამატებით ამოწმებს ატვირთულ მონაცემებს და საეჭვო შემთხვევის ან ტენდენციის აღმოჩენისას ჩაშენებული საკომუნიკაციო ფუნქციონალის მეშვეობით მომწოდებელს მონაცემების გად-

ამოწმებას სთხოვს. მომწოდებელი ადასტურებს მონაცემების სისწორეს ან ასწორებს გამოვლენილ შეცდომას; საჭიროების შემთხვევაში, ფაილი ხელახლა იტვირთება შესაბამისი ნებართვის შემდეგ. ასეთი შემთხვევები იშვიათია და, როგორც წესი, GSBPM-ის შეგროვების ფაზა შეუფერხებლად მიმდინარეობს.

განვითარების პერსპექტივები

2025 SNA-ის გამოჩენამ კიდეც ერთხელ დაადასტურა სებსტატის განვითარების პოტენციალი. სისტემაში ეროვნული ანგარიშების ახალი სტანდარტის იმ ცვლილებების ინტეგრაცია, რომლებიც ეროვნული ბანკის კომპეტენციას განეკუთვნება, ჩვეულებრივ სამუშაო რეჟიმში მიმდინარეობს. ეს, მათ შორის, ეხება სექტორების, აქტივების, საქმიანობის სახეებისა და სხვა კლასიფიკაციების გაფართოებას.

ამ ეტაპზე სებსტატი მოიცავს კომერციულ და მიკრობანკებს, აგრეთვე მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებს, მაშინ როდესაც სადაზღვევო კორპორაციები, საპენსიო ფონდები და სხვა ფინანსური ინსტიტუტები ანგარიშგებისთვის კვლავ ტრადიციულ ფორმატებს იყენებენ. ამის მიზეზია ის, რომ საქართველოს ფინანსური სექტორის აქტივების 92 პროცენტი ბანკებზე მოდის. ამასთან, ფინანსური სექტორის სხვა მონაწილეების სებსტატში ეტაპობრივი ინტეგრაცია მათი ეკონომიკური როლის ზრდის შესაბამისად იგეგმება.

სებსტატის უპირატესობები

ზემოთ განხილულთან ერთად, სებსტატის ერთ-ერთი უპირატესობაა მისი გამჭვირვალე და ინტუიციური მოდელი, რომელიც არ მოითხოვს რთულ IT ინფრასტრუქტურას. ღია სტატისტიკურ ლოგიკაზე დაფუძნებული ეს უნივერსალური ჩარჩო შესაძლებელია ადაპტირდეს და დაინერგოს სხვა ქვეყნების ცენტრალურ ბანკებსა და ეროვნულ სტატისტიკურ სამსახურებში, განსაკუთრებით განვითარებად და გარდამავალ ეკონომიკებში.

სებსტატის წარმოება ეფუძნება რამდენიმე ძირითად პრინციპს (Aslamazishvili, 2017):

- გამჭვირვალობა – მონაცემთა მკაფიო და სტრუქტურირებული წარმოდგენა;

- ერთი ჩანაწერი – თითოეული ინსტრუმენტის ერთჯერადი აღრიცხვა;
- ზუსტი თანმიმდევრულობა – სტატისტიკური ბიზნესპროცესის მკაფიოდ განსაზღვრული პროცედურების მიხედვით განხორციელება;
- ორმხრივი სარგებლიანობა – სისტემის ისეთი ორგანიზება, რომელიც სარგებელს ქმნის როგორც მონაცემთა მომწოდებლებისთვის, ისე ეროვნული ბანკისთვის.

ამ პრინციპების ერთობლიობა სებასტატს აქცევს პრაქტიკულად გამოყენებად და სხვა სტატისტიკურ სისტემებში ადაპტირებად მოდელად.

ძირითადი გაკვეთილები, დასკვნები და რეკომენდაციები

საჯარო სტატისტიკურ ინფორმაციაზე ფართო წვდომისა და საერთაშორისო ვალდებულებების გათვალისწინებით, საქართველოს ეროვნული ბანკი, თავისი მანდატისა და სტატისტიკური საქმიანობის ფარგლებში, მონაცემებს საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისად ავრცელებს.

კრებსითი მონაცემების ეროვნული გვერდი (NSDP), რომელსაც საქართველოში საქართველოს ეროვნული ბანკი მართავს, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მონაცემთა გავრცელების სტანდარტების (SDDS, SDDS Plus, e-GDDS) მონაწილე ქვეყნებისთვის შექმნილი პლატფორმაა და მონაცემებსა და მეტამონაცემებზე ონლაინ წვდომას უზრუნველყოფს. NSDP-ზე SDMX-ის გამოყენება ეროვნული ბანკის მიერ მონაცემთა გავრცელების ერთ-ერთი თვალსაჩინო მაგალითია (სებ, თარიღის გარეშე, ა). აღსანიშნავია, რომ SDDS-ში მონაწილე 49 ქვეყნიდან მონაცემებს SDMX ფორმატით მხოლოდ 5 ქვეყანა, მათ შორის საქართველო, აქვეყნებს.

სებასტატის ფუნქციონირების შედეგად წარმოებული სტატისტიკური ინფორმაცია ხელმისაწვდომია სებ-ის ვებგვერდზე, წინასწარ გამოქვეყნებული კალენდრის (ARC) შესაბამისად. სპეციალური BI პლატფორმა მომხმარებელს საშუალებას აძლევს, ინტერაქტიულ რეჟიმში მოიძიოს, დაამუშაოს დავიზუალიზაცია გაუკეთოს

მისთვის საინტერესო მონაცემებს (სებ, თარიღის გარეშე, ბ). სტატისტიკურ ინფორმაციაზე მზარდი მოთხოვნის შესაბამისად, სებ-ი მუდმივად აფართოებს გამოქვეყნებული მონაცემების სპექტრს. მონეტარული და ფინანსური სტატისტიკის, საგარეო სექტორის, ფინანსური ბაზრებისა და სხვა მიმართულებების შესახებ სტანდარტულად გამოქვეყნებულ ინფორმაციას ბოლო პერიოდში დაემატა:

- *სპეციალური ანალიტიკური პლატფორმა* (სებ, თარიღის გარეშე, ც), რომელიც აერთიანებს სებ-ის ინტერაქტიულ ანგარიშებს და მომხმარებელს ეკონომიკური მონაცემების ვიზუალიზაციისა და ანალიზის შესაძლებლობებს სთავაზობს. ამ ეტაპზე პლატფორმა მოიცავს ეკონომიკურ მონაცემთა პორტალსა და სფი-ის ინფლაციის ანალიტიკურ ანგარიშს; მომავალში იგეგმება ახალი თემატური ანგარიშების დამატება;
- *საგადახდო სისტემების სტატისტიკა* (სებ, თარიღის გარეშე, ბ), რომელიც მოიცავს საბარათე ოპერაციების მონაცემებს და ასახავს საბანკო ბარათების ბაზრის დინამიკას;
- *საგადახდო მომსახურების ტარიფებისა და დეპოზიტების განაკვეთების შედარების პლატფორმა* (სებ, თარიღის გარეშე, დ), რომელიც მომხმარებელს საშუალებას აძლევს შეადაროს საგადახდო მომსახურებების სტანდარტული ტარიფები, ვალუტის მიმდინარე და ისტორიული გაცვლითი კურსები და დეპოზიტების ეფექტური საპროცენტო განაკვეთები, რაც ხელს უწყობს ბაზრის გამჭვირვალობასა და ინფორმირებული გადაწყვეტილებების მიღებას;
- *საერთაშორისო ბაზრებზე გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების სტატისტიკა* (სებ, თარიღის გარეშე, ბ), რომელიც ასახავს ქართული კომპანიებისა და მათი მფლობელი სუბიექტების მიერ საერთაშორისო ბაზრებზე გამოშვებულ ობლიგაციებს. მონაცემთა ანალიზი შესაძლებელია ვალუტის, ვადიანობის, ინსტიტუციური სექტორისა და სხვა პარამეტრების მიხედვით და განკუთვნილია კაპიტალის ბაზრის მო-

ნაწილებისა და სხვა დაინტერესებული მომხმარებლებისთვის.

GSBPM-ის, როგორც სებ-ის სტატისტიკის წარმოების ბიზნესპროცესის ფუნდამენტური ჩარჩოს, ბოლო ფაზა (განვითარება) ითვალისწინებს სტატისტიკური ანგარიშგების საჭიროებების განსაზღვრიდან მონაცემების გამოქვეყნებამდე განხორციელებული სამუშაოების შეფასებას. შესაბამისად, სტატისტიკის წარმოების ბიზნესციკლის უწყვეტი განვითარებისთვის უნდა გაანალიზდეს მიღწეული შედეგები, გამოვლენილი პრობლემები და განისაზღვროს შედგომი ნაბიჯები.

სებსტატის დანერგვის პროცესში გამოვლენილი ძირითადი გაკვეთილები საფუძვლად შეიძლება დაედოს შემდეგ დასკვნებსა და რეკომენდაციებს:

- *მეთოდოლოგიური გამართულობა და პროფესიული ხედვა*: სტატისტიკური პროექტის დაწყებამდე აუცილებელია მისი ეფექტიანობის, სიცოცხლისუნარიანობისა და განვითარების პერსპექტივების

წინასწარი შეფასება;

- *ვინრო პროფესიული მიდგომის დაძლევა*: სტატისტიკური პროექტი უნდა განიხილებოდეს ფართო მაკროეკონომიკურ კონტექსტში, რაც მისი მიზნების, ფუნქციებისა და შედეგების უკეთ გააზრებას უზრუნველყოფს;
- *საერთაშორისო გამოცდილების სისტემატური შესწავლა*: საერთაშორისო პრაქტიკისა და შესაბამისი სტანდარტების მუდმივი ანალიზი ხელს უწყობს შესაძლო შეცდომების თავიდან აცილებას და სათანადო გადაწყვეტილებების მიღებას;
- *სტატისტიკის ინსტიტუციური როლის გააზრება*: სტატისტიკური წარმოების მნიშვნელობისა და მასშტაბის სათანადო შეფასებამ შეიძლება შექმნას საფუძველი თანამშრომლობითი მოდელიდან უფრო ცენტრალიზებულ მართვაზე გადასვლისთვის, რაც ხელს შეუწყობს პროცესების გამარტივებას, ანგარიშგების ტვირთის შემცირებასა და ორგანიზაციული რისკების უკეთ მართვას.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2001) *საბანკო სტატისტიკური ანგარიშგება*. თბილისი: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი (თარიღის გარეშე, ა) *ეროვნულ მონაცემთა ერთიანი გვერდი*. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/en/page/nsdp> (წვდომა: 21 სექტემბერი 2026).

საქართველოს ეროვნული ბანკი (თარიღის გარეშე, ბ) *ინტერაქტიული სტატისტიკა*. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/statistics/interactive> (წვდომა: 21 სექტემბერი 2026).

საქართველოს ეროვნული ბანკი (თარიღის გარეშე, ბ) *საერთაშორისო კორპორაციული ობლიგაციების სტატისტიკა*. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/en/statistics/interactive> (წვდომა: 21 სექტემბერი 2026).

საქართველოს ეროვნული ბანკი (თარიღის გარეშე, ც) *ანალიტიკური პლატფორმა*. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/page/analitikuri-platforma> (წვდომა: 21 სექტემბერი 2026).

საქართველოს ეროვნული ბანკი (თარიღის გარეშე, დ) *საგადახდო მომსახურების ტარიფებისა და დეპოზიტების განაკვეთების შედარება*. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/page/taripbis-shedareba> (წვდომა: 21 სექტემბერი 2026).

საქართველოს პარლამენტი (2009a) *საქართველოს ორგანული კანონი საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ*. თბილისი: საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე.

საქართველოს პარლამენტი (2009b) *საქართველოს კანონი ოფიციალური სტატისტიკის შესახებ*. თბილისი: საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე.

Asian Development Bank (ADB) (2024) *Enhancing Data Management Through the Statistical Data and Metadata Exchange Standard*. Manila: Asian Development Bank. Available at:

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/988251/statistical-data-metadata-exchange-standard.pdf> (accessed: 10 August 2026).

Aslamazishvili, N. (2012) 'New conceptual and IT frameworks for statistics in the National Bank of Georgia', *Seminar on New Frontiers for Statistical Data Collection*, Working Paper 12. Geneva: United Nations Economic Commission for Europe. Available at:

<https://unece.org/fileadmin/DAM/stats/documents/ece/ces/ge.44/2012/mtg2/WP12.pdf> (Accessed: 15 September 2026).

Aslamazishvili, N. (2013) 'Data collection strategy in the new informational environment', *Seminar on Statistical Data Collection*, Working Paper 12. Geneva: United Nations Economic Commission for Europe. Available at:

<https://unece.org/fileadmin/DAM/stats/documents/ece/ces/ge.44/2013/mgt1/WP12.pdf> (Accessed: 15 September 2026).

Aslamazishvili, N. (2014) 'Innovative statistical business process model for National Bank of Georgia', in *Modern Business: Tendencies and Challenges: International Scientific-Practical Conference. Proceedings*. Tbilisi: Ivane Javakhishvili Tbilisi State University, Faculty of Economics and Business, pp. 11–18.

Aslamazishvili, N. (2015) 'Readiness for effective cooperation – the new challenge for central banks: The case of Georgia', *Workshop on the Implementation of the 2008 SNA in EECCA Countries and Linkages with BPM6*. Geneva: United Nations Economic Commission for Europe. Available at:

https://unece.org/fileadmin/DAM/stats/documents/ece/ces/ge.20/2015/May/Session_2_Readiness_for_Effective_Cooperation_ENG_Georgia_.pdf (Accessed: 10 September 2026).

Aslamazishvili, N. (2017) *SebStat: System for Collection, Processing, Storage and Dissemination of Financial and Statistical Information of the National Bank of Georgia*. 2nd revised ed. Tbilisi: National Bank of Georgia.

Aslamazishvili, N. (2022) 'Rethinking the traditional statistical business process model in central banks in the light of modern digitization: a case of Georgia', in *Chances and Challenges of Digital Management*, pp. 161–169. Cham: Springer Nature. Available at:

https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-45601-5_15 (Accessed: 14 August 2026).

Campa, J.M. and Schnabel, I. (2025) 'Making banks' data reporting more efficient', *The Supervision Blog*, 3 July. Available at:

<https://eba.europa.eu/publications-and-media/events/making-banks-data-reporting-more-efficient> (Accessed: 25 August 2026).

Casa, M., Palmieri, L.G., Mellone, L. and Monacelli, F. (2022) 'The integrated approach adopted by Bank of Italy in the collection and production of credit and financial data', *Questioni di Economia e Finanza*, No. 667, pp. 1–48.

Costa e Silva, A. and Brites Ramos, M. (2004) 'Reporting standards for statistical purposes: The experience of Banco de Portugal', *The International Journal of Digital Accounting Research*, 4(8), pp. 145–174.

Crowley, S., Schipper, S. and Lapitan, P. (2022) 'New technologies, including APIs and SDMX, are revolutionizing data collection and sharing, reducing the data gap in Asia and the Pacific', *Development Asia*, 1 June. Available at: <https://development.asia/explainer/smart-ways-collect-and-share-data-monitoring-sdg-progress> (Accessed: 17 August 2026).

De Bonis, R. and Piazza, M. (2020) 'A silent revolution: how central bank statistics have changed in the last 25 years', *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, No. 579. Rome: Banca d'Italia.

De Bonis, R. and Piazza, M. (2021) 'A silent revolution: how central bank statistics have changed in the last 25 years', *PSL Quarterly Review*, 74(298), pp. 347–371.

Dilip, A., Mdingi, Z., Sirello, O. and Tissot, B. (2026) 'The evolving role of central bank statistics', *IFC Bulletin*, No. 66, pp. 1–39.

Draghi, M. (2016) 'Welcome address at the ECB Statistics Conference', in *Central Bank Statistics: Moving Beyond the Aggregates*. Frankfurt am Main: European Central Bank. Available at:

<https://www.bis.org/speeches/20160707-eighth-ecb-statistics-conference> (Accessed: 25 August 2026)

ECB (2011) 'The experience of the European Central Bank with Statistical Data and Metadata eXchange: (more

than) ten years benefiting from the use of the standards', *Conference of European Statisticians*. Geneva: United Nations Economic Commission for Europe. Available at:

<https://unece.org/fileadmin/DAM/stats/documents/ece/ces/2011/49.e.pdf> (Accessed: 23 August 2026).

ECB (2026a) 'ECB announces main milestones for roll-out of Integrated Reporting Framework'. Press Release. 8 June 2026. Available at:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.pr260608~6766ec7154.en.html> (Accessed: 3 August 2026).

ECB (2026b) Making banks' data reporting more efficient. Available at:

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/reporting/html/index.en.html (Accessed: 3 August 2026).

ECB and Banco de España (2019) *Mapping SDMX-XBRL/DPM*. Available at:

https://sdmx.org/wp-content/uploads/SDMX-DPM_mapping_version_1_4_7.pdf (Accessed: 22 August 2026).

IMF (2016) *Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide*. Washington, DC: International Monetary Fund.

IRIS Business Services Limited (2024) The role of XBRL and SDMX in supporting Local GAAP, IFRS, Basel, and Solvency reporting, 6 August. Available at:

https://irisregtech.com/the-role-of-xbrl-and-sdmx-in-supporting-local-gaap-ifrs-basel-and-solvency-reporting/?utm_source=chatgpt.com (Accessed: 24 August 2026).

Kienecker, K., Sedlacek, G., and Turner, J. (2018) *Managing the Processing Chain from Banks' Source Data to Statistical and Regulatory Reports in Austria*. Vienna: Oesterreichische Nationalbank.

OeNB (2024) *Balance Sheet Items – Loans*. Vienna: Oesterreichische Nationalbank (OeNB). Available at: Balance Sheet Items – Loans – OeNB. (Accessed: 12 August 2026).

Sirello, O. and Tissot, B. (2025) 'Data integration in central banks: Opportunities and challenges', *SUERF Policy Brief*, No. 1276.

Solans, E. D. (2003) 'The Importance of Eurostat for the Monetary Policy of the European Central Bank'. Academic meeting on the occasion of the 50th anniversary of the Statistical Office of the European Communities, 16 May. Luxembourg: European Central Bank. Available at:

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp030516.en.html> (Accessed: 17 August 2026).

Strader, T. J. (2007) 'XBRL capabilities and limitations', *The CPA Journal Online*, 77(12), 68–71. Available at: https://www.proquest.com/docview/212228488?sourcetype=Scholarly+Journals&utm_source=chatgpt.com (Accessed: 10 August 2026).

Turner, J., Hille, E. and Sedlacek, G. (2014) 'Micro-data – the Austrian concept with more granularity as a lesson learned from the financial crises', *IFC Bulletin*, No. 37, pp. 168–170.

United Nations (2025) *System of National Accounts 2025*. New York: United Nations.

United Nations (2026) *Presentation of Statistical Data and Metadata, Dissemination of Statistics through the Statistics Division and Its Publications and Open Data: Report of the Secretary-General*. New York: United Nations Economic and Social Council. Available at:

<https://digitallibrary.un.org/record/4098459?v=pdf#files> (Accessed: 27 August 2026)

UNECE (2025) *Generic Statistical Business Process Model (GSBPM), Version 5.2*. Geneva: United Nations Economic Commission for Europe. Available at:

<https://unece.org/sites/default/files/2025-07/GSBPM%20v5.2%20%28CES%20endorsed%29.pdf> (Accessed: 30 August 2026).

ინფორმაცია ავტორებისთვის

სტატიების სტრუქტურირების და წყაროების მითითების წესები

სტატიის სტრუქტურა

1. შესავალი
2. ლიტერატურის მიმოხილვა
3. თეორიული ნაწილი – ეკონომიკური მოდელი/თეორია, რომელსაც ეფუძნება სტატია
4. მონაცემების ანალიზი
5. შედეგები და შედეგების განხილვა
6. დასკვნა

სტატიის მოცულობა უნდა შეადგენდეს 2500-5000 სიტყვას.

წყაროების მითითების წესი (ჰარვარდის სტილი)

1. წყაროების მითითება ნაშრომის ტექსტში

როდესაც ნაშრომის ტექსტში გამოიყენება სხვა ავტორის/ავტორების/ორგანიზაციის ინფორმაცია, აუცილებლად უნდა მიუთითოთ ავტორების სახელები და გამოყენებული ნაშრომის პუბლიკაციის წელი. ეს ეხება როგორც პარაფრაზს (სხვისი აზრის/შედეგების საკუთარი სიტყვებით გადმოცემას), ისე ციტირებას (სხვისი ტექსტის უცვლელად გადმოტანას). აღნიშნული დეტალები უნდა განთავსდეს წინადადების ბოლოს,

მაგალითად: თუ ერთი ავტორია – (McCurley, 2012), თუ ორი ავტორია – (Brown and Taylor, 2021), ხოლო, თუ სამი ან მეტი – მიეთითება მხოლოდ პირველი ავტორი (Brown et al., 2021)

2. გამოყენებული ლიტერატურის სია

გამოყენებული ლიტერატურის სია არის ყველა იმ წყაროს ჩამონათვალი, რომელიც გამოყენებულია ნაშრომში.

a. წიგნების მითითება

წიგნების მითითებისას ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

- ავტორ(ებ)ი – პიროვნებები ან ორგანიზაცია, ჯერ გვარები, შემდეგ სახელები;
- პუბლიკაციის წელი;
- სათაური (ქვესათაურის ჩათვლით, ასეთის არსებობის შემთხვევაში), იტალიკით;
- პუბლიკაციის ადგილი;
- გამომცემელი.

მაგალითად: Smith, J. (2020) *Global economics*. London: Routledge.

b. პარაგრაფი წიგნში

- წიგნში პარაგრაფის მითითებისას ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

- ავტორი - პიროვნებები ჯერ გვარი, შემდეგ სახელი;
- პუბლიკაციის წელი;
- პარაგრაფის სათაური;
- რედაქტორი - პიროვნება/პიროვნებები, ჯერ სახელი, შემდეგ გვარი;
- წიგნის სათაური, იტალიკით;
- პუბლიკაციის ადგილი;
- გამომცემელი;
- გვერდები.

მაგალითად: Green, T. (2018) 'Innovation in education'. In: Black, K. (ed.) *Modern learning theories*. 2nd edn. Oxford: Oxford University Press, pp. 55–70.

c. სტატიები გაზეთებისა და ჟურნალებიდან

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნ და მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

- ავტორ(ებ)ი;
- პუბლიკაციის წელი;
- სათაური;
- გაზეთის/ჟურნალის დასახელება იტალიკით;
- ტომის/გამოცემის ნომერი;
- თვე და რიცხვი (გაზეთისთვის) ან თვე/კვარტალი (ჟურნალისთვის), თუ არ არის ტომის/გამოცემის ნომერი;
- გვერდი.

მაგალითად: Taylor, A. and Brown, M. (2019) 'Climate change and agriculture', *Journal of Environmental Studies*, 45(3), pp. 215–230.

d. ინფორმაცია ინტერნეტიდან

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს:

- ავტორ(ებ)ი ან ორგანიზაცია, პასუხისმგებელი ვებ-გვერდზე;
- წელი, თუ თარიღი არ არის, ჩასვით (no date);
- ვებ-გვერდის/დოკუმენტის სათაური იტალიკით ;
- ხელმისაწვდომია, ბმული (ლინკი);
- თარიღი, როდესაც პირველად ეწვით ამ გვერდს - დღე/თვე/წელი.

მაგალითად: World Health Organization (2022) *Mental health and COVID-19*. Available at: <https://www.who.int/mental-health-covid> (Accessed: 30 April 2025).

National Statistics Office of Georgia (2023) *Demographic data of the population*. Available at: <https://www.geostat.ge/> (Accessed: 30 April 2025).



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

საქართველო, თბილისი 0114
ზვიად გამსახურდიას სანაპირო #1
monetaryeconomics@nbg.gov.ge
www.nbg.gov.ge