

სისტემური ფინანსური რისკების თანამედროვე გაგებისათვის

For modern understanding of Systemic Financial Risks

ეთერ მამაცაშვილი – დოქტორანტი

საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი

Eter Mamatsashvili, PhD student

Georgian Technical University

რეზიუმე: წარმოდგენილი სტატია, განიხილავს სისტემური რისკების პრობლემების გადაწყვეტის საკითხს გლობალურ ჭრილში, ფინანსურ ბაზარზე რეგულირების და კონტროლის გაუმჯობესების დახმარებით. კერძოდ, წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების საერთაშორისო არასაბირჟო ბაზარზე. სტატიაში ჩამოთვლილია სისტემური რისკების გაჩენის ძირითადი ფაქტორები. სტატიაში მოყვანილია, სისტემური რისკების ძირითადი ფაქტორების მაგალითები რეალიზაციისა და საკანონმდებლო ზომების მაგალითები, რომლებიც მიღებულია აშშ და ევროკავშირში ასეთი რისკების შემცირებისთვის. აგრეთვე მოცემული სტატიის ტექსტში მითითებულია მსოფლიო ფინანსური რისკების პრობლემები, რომლებიც მარეგულირებლებმა ვერ გადაწყვიტეს დღემდე ბოლომდე და სისტემური რისკები, რომლებიც მოცემული პრობლემებიდან გამომდინარეობენ. სტატიის ავტორის მიერ მოცემული პრობლემების გადასაჭრელად მოცემულია, შესაძლო გადაწყვეტილებების მთელი რიგი და მითითებულია პირობები, რომელთა დაცვის გარეშე შეუძლებელია პრობლემების გადაჭრა.

სისტემურ რისკებს, საუკუნეების განმავლობაში თითქმის დღემდე უმკლავდებოდნენ ფინანსური ბაზრების თითქმის ყველა მონაწილე. გლობალიზაციის პროცესი ხელს უწყობდა რისკების პრინციპულად ახალი სახეობების გაჩენას, რომელსაც ვერც ერთი ცალკე აღებული ორგანიზაცია ვერ უმკლავდებოდა ფინანსური ბაზრების სხვა მონაწილეების თანამოქმედების გარეშე, პირველ რიგში კი - სახელმწიფოსი. ასეთი რისკი - ფინანსური რისკი. რისკების მოცემული სახეობა შესაძლოა მივაკუთვნოთ, როგორც საკრედიტო, ასევე საბაზრო, ლიკვიდურ, საპროცენტო რისკებს და

ა.შ. რამდენადაც ის წარმოადგენს ფაქტორების ერთობლიობის დიდ გავლენას დიდ სივრცეში, როგორც კოტირების მოძრაობაზე, საპროცენტო ფსონის შეცვლაზე, ასევე უნარი მაშინვე გადაიხადოს კონტრაგენტების დიდმა რიცხვმა თავისი ვალდებულებები. არ შეიძლება ითქვას, რომ სისტემური რისკები საერთოდ არ არსებობდა, ისინი უფრო მეტად ატარებდნენ უფრო ლოკალურ ხასიათს და მათი რეალიზაციის შედეგები იყო უფრო მტკივნეული, ვიდრე დღეს.

Abstract: Presented article is considering the issue of resolving systemic risk problems in global context, with the help of financial markets regulation and control improvement process. In particular, in international non - exchange markets of the produced financial instruments. The article consists the list of key factors causing systemic risks. Also, it describes examples of basic systemic risk factors, realization and legislative measures, which are adopted in the US and the EU for reducing such risks. The text of this article refers to the world's financial risk issues, that have not been decided yet by regulators, and systemic risks that are the results of these problems. Also, there are listed a number of possible solutions and conditions, the protection of which are essential in order to solve the problems stated by the author of the article.

Almost all participants of the financial markets have been able to cope with Systemic Risks for centuries. The process of globalization contributed to the creation of particularly new types of risks, which could not be coped by only single organization without co-operation of other participants of the financial markets, first of all from the state. Such is the risk - financial risk. This type of risks can be attributed to risks such as credit, market, liquidity, interest risks and etc. Since it represents a major influence of the combination of factors in the large space, as on a quotation movement and changing the bet rate, also in the abilities of a large number of contractors of paying obligations immediately. It can not be said that systemic risks did not exist earlier at all, they had more local character and the results of their realization were more painful than today. The most important step for reducing Systemic risks can be making the strictest requirements for warranty provision in the deal of financial instruments of interest and currency derivatives, which will

allow us to solve the problems of liability of derivative financial instruments concentration, the credit risks and trading with risky kinds of instruments.

საკვანძო სიტყვები: სისტემური რისკი, ფინანსური რისკი, საბაზრო რისკი, საკრედიტო რისკი, დეფოლტი, დერივატი, არასაბირჟო გარიგება

Key Words: systemic risk, financial risk, market risk, credit risk, derivative, non exchange deal

შესავალი: თანამედროვე პირობებში, გასული საუკუნის მეორე ნახევართან შედარებით ფინანსურ ბაზრებზე უპროცენდენტო მაჩვენებლებს აღწევს მოცულობით, ზრდის ტემპებით, აქტივებისა და ინტრუმენტების მრავალფეროვნებით და აგრეთვე, გავრცელებით და გავლენით როგორც გეოგრაფიულ ასევე დარგობრივ ასპექტებში. ფინანსების ხანგრძლივი ისტორიის განმავლობაში კაცობრიობამ ისწავლა ეფექტურად გამოიყენოს ისინი თავის ეკონომიკურ მიზნებში და იგონებენ ახალ და უფრო მეტად მოსახერხებელ ინსტრუმენტებს, ახალ ხერხებს რისკების საკონტროლოდ, ზოგჯერ კი თავის ასარიდებლად. მსოფლიო ფინანსური რისკების მკვეთრ ნახტომთან დაკავშირებით, ხალხი შეეჯახა სიტუაციას, როდესაც ძველი საკონტროლო მექანიზმები აღარ მუშაობენ. როდესაც ფინანსურმა სექტორმა მოიპოვა უპირატესობა მსოფლიო ეკონომიკის რეალურ სექტორზე, მან შეიძინა ახალი თვისებები და რისკები, რომლებიც მანამდე არ არსებობდა.

ძირითადი ტექსტი: ფინანსური რისკები შეიძლება დავყოთ სახეობებისა და ქვესახეობების რიგებად.

- საკრედიტო რისკი - ეს არის ფინანსური ვალდებულებების შეუსრულებლობა (კრედიტის არ გადახდა, საქონლის არ მიწოდება, დაზღვევის გადაუხდელობა, ვალდებულებების არშესრულება ფასეული ქაღალდების მიმართ და ა.შ.).

- საბაზრო რისკი - ეს არის აქტივების ფასის არახელსაყრელი მოძრაობის რისკი (აქტივების ღირებულების დაწევა, რომლებიც არის მფლობელობაში, ან აქტივების ღირებულების ამაღლება, რომლებიც უნდა შევიძინოთ).

- საპროცენტო რისკი - ეს არის საპროცენტო ფსონის მოძრაობის არახელსაყრელი რისკი. შესაძლოა საბაზრო რისკის ნაირსახეობას მივაწეროთ, რადგან საპროცენტო ფსონი შეიძლება ჩავთვალოთ ისეთი აქტივების ღირებულებად, როგორიცაა სესხის საშუალებები.

- საოპერაციო რისკი - ეს არის ორგანიზაციის საოპერაციო პროცესების შეფერხების რისკი (მოწყობილობის მწყობრიდან გამოსვლის გამო, ადამიანის ფაქტორის გამო, ფორსმაჟორული სიტუაციის გამო).

- ლიკვიდობის რისკი - ეს არის რისკი როდესაც, საჭირო მომენტში ორგანიზაციის ნაღდი ფულის საშუალებები არ არის საკმარისი, რომ მოხდეს მიმდინარე ვალდებულების გადახდა, შეუძლებელია სწრაფად და მნიშვნელოვანი დანაკარგის გარეშე, გაყიდოს ქონება რათა გადაიხადოს მიმდინარე ვალდებულება⁷.

მოცემულ რისკებს, საუკუნეების განმავლობაში თითქმის დღემდე უმკლავდებოდნენ ფინანსური ბაზრების თითქმის ყველა მონაწილე. გლობალიზაციის პროცესი ხელს უწყობდა რისკების პრინციპულად ახალი სახეობების გაჩენას, რომელსაც ვერც ერთი ცალკე აღებული ორგანიზაცია ვერ უმკლავდებოდა ფინანსური ბაზრების სხვა მონაწილეების თანამოქმედების გარეშე, პირველ რიგში კი - სახელმწიფოსი. ასეთი რისკია - ფინანსური რისკი. რისკების მოცემული სახეობა შესაძლოა მივაკუთვნოთ, როგორც საკრედიტო, ასევე საბაზრო, ლიკვიდურ, საპროცენტო რისკებს და ა.შ. რამდენადაც ის წარმოადგენს ფაქტორების ერთობლიობის დიდ

⁷ <https://creativeconomy.ru/lib/36087> გადამოწმებულ იქნა: 14.03.2018.

გავლენას დიდ სივრცეში, როგორც კოტირების მოძრაობაზე, საპროცენტო ფსონის შეცვლაზე, ასევე უნარი მაშინვე გადაიხადოს კონტრაგენტების დიდმა რიცხვმა თავისი ვალდებულებები. არ შეიძლება ითქვას, რომ სისტემური რისკები საერთოდ არ არსებობდა, ისინი უფრო მეტად ატარებდნენ უფრო ლოკალურ ხასიათს და მათი რეალიზაციის შედეგები იყო უფრო მტკივნეული, ვიდრე დღეს. გლობალური სისტემური რისკების რეალიზების ნათელ მაგალითებად შეიძლება ჩაითვალოს-კრიზისი „დოთკომოვი“ 1950 წელს, „აზიური კრიზისი“ - 1998, „იპოთეკური კრიზისი“ - აშშ-ში 2007 წელს, რომელიც გადაიზარდა გლობალურ ფინანსურ ეკონომიკურ კრიზისად, რომლის შედეგები იგრძნობა დღევანდლამდე.

სისტემური რისკების კვლევისას ყურადღება უნდა მივაქციოთ ერთ-ერთ ყველაზე რთულ და სწრაფ ფინანსურ ბაზრებს. მსოფლიო ფინანსური სისტემის ერთ-ერთი ელემენტი და ამავე დროს, რისკის სერიოზული ფაქტორი არის წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზარი. არსებობს დერივატივების ორი პრინციპულად სხვადასხვა სახეობად გაყოფა: საბირჟო და არასაბირჟო.

მიუხედავად იმისა, რომ საბირჟო დერივატივები ვაჭრობენ მთელ მსოფლიოში მნიშვნელოვნად დიდი მოცულობით, ვიდრე არასაბირჟო (საბირჟო დერივატივი ვაჭრობს ამერიკული დოლარის კვადრილიონზე მეტს და არასაბირჟო კი 600 ტრილიონ ამერიკულ დოლარს, ღია პოზიციების საერთო შემოსავლის სახით 2015 წლის ბოლოსთვის), მეორე მათგანი ფლობს მეტად დიდ რისკებს ვიდრე პირველი. ეს აიხსნება რამოდენიმე მიზეზით:⁸

- ბირჟაზე იყიდება სტანდარტიზირებული ინსტრუმენტების განსაზღვრული ჩამონათვალი, რომლებიც უნდა შეესაბამებოდეს რიგ

⁸ <http://xn----7sbbaj7auwnffhk.xn--p1ai/article/17043> გადამოწმებულ
იქნა: 20.03.2018.

მოთხოვნებს მანამდე, სანამ იქნებიან დაშვებულები ემისიასა და ვაჭრობაზე.

- საბირჟო ბაზარი გამჭვირვალეა, რადგანაც ემიტენტები ვალდებულები არიან რომ საჯაროდ ხელმისაწვდომად განათავსონ დაწვრილებითი ინფორმაცია თავისი ბიზნესის შესახებ. ყველა ინსტრუმენტის სპეციფიკაცია აგრეთვე საჯაროვდება.

- ბირჟის ძირითადი ფუნქცია არა მხოლოდ იმაში მდგომარეობს, რომ შექმნას მოხერხებული მოედანი სავაჭროდ, ბირჟა ასევე, გამოდის კონტრაგენტად და გარანტად ყოველი შეთანხმებისას. ეს არსებითად ამცირებს რისკებს, საბირჟო ვაჭრობის ყველა მონაწილისთვის, აგრეთვე ასტიმულირებს ბირჟას განახორციელოს საგულდაგულო კონტროლი შეთანხმება და კლიენტები რათა შეამციროს თავისი რისკები. ამის გარდა, ბირჟები თვითონ ანგარიშს აბარებენ სახელმწიფო რეგულატორებს რაც ხელს უწყობთ, ძლიერ კონტროლს ფინანსურ ბაზრებზე, იჭერს ვაჭრობის მონაწილეებს მაქინაციების ჩადენისგან, ამით მნიშვნელოვნად ამცირებს რისკებს.

- განსაზღვრული შეთანხმებების ვალდებულებების დაფარვის უზრუნველყოფისთვის (მარჟინალური შეთანხმებები ან შეთანხმებები დაფარვით) საბირჟო ვაჭრობის მონაწილეებს შეაქვთ ეგრედწოდებული მარჟა თავის ანგარიშზე ასეთი შეთანხმების დამთავრებამდე. იმ შემთხვევაში, თუ შეთანხმების კონტრაგენტის პოზიცია კარგავს თავის ღირებულებას. ამ შეთანხმებით, მარჟის ნაწილი ავტომატურად გადადის მეორე კონტრაგენტის ანგარიშზე (ვარიაციული მარჟა). თუ გარკვეული დროის შემდეგ პოზიცია აგრძელებს ღირებულების ვარდნას, მარჟის დონე იწევს ზღურბლის ნიშნამდე, ვაჭრობის მონაწილეს სთხოვენ წინ და წინ შეიტანოს მარჟა ბოლომდე. თუ მას არ შეუძლია ამ პირობის შესრულება, პოზიციას ძალდატანებით ხურავენ. საბირჟო ვაჭრობის მონაწილეები გადიან

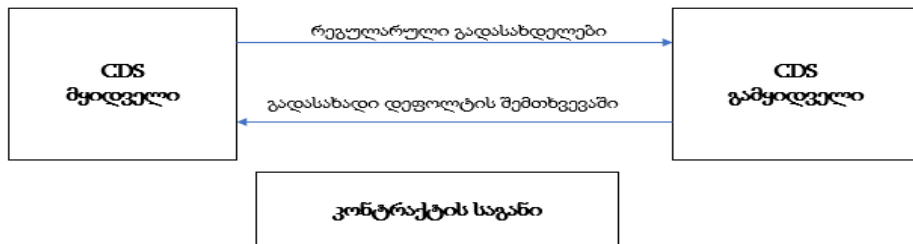
კლირინგის პროცედურას, ანუ გამოთვლის ჩატარებას კონტრაგენტებს შორის სავაჭრო სესიის შედეგებით კლირინგის სახლის მონაწილეობით (კლირინგის ცენტრი/კლირინგის პალატა) რომელიც როგორც წესი შედის ბირჟის სტრუქტურაში და აგრეთვე არის კონტრაგენტი ყოველივე შეთანხმებისას (ცენტრალური კონტრაგენტი).კლირინგის პროცედურა გაძლევს უფლებას ოპერატიულ რეჟიმში განსაზღვრო კონტრაგენტის რეალური პოზიცია მის შეთანხმებაში, მარჟის დონის კორექტირება, რაც აბრკოლებს სიტუაციის წარმოქმნას, მაგალითად, როდესაც კონტრაგენტი აღმოაჩენს რომ მისმა პოზიციამ მოახდინა ისეთი ზარალი რომლის დაფარვასაც იგი ვერ შეძლებს. ასეთი სიტუაცია იქნება დამღუპველი, მისთვისაც და მეორე კონტრაგენტისთვისაც, რომელიც არ მიიღებს თავის თანხას.

უახლოეს პერიოდამდე, წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების არასაბირჟო ბაზარს არ შეეძლო თავი მოეწონებინა არც ერთი ზემოთ ჩამოთვლილი ატრიბუტით.

CDS. ისეთი ინსტრუმენტები,როგორიცაა საკრედიტო-სადეფოლტო სვოპი (CDS - არასაბირჟო შეთანხმება, რომელიც აძლევს უფლებას ერთ პირს,რეგულარული გადახდის ნაცვლად (სქემა 1) მიიღოს სხვა პირისგან ზარალის ჯამი განსაზღვრული აქტივის გაბანკროტების ან დეფოლტის დადგომის შემთხვევაში), მაგალითად, ამერიკის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების ქვეშ, არც სადაზღვევო რეგულირები ქვეშ, არც დერივატივების რეგულირების ქვეშ წინა კრიზისულ პერიოდში. ეს უფლებას აძლევდა ემიტენტებს და მოცემული ინსტრუმენტების მფლობელებს არ გაითვალისწინონ თავის ბალანსზე.⁹ ამის გარდა, CDS-ის შესაძენად არ იყო საჭირო აქტივის არსებობა,რომელიც უზრუნველყოფდა დეფოლტისგან

⁹ <https://creativeconomy.ru/lib/36087> გადამოწმებულ იქნა: 14.03.2018.

დაცვას,ამასთან ერთად CDS-ის გამყიდველებს სჯეროდათ,რომ მათი ინსტრუმენტების შედეგად დეფოლტი არასოდეს არ დადგება, ამან დროთა განმავლობაში მოცემული ინსტრუმენტის ბაზარს მიანიჭა სპეკულაციური ხასიათი.



სქემა 1. სვოპის დაკრედიტების ზოგადი სქემა

ამავე მიზეზით, CDS-ის შეთანხმებებს ჰქონდათ ნაკლები დანახარჯი ,ვიდრე შეთანხმებებს თვითონ საბაზრო აქტივთან. ამიტომ მოცემული ბაზარი აქტიურად ვითარდებოდა ჩასახვის მომენტიდან, ამიტომ CDS ხშირად გამოდიოდა საკრედიტო მოვლენების დაცვისთვის. ამასთან ერთად რადგან მოცემული ინსტრუმენტები უპირატესად ემიტირდებოდა, უდიდესი ამერიკული და ევროპული ფინანსური ორგანიზაციებით, ისეთი როგორებიცაა: Fannie Mae, Freddie Mack, JP Morgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank და ა.შ. მოცემული ინსტრუმენტები ფლობდნენ მაქსიმალურ საკრედიტო რეიტინგს,თუნდაც ისინი იყვნენ უზრუნველყოფილი იფოთეკური კრედიტების არასაიმედო მსესხებლის გადახდებით. CDS არის ბრუნვადი ინსტრუმენტი ამიტომ ბევრი ხშირად გადაყიდდა ხოლმე მას,სპეკულაციური მიზნით მალევე ყიდვის შემდეგ.ხშირად ერთი და იგივე ინსტრუმენტით ეს ხდებოდა ზედიზედ ბევრჯერ, რის შედეგადაც იქმნებოდა კონტრაგენტის გრძელი ჯაჭვი,ზოგჯერ რთული იყო ინფორმაციის გაგება ყველა მის მიერ ვალდებული შესახებ.მათ შორის პირველი ემიტენტის შესახებაც. რადგანაც საკრედიტო დაცვის გამყიდველებს არ უყენებდნენ არანაირ მოთხოვნებს არსებობდა საშიშროება,რომ აკრედიტო მოვლენის

(დეფოლტი, გაბანკროტება, საბაზო აქტივების რეიტინგის გაუარესება) შემთხვევაში დაცვის გამყიდველი ვერ შეასრულებს თავის ვალდებულებებს.¹⁰

ასეთ სიტუაციაში კონტრაგენტებს იმედი ჰქონდათ, რომ შეძლებდნენ მიემართათ დაცვის წინა გამყიდველებისთვის. როდესაც ის ვერ ასრულებდა თავის ვალდებულებებს მათ უწევდათ მიმართვა ჯაჭვურად, პირველ საწყის ემიტენტამდე. აშშ-ს 2007 წლის იპოთეკური კრიზისის დადგომამდე, CDS-ის საკრედიტო მოვლენები ხდებოდა იშვიათად, რაც ასტიმულირებდა ემისიის მოცულობის ზრდას და მოჰქონდა ემიტენტებისთვის და სპეკულანტებისთვის დიდი შემოსავალი. როდესაც აშშ-ში 2006 წლის ბოლოს და 2007 წლის დასაწყისში, მოთხოვნამ და ფასებმა დაიწყო ვარდნა, ამან გამოიწვია გირავნობის უძრავ-მოძრავი ქონების არასარფიანად გაყიდვა ან საერთოდ რჩებოდა გასაყიდი. ამან გამოიწვია ფასიანი ქაღალდების იფოთეკის დეფოლტების სერია, რომლებმაც თავის მხრივ გამოიწვია დაცვის საკრედიტო მფლობელების მასიური მიმართვა მათ გამყიდველებთან. ასეთი მოთხოვნების რაოდენობის დაკმაყოფილება ერთდროულად CDS-ის უმსხვილეს ემიტენტებს არ შეეძლოთ. ამერიკის უმსხვილესი ორგანიზაციების კრაზმა გამოიწვია გაბანკროტების ტალღა მთელ მსოფლიოში, რადგან მათ ჰყადათ უამრავი საერთაშორისო კონტრაგენტი, რომელიც დაკავშირებული არიან ერთმანეთთან. ასე რომ, სისტემური რისკი რომელიც გამოწვეულია ფაქტორების დიდი ერთობლიობით, რომელთა უმცირესი ნაწილი აქ იყო ჩამოყალიბებული, რეალიზება მოახდინა 2008-2009 წწ მსოფლიო ფინანსური კრიზისის სახით.

¹⁰ <http://xn----7sbbaj7auwnffhk.xn--p1ai/article/17043> გადამოწმებულ იქნა: 20.03.2018.

დასკვნები: გლობალიზაციის პროცესები ხელს უწყობდა რისკების ახალი სახეობის გამოჩენას, რომლებსაც ორგანიზაცია ვერ უმკლავდება სახელმწიფოს თანამოქმედების გარეშე;

- სისტემური რისკების კვლევისათვის საჭიროა ყურადღება მივაქციოთ წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზარს;

- მიუხედავად იმისა, რომ საბირჟო დერივატივები ვაჭრობენ გაცილებით დიდი მოცულობით, ვიდრე არასაბირჟო, არასაბირჟო უფრო დიდი რისკის ქვეშ არის ვიდრე საბირჟო;

- რადგან საკრედიტო დაცვის გამყიდველებს არ ჰქონდათ წარდგენილი არანაირი მოთხოვნები, უმსხვილესიამერიკული ფინანსური ორგანიზაციების კრაზმა გამოიწვია გაბანკროტების ტალღა მთელ მსოფლიოში. ასე რომ, სისტემურმა რისკმა რეალიზება მოახდინა მსოფლიოში ფინანსური კრიზისის სახით 2008 2009 წლებში;

მიუხედავად სერიოზული მოქმედებებისა სახელმწიფოს მხრიდან „კრიზისის შედეგის დასარეგულირებლად, როგორც არასოდეს ისე მწვავედ დგას გლობალური სისტემური რისკების პროგნოზირება და დაქვეითება. მსოფლიო ფინანსური სისტემის პრობლემები ეწყობა გლობალურ სისტემურ რისკებში;

რეგულირების მოთხოვნები უნდა გავრცელდეს არა მხოლოდ აშშ-ზე და ევროკავშირზე არამედ ყველა სხვა ქვეყანაზე, რომელიც მონაწილეობას იღებს ფინანსური ინსტრუმენტებით საერთაშორისო ვაჭრობაში;

სისტემური რისკების შესამცირებლად უმთავრესი ნაბიჯი შეიძლება გახდეს, უმკაცრესი მოთხოვნების შეყვანა საგარანტიო უზრუნველყოფისთვის საპროცენტო და სავალუტო წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების გარიგებებში, რაც მოგვცემს საშუალებას გადაწყვიტო წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების კონცენტრაციის ვალდებულების პრობლემა, საკრედიტო რისკების

პრობლემას, სარისკო ინსტრუმენტების სახეობებით ვაჭრობის პრობლემას.

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. ცაავა გ., გავაშელი შ., ცაავა დ., ბურდიაშვილი რ., მოსიაშვილი ვ., – რისკოლოგია: ეკონომიკური, ფინანსური და საბანკო-საკრედიტო რისკების მენეჯმენტი, გამომცემლობა „დანი“. თბილისი 2018.
2. მოსიაშვილი ვ., ჭელიძე მ., ხიდირბეგიშვილი ნ., ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები. გამომცემლობა „დანი“. თბილისი 2017.
3. <http://xn---7sbbaj7auwnffhk.xn--p1ai/article/17043> გადამოწმებულ იქნა: 20.03.2018.
4. <https://creativeconomy.ru/lib/36087> გადამოწმებულ იქნა: 14.03.2018.