

საპენსიო ფონდების ინვესტირების საერთაშორისო პრაქტიკა და საქართველოს გამოწვევები

მაკა ლანიაშვილი

ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორი, მონვეული ლექტორი
ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

საქართველოში 2019 წლის 1 იანვრიდან ამოქმედდა შენატანებზე დაფუძნებული სა-
ვალდებულო დაგროვებითი საპენსიო სქემა. 5 წლის განმავლობაში საპენსიო სააგენტო სა-
პენსიო ფონდების ინვესტირება მხოლოდ დაბალრისკიან პორტფელში ახორციელებდა. 2023
წლის აგვისტოდან საინვესტიციო საბჭოს უკვე აქვს უფლება დაგროვილი საპენსიო აქტივე-
ბის ინვესტირება მოახდინოს როგორც დაბალრისკიან, ასევე საშუალო და მაღალრისკიან
აქტივებში, მათ შორის გლობალურ ბაზრებზე. რამდენად იქნება საპენსიო სისტემის რე-
ფორმა წარმატებული, დიდწილად საინვესტიციო აქტივობებზეა დამოკიდებული. საპენსიო
აქტივების მართვისას დაშვებული შეცდომების გადასახადის გადამხდელების ფულით და-
კომპენსირების საშუალება ეკონომიკურად განვითარებული ქვეყნებისგან განსხვავებით,
საქართველოს არ ექნება, რადგან დაგროვებითი სისტემის ამოქმედების ერთ-ერთი მთავარი
მიზეზი ისაა, რომ გადასახადის გადამხდელები მოსახლეობაში პენსიონერთა წილისა და სი-
ცოცხლის საშუალო ხანგრძლივობის ზრდის პირობებში, ვეღარ უმკლავდებიან პენსიონერ-
თათვის ღირებული სიბერის უზრუნველსაყოფად საჭირო საპენსიო ანარიცხების გაცემას.
ქვემოთ მოცემული სტატიის მიზანია, დაგროვებითი საპენსიო სქემის ამოქმედებიდან 5
წლის თავზე შევაფასოთ თუ რა მდგომარეობაა საინვესტიციო მიმართულებით, გავაწიოთ
პარალელები სხვა ქვეყნების გამოცდილებასთან და განვსაზღვროთ ის გამოწვევები, რო-
მელთა წინაშეც დგას დღეს საქართველოს საპენსიო სისტემა. სტატიაში განხილულია დაგ-
როვებითი საპენსიო ფონდების საინვესტიციო აქტივობები, გამოცდილება და საერთაშორისო
პრაქტიკა.

საკვანძო სიტყვები: საპენსიო ფონდი; ინვესტიციები; აქტივების დივერსიფიკაცია

მსოფლიო პრაქტიკას რომ გადავხედოთ, ხშირად საპენსიო ფონდების წარუმატებელ გამოც-
დილებებს შევხვდებით, განსაკუთრებით განვითარებადი ქვეყნების შემთხვევაში. საპენსიო სის-
ტემის ყველაზე წარმატებული ქვეყნების ათეულს ისეთი ქვეყნები შეადგენენ, როგორიცაა ნორვე-
გია, შვეიცარია, ისლანდია, ირლანდია, ავსტრალია, ახალი ზელანდია, ლუქსემბურგი, ჰოლანდია,
დანია და ჩეხეთის რესპუბლიკა.¹ ამ ქვეყნებში სხვა ქვეყნებთან შედარებით უზრუნველ სიბერეს
საპენსიო სისტემების მდგრადობასთან ერთად განაპირობებს მათი ეკონომიკური სიჯანსაღე და
სიმდიდრე. საქართველო არ არის მდიდარი ქვეყანა და არ აქვს „უფლება“, დაგროვებითი საპენსიო
სისტემის დაწყებული რეფორმა არ შედგეს. ამასთანავე, საქართველოს არც იმის ფუფუნება აქვს
მხოლოდ სოციალური პენსიის იმედზე იყვნენ პენსიონერები, რადგან სოციალური განაცემების
წნეხი ბიუჯეტზე წლიდან წლამდე იზრდება, რაც აფერხებს ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებას
და ვერც პენსიონერთა ღირსეულ სიბერეს უზრუნველყოფს. შესაბამისად, დღეს საქართველო
არის გამოწვევის წინაშე - ერთი მხრივ, გადაუდებელი საჭიროების გამო სავალდებულო დაგროვე-
ბითი საპენსიო სქემის ამოქმედება და, მეორე მხრივ, ამ სქემის წარმატება-წარუმატებლობა და ის

¹ 2022 Global Retirement Index | Natixis Investment Managers

რისკები, რომელიც რეფომას გრძელვადიან პერიოდში ახლავს თან. რამდენად ეფექტიანი იქნება ფონდის საინვესტიციო საქმიანობა ამაზე ბევრია დამოკიდებული.

საქართველოს საპენსიო ფონდის საინვესტიციო პორტფელს შორის ერთ-ერთი ძირითადი განსხვავება საერთაშორისო აქციების შესყიდვის პროცენტული მაჩვენებელია და რისკებიც სწორედ აქედან გამომდინარეობს, რადგან აქციების ღირებულება საფონდო ბირჟებზე ხშირად მერყეობს. ფულის აქციებში ჩადებისას მოგება უფრო გრძელვადიან პერიოდშია მოსალოდნელი და, შესაბამისად, ამ პაკეტს უპირატესად ირჩევენ ისინი, ვისაც პენსიაში გასვლამდე დიდი დრო აქვთ დარჩენილი. საქართველოში მოქმედი რეგულაციების თანახმად, უცხოური აქციების წილი მაღალრისკიან პორტფელში - 40-დან 60%-მდეა დასაშვები, საშუალორისკიანში - 20-დან 40%-მდე, დაბალრისკიანში კი - 20%-მდე. საინვესტიციო საბჭოს 2023 წელს განახლებული სტრატეგიის მიხედვით, ეს მაჩვენებლები, შესაბამისად - 55%, 35% და 20%-ით განისაზღვრა. კონსერვატიული (ნაკლებადრისკიანი) საინვესტიციო ფონდის მიზნობრივ პორტფელად განისაზღვრა პორტფელი, რომლის დაახლოებით 20% განთავსებულია საერთაშორისო აქციებში, ხოლო 80% საქართველოში, ფულად სახსრებსა და ობლიგაციებში. დაბალანსებული (საშუალორისკიანი) საინვესტიციო ფონდის მიზნობრივ პორტფელად განისაზღვრა პორტფელი, რომლის დაახლოებით 35% განთავსებულია საერთაშორისო აქციებში, ხოლო 65% საქართველოში, ფულად სახსრებსა და ობლიგაციებში. დინამიური (მაღალრისკიანი) საინვესტიციო ფონდის მიზნობრივ პორტფელად განისაზღვრა პორტფელი, რომლის დაახლოებით 55% განთავსებულია საერთაშორისო აქციებში, ხოლო 45% საქართველოში, ფულად სახსრებსა და ობლიგაციებში.

კანონით დადგენილი 30-დღიანი ვადის ამოწურვის შემდეგ, იმ ბენეფიციართა აქტივები, რომლებმაც საკუთარი სურვილით არ აირჩიეს საინვესტიციო პორტფელის რისკიანობა, 2023 წლის 7 სექტემბრიდან ავტომატურად გადანაწილდა შემდეგი პრინციპით: 40 წლამდე ასაკის მონაწილის საპენსიო აქტივები და მომავალი საპენსიო შენატანები განთავსდა მაღალრისკიან საინვესტიციო პორტფელში; 40-დან 50 წლამდე ასაკის მქონე მონაწილის - საშუალორისკიან საინვესტიციო პორტფელში; 50 წელი ან 50-ზე მეტი წლის მონაწილის - ნაკლებრისკიან საინვესტიციო პორტფელში. თუმცა, პარლამენტის ჯანდაცვის კომიტეტმა 2023 წლის სექტემბრის დასაწყისში „დაგროვებითი პენსიის შესახებ“ საქართველოს კანონში ცვლილების შეტანის თაობაზე მსჯელობა დაიწყო. კანონპროექტის მიხედვით, საპენსიო დანაზოგის ყველა ბენეფიციარი დაბალრისკიან პორტფელში 2028 წლის იანვრამდე ავტომატურად დარჩება. საპენსიო დანაზოგის ბენეფიციარებისთვის კი პორტფელების არჩევის ვადა გახანგრძლივდება. რამდენად გამართლებულია კონსერვატიული პოლიტიკის კიდევ 5 წლით გადავადება და რას მოუტანს ეს საქართველოს საპენსიო სისტემას?

ლიტერატურის მიმოხილვა

ბუნებრივია, რომ უცხოურ ბაზრებზე განთავსებულ პორტფელურ ინვესტიციებზე გავლენას ახდენს ორივე ქვეყნის ბაზრის განვითარების დონე, როგორც იმ ქვეყნის რომლის საპენსიო ფონდების ინვესტირებაც ხდება, ასევე იმ ქვეყნის, სადაც ხდება პორტფელის ინვესტირება. საინვესტიციო შესაძლებლობებზე გავლენას ახდენს ორმხრივი სავაჭრო ნაკადები და როგორც კულტურული, ასევე გეოგრაფიული მსგავსება და განსხვავებები (Chan et al, 2005). საპენსიო ფონდების ბუნებიდან გამომდინარე, ხშირად მათზე დაწესებულია შეზღუდვები საკანონმდებლო ნორმებით, რაც გავლენას ახდენს მათ ოპერირებაზე საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე (Morales et al., 2017).

გლობალურ ბაზრებზე რაოდენობრივი შეზღუდვები გამოიყენება საერთაშორისო ინვესტიციების მოცულობის შესაზღუდად იმ იდეით, რომ შიდა აქტივები, აღიქმება ნაკლებად სარისკოდ,

რამაც უკეთ უნდა დაიცვას მონაწილეების პენსიები. ერთი-ერთი ყველაზე პოპულარული არგუმენტი საპენსიო ფონდების შიდა ინვესტირების სასარგებლოდ ისაა, რომ საპენსიო დანაზოგების ინვესტირებამ შიდა ბაზრებზე ხელი უნდა შეუწყოს კაპიტალის ადგილობრივი ბაზრის განვითარებას. თუმცა ეს არგუმენტი გამართლებულია მაშინ, თუ შიდა ბაზარი იმ დონეზე განვითარებული, რომ საპენსიო ფონდების აქ კონცენტრაციამ და ინვესტირებამ ხელი არ შეუშალოს პენსიონერთა საუკეთესო ინტერესების დაცვას. საპენსიო სააგენტოს მთავარი ამოცანა საპენსიო დანაზოგების მაქსიმალურ ზრდაზე ორიენტირებული მართვაა, პირველ რიგში ბენეფიციარების დანაზოგების ინფლაციისგან დაცვა და არა კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა. ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარება და საპენსიო დანაზოგების მაქსიმალურ ზრდაზე ორიენტირებული საინვესტიციო პოლიტიკა შეიძლება ურთიერთსაწინააღმდეგო მიზნები იყოს. მიუხედავად იმისა, რომ კაპიტალის შიდა ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა შეიძლება იყოს კარგი განზრახვა, ის გულისხმობს პენსიონერების კეთილდღეობის დაქვემდებარებას შიდა ბაზრების განვითარების მიზნის სასარგებლოდ იმ სიტუაციაში, როდესაც ეს ორი მიზანი ერთმანეთს ეწინააღმდეგება.

გასათვალისწინებელია ისიც, რომ ისეთ განვითარებად ქვეყნებში, სადაც ფინანსური სექტორი ნაკლებ განვითარებული და ძალიან მცირეა, ადგილობრივმა ბაზარმა შეიძლება ვერ უზრუნველყოს საპენსიო ფონდები ფინანსური აქტივების იმ რაოდენობით, რომელიც საჭიროა სწრაფად მზარდი საპენსიო ფონდებისთვის (Chan-Lau, 2005). შიდა ბაზრის სიმცირე აქტუალური საკითხია საქართველოს შემთხვევაშიც. საქართველოს 2023-2028 წლების კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის მიხედვით¹, 2025 წელს საპენსიო ფონდების აქტივების ჯამური ღირებულების 6.55 მლრდ. ლარამდე გაზრდა იგეგმება, რაც 2021 წელთან შედარებით 3.25-ჯერ ზრდას გულისხმობს. 2028 წელს იგივე მაჩვენებელი 12.1 მლრდ. ლარს მიაღწევს, რაც 2021 წლის მაჩვენებლის 6.02-ჯერ მეტია. ამიტომ, საქართველოს საპენსიო ფონდის საინვესტიციო მიზნებისთვის აქტუალური არის საკითხი თუ რამდენად შეძლებს, საერთაშორისო ინვესტიციებზე დაწესებული შეზღუდვების გათვალისწინებით, კაპიტალის შიდა ბაზარი ფონდის საჭიროებების დაკმაყოფილებას.

მაშინ როცა განვითარებადი ქვეყნების საპენსიო ფონდების მოცულობა აღემატება შიდა ფინანსური ბაზრების მოცულობას, ამან შეიძლება გამოიწვიოს აქტივების ფასების „დამახინჯება“, რადგან საპენსიო პორტფელში დასაშვები შიდა ფასიანი ქაღალდების მაღალი ზღვრული ნორმის გამო, ამ ფასიან ქაღალდებზე ჩნდება დიდი მოთხოვნა (Pedraza & Pulga, 2019). საკუთრების კონცენტრაცია ასევე ასოცირდება მეორად ბაზრებზე დაბალ სავაჭრო აქტივობასთან, რაც კვლავ ფასების არასწორ ფორმირებაზე ახდენს გავლენას (Leaño & Pedraza, 2018; Pedraza, 2019).

ვინაიდან სავალუტო რისკის ჰეჯირება ძვირია, მნიშვნელოვანი ხდება სავალუტო ვალდებულებების დენომინაცია. ასეთ შემთხვევაში, სხვა თანაბარ პირობებში, საშინაო ვალუტაში არსებული ვალდებულებები ხდება საპენსიო დანაზოგების შიდა ინვესტირების მომხრეების არგუმენტი. მეორე მხრივ, საერთაშორისო ინვესტიციების დაშვების სურვილის კიდევ ერთი მიზეზი არის ვალუტის კურსის არასტაბილურობის თავიდან აცილება საინვესტიციო პორტფელში (Thomas et al., 2014). ინფლაციისა და ეროვნული ვალუტის მდგრადობის უზრუნველყოფის საკითხი საქართველოსთვისაც გამოწვევაა, ვინაიდან ორნიშნა რიცხვთან მიახლოებული ინფლაციის შემთხვევაში საპენსიო დანაზოგი დაკარგავს ეფექტურობას (ბერიძე ლ., აბუსელიძე გ., 2021). გარდა ამისა, აქციების შიდა ბაზარი ძალიან კონცენტრირებულია და საერთაშორისო ინვესტიციები მეტი დივერსიფიკაციის საშუალებას აძლევს საპენსიო ფონდებს, რაც გრძელვადიან პერიოდში ხშირად აბალანსებს მოკლევადიან სავალუტო რისკებს (Cetorelli et al., 2007).

¹ https://www.economy.ge/uploads/files/2017/reformebi/kapitalisbazris_strategia/2023/cmds_sakartvelos_kapitalis_bazrebis_ganvitarebis_strategia_2023_2028.pdf

საშინაო და საგარეო აქტივებს შორის რისკის დივერსიფიკაციამ, განსაკუთრებით შიდა და უცხოურ სახელმწიფო ობლიგაციებს შორის, შეიძლება მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინოს პორტფელის განაწილებაზე. მაგალითად, მაშინ როცა ფიქსირებული განაკვეთის მქონე სუვერენული ობლიგაციები ექვემდებარება საპროცენტო განაკვეთებისა და დეფოლტის რისკს, შიდა საპენსიო ფონდისთვის ეს რისკი შეიძლება საერთაშორისო ბაზრებზე ინვესტირებით იყოს დაბალანსებული. პორტფელის შერჩევის თეორიამ (portfolio selection theory) აჩვენა, რომ საინვესტიციო პორტფელის რისკი შეიძლება მნიშვნელოვნად შემცირდეს საერთაშორისო აქტივებში ინვესტირებით (Solnik, 1995) და რომ გლობალური პორტფელი უზრუნველყოფს რისკ-ანაზღაურების მნიშვნელოვან გაუმჯობესებას (Michaud et al. 1996; Laster 1998; Clarke and Tullis 1999; Grinblatt and Keloharju 2001).

საერთაშორისო დივერსიფიკაციის სასარგებლოდ მეტყველებს ბოლო ათწლეულის სტატისტიკა. თუ 2002 წელს საერთაშორისო აქტივები საპენსიო ფონდების მთლიანი მოცულობის 16%-ს შეადგენდა, 2019 წლის ბოლოსთვის ეს მაჩვენებელი 36%-მდე¹ გაიზარდა. თუმცა ზრდა არათანაბარი იყო გლობალური მასშტაბით - ბევრ ქვეყანაში საპენსიო ფონდები მცირედ ან საერთოდ არ ცვლიდნენ პორტფელის ბალანსს. მთლიანობაში, მარეგულირებელი ნორმებით დაწესებული შეზღუდვების გამო, საერთაშორისო დივერსიფიკაციის ნაკლებობა ბევრ საპენსიო ფონდს იმაზე ნაკლებ ამონაგებს აძლევს ვიდრე მათი პოტენციური ამის საშუალებას იძლევა. ეს ხდება, მიუხედავად იმისა, რომ ბევრ ქვეყანაში ადეკვატური საპენსიო უზრუნველყოფის კრიზისია. ამ დილემის გათვალისწინებით, მნიშვნელოვანი იქნება ფონდებმა უკეთ გაითვალისწინონ საერთაშორისო დივერსიფიკაციის უპირატესობები და მარეგულირებელმა გადახედონ შეზღუდვებს, რომლებიც აწესებს გლობალურ ბაზრებზე საინვესტიციო ზღვრებს (Afanador, Davis and Pedraza, 2021).

კორონა ვირუსით გამოწვეულმა ეკონომიკურმა შოკებმა წინა პლანზე წამოწია საერთაშორისო დივერსიფიკაციის მნიშვნელობა ლიკვიდურობის საჭიროებიდან გამომდინარეც. მაგალითად, საპენსიო ფონდები ჩილეში, კოლუმბიაში და პერუში არაპროპორციულად ყიდდნენ უცხოურ ფასიან ქაღალდებს, რათა დაეკმაყოფილებინათ საპენსიო ფონდების განაღდების მზარდი მოთხოვნა კრიზისის დასაწყისში. ლიკვიდობაზე ასეთი ხელმისაწვდომობა რთული იქნებოდა იმ შემთხვევაში, თუ საპენსიო ფონდების საინვესტიციო კალათები დიდწილად კონცენტრირებული იქნებოდა მხოლოდ შიდა ბაზრებზე.

საინვესტიციო საქმიანობის უცხოური გამოცდილება და საქართველოს რეალობა

საპენსიო აქტივები გლობალური ფინანსური ბაზრების ძალიან დიდი ნაწილია. მიუხედავად იმისა, რომ მთლიანმა საპენსიო აქტივებმა 2019 წლის ბოლოს მიაღწია 48.1 ტრილიონ აშშ დოლარს, ზრდა არ იყო მუდმივი სხვადასხვა პერიოდისათვის. მაშინ, როცა საპენსიო შენატანებმა პიკს მიაღწია 2005 წელს, ისინი შემცირდა 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ. საპენსიო აქტივებმა განიცადეს შემცირება გლობალურ მშპ-სთან მიმართებით 2008-2011 წლებში. 2012 წლის შემდეგ, გლობალური საპენსიო აქტივები განიცდიდა ზომიერ ზრდას და მშპს-ს 25%-დან 30%-მდე გაიზარდა 2019 წლის ბოლოსთვის. მორიგი ჩავარდნა COVID-19-ით გამოწვეულ ეკონომიკურ კრიზისს მოჰყვა. 2022 წელს გლობალური საპენსიო აქტივები 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ ყველაზე დიდი მასშტაბით შემცირდა. საპენსიო აქტივები 2023 წლის დასაწყისისთვის შეადგენდა 47.9 ტრილიონ აშშ დოლარს, რაც 1 წლის განმავლობაში 16.7%-იანი კლე-

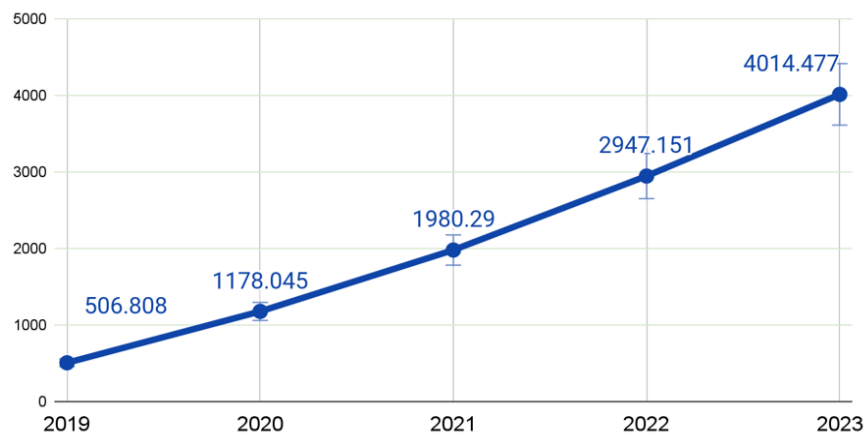
¹ Annual Survey of Investment Regulations of Pension Funds and Other Pension Providers (OECD) 2022

ბაა. ეს გამოწვეული იყო როგორც ფიქსირებული შემოსავლის, ისე კაპიტალის ბაზრების კორექტირებით¹.

2023 წლის 30 სექტემბრის მდგომარეობით, საქართველოში დაგროვებითი საპენსიო სქემის მთლიანი საპენსიო აქტივების ღირებულება 3.93 მილიარდი ლარი იყო. ამ პერიოდისათვის წმინდა ამონაგებმა 693 მილიონი ლარი შეადგენა. საპენსიო სქემაში განვევრიანებულ მონაწილეთა რაოდენობა კი 1 მილიონ 448 ათასი ადამიანით განისაზღვრა.

გრაფიკი 1.

საქართველოს დაგროვებითი საპენსიო ფონდის მოცულობა (მლნ. ლარი)



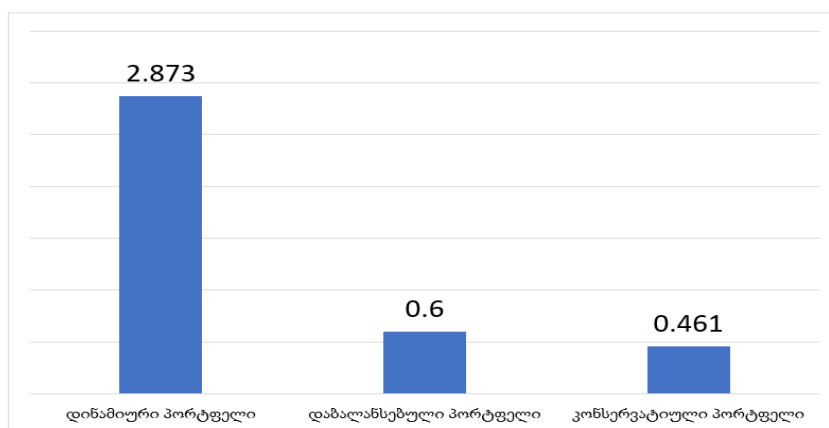
წყარო: საქართველოს საპენსიო სააგენტო²

საპენსიო სააგენტოს მონაცემების მიხედვით, 2023 წლის სექტემბრის ბოლოსთვის დინამიური ფონდის მოცულობა შეადგენდა 2.873 მლნ ლარს, 908.800 მონაწილით. დინამიური პორტფელის სექტემბრის თვის ამონაგებმა 0.2% შეადგინა. დაბალანსებული პორტფელის მოცულობა შეადგენდა 600 მლნ ლარს 201.900 მონაწილით, სექტემბერში ამონაგებმა 0.26% შეადგინა. ამავე პერიოდისათვის კონსერვატიული პორტფელის მოცულობა 461 მლნ ლარით განისაზღვრა, მასში 167.900 ადამიანია ჩართული. პორტფელის სექტემბრის ამონაგებმა 0.43% შეადგინა.

¹ <https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/global-pension-assets-study-2023/>

² ყველა წლისთვის მოცემულია წლის ბოლოს არსებული მაჩვენებელი, 2023 წლის შემთხვევაში მოცემულია მონაცემები ოქტომბრის თვის მდგომარეობით

საქართველოს საპენსიო ფონდის საინვესტიციო
პორტფელის განაწილება რისკიანობის მიხედვით
(2023 წ. 30 სექტემბერი, მლნ ლარი)



წყარო: საქართველოს საპენსიო სააგენტო

საქართველოს საპენსიო სააგენტოს საინვესტიციო საბჭო ფულს დებს სხვადასხვა ფონდებში. ამ ეტაპზე თანხები ნაწილდება 4 საინვესტიციო ფონდში ამერიკის, ლათინური ამერიკის, განვითარებული ევროპისა და განვითარებული აზიის მიმართულებებით. შერჩეულ ფონდებს შორისაა: SPDR S&P500 ETF (უმსხვილესი ამერიკული კომპანიები) Vanguard FTSE Europe ETF (უმსხვილესი ევროპული კომპანიები) Vanguard FTSE Pacific ETF (უმსხვილესი აზიური კომპანიები) iShares MSCI Emerging Markets ETF (განვითარებად ბაზრებზე წარმოდგენილი კომპანიები). საერთო ჯამში, ზემოხსენებული 4 ფონდი 4 000-მდე საერთაშორისო კომპანიას აერთიანებს, მათი პროპორცია კი საბაზრო კაპიტალიზაციის მიხედვითაა გადანაწილებული.

იმისათვის რომ საქართველოს საპენსიო ფონდის საინვესტიციო პოლიტიკა უკეთ შევაფასოთ, გავავლოთ პარალელები იმ ქვეყნების გამოცდილებასთან, რომელთაც უკვე ათწლეულზე მეტია აქვთ დაგროვებითი საპენსიო სქემის ფონდების მართვის გამოცდილება. OECD-ის 2022 წლის კვლევის მიხედვით¹, ქვეყნების უმეტესობას აქვს რაოდენობრივი საინვესტიციო ლიმიტები, რომელიც სავალდებულოა საპენსიო ფონდების საინვესტიციო პროცესისთვის. ეს ლიმიტები, როგორც წესი, გამოიხატება სხვადასხვა აქტივში (როგორიცაა აქციები, უძრავი ქონება, ობლიგაციები, საცალო საინვესტიციო ფონდები, კერძო საინვესტიციო ფონდები, სესხები და საბანკო დეპოზიტები) ინვესტირების მაქსიმალური ზღვრების დაწესებაში. ქვეყნები, რომელიც არ აწესებენ რაიმე სახის ჭერს ამა თუ იმ აქტივში ინვესტირებასთან დაკავშირებით, არიან მაღალგანვითარებული ეკონომიკის მქონე იურისდიქციები, მაგალითად, ავსტრალია, ავსტრია, ბელგია, კანადა, ნიდერლანდები, ახალი ზელანდია, ნორვეგია, გაერთიანებული სამეფო და შეერთებული შტატები. თუმცა საინვესტიციო პორტფელის დივერსიფიკაცია მნიშვნელოვანი პირობაა ყველა ქვეყანაში.

რისკების მაღალი დონიდან გამომდინარე, მკაცრად რეგულირდება ინვესტიციები აქციებში. კვლევის წევრ OECD-ის 22 და 40 არაწევრ იურისდიქციაში დაწესებულია აქტივების ბაზარზე ინვეს-

¹ Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds and Other Pension Providers – 2022 edition. კვლევა მოიცავს OECD-ის 22 ქვეყანასა და დამატებით 40 ქვეყანას, რომლებიც, ძირითადად, არიან International Organisation of Pension Supervisors (IOPS)-ის წევრი ქვეყნები. კვლევაში განხილულია საქართველოს მაგალითიც

ტირების ზედა ზღვარი. ზოგიერთ ქვეყანაში ეს რეგულაცია ვრცელდება მხოლოდ კონკრეტულ საპენსიო გეგმებზე, როგორც ესაა მაგალითად გერმანიასა და კორეაში. საინვესტიციო ლიმიტები, როგორც წესი, ნაკლებად მკაცრია ლისტინგში მყოფ აქციებზე, ვიდრე არასაღისტინგო აქციებზე. მაგალითად, ფინეთში არსებობს 10%-იანი ლიმიტი აქციებზე, რომლებიც ლისტინგის წევრი არ არიან, მაგრამ 70%-იანი ლიმიტია ლისტინგში მყოფი აქციებისთვის. აქტივების წილი, რომლის ინვესტიცია საპენსიო ფონდებს შეუძლიათ აქციებში, ყველაზე დაბალია კონსერვატიულ ფონდებში (მაგალითად 5%-იანი ლიმიტი ჩილეში). ბევრ ქვეყანაში აქციებში ინვესტიციების ლიმიტები უფრო მაღალია საპენსიო ფონდების შედარებით ახალგაზრდა წევრების პორტფელისთვის. ისევე როგორც ეს არის საქართველოში, როცა რისკიანობის გადანაწილება საწყის ეტაპზე ასაკობრივი კატეგორიების მიხედვით მოხდა. თუმცა როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ „დაგროვებითი პენსიის შესახებ კანონში“ დაგეგმილი ცვლილებების მიღების შემდეგ ეს სურათი კიდევ მინიმუმ 5 წლით შეიძლება შეიცვალოს.

რაც შეეხება ობლიგაციების ბაზარზე ინვესტირების პრაქტიკას - მარეგულირებელი ლიმიტები ნაკლებად მკაცრია სახელმწიფო ობლიგაციებისთვის, სხვა ტიპის ობლიგაციებთან შედარებით. მაგალითად, საბერძნეთში, საპენსიო ფონდებს არ შეუძლიათ თავიანთი აქტივების 70%-ზე მეტის ინვესტირება კორპორაციულ ობლიგაციებში, მაგრამ არ აქვთ არანაირი ზღვარი სახელმწიფო ობლიგაციებზე. ანალოგიურად, უნგრეთში არ არის შეზღუდული ინვესტიციები სახელმწიფო ობლიგაციებში, მაგრამ არსებობს 10%-იანი ლიმიტი კორპორაციული ობლიგაციებისთვის და 25%-იანი ზღვარი იპოთეკური ობლიგაციებისთვის.

ზოგიერთი ქვეყანა სრულიად კრძალავს ინვესტიციებს უძრავ ქონებაში, კერძო საინვესტიციო ფონდებში ან სესხებში. პირდაპირი ინვესტიცია უძრავ ქონებაში დაუშვებელია კოლუმბიაში, კოსტა რიკაში, ჩეხეთში, ირლანდიაში, იტალიაში, იაპონიაში, ლიტვაში, მექსიკაში, პოლონეთში, პორტუგალიაში, თურქეთში, ალბანეთში, სომხეთში, ხორვატიაში, ჰონკონგში (ჩინეთი), ინდოეთში, ყაზახეთში, კოსოვოში, მალდივებზე, ნიგერიაში, ჩრდილოეთ მაკედონიის რესპუბლიკაში, პაკისტანში, პერუში, რუმინეთში, რუსეთში, ტაილანდსა და ურუგვაიში. თუმცა, ჩამოთვლილი იურისდიქციების უმეტესობაში აკრძალულია მხოლოდ პირდაპირი ინვესტიციები და შეიძლება დაშვებული იყოს, მაგალითად, უძრავ ქონებაში ინვესტიციები უძრავ ქონებაში ობლიგაციებისა და აქციების, ან უძრავი ქონების საინვესტიციო ტრესტების მეშვეობით.

ასევე განსხვავებული ვითარებაა ქვეყნების განვითარების დონის მიხედვით, მაშინ როცა საქმე ეხება საზღვარგარეთ ინვესტირებისთვის ზღვარის დანესების პრაქტიკას. ზოგიერთი ქვეყანა საზღვარგარეთ ინვესტიციებს უშვებს მხოლოდ შერჩეულ გეოგრაფიულ ზონებში, როგორიცაა OECD ქვეყნები, ევროკავშირის რეგულირებადი ბაზრები ან ევროპის ეკონომიკური ზონა (EEA). ფინეთს, ისლანდიას, ისრაელს, მექსიკას და სლოვაკეთის რესპუბლიკას აქვთ ჩამონათვალი ე.წ. „ნებადართული“ ქვეყნების, სადაც საპენსიო ფონდებს ინვესტირების უფლება აქვთ. უცხოურ ბაზრებზე ინვესტირების შეზღუდვის ორი ძირითადი ტიპი არსებობს - კონკრეტული შეზღუდვები აქტივების კლასის ტიპის მიხედვით და შეზღუდვები უცხოური აქტივების საერთო წილზე. მაგალითად, არ არსებობს ლიმიტი აქტივების პროპორციაში, რომლის ინვესტირებაც სომხურ საპენსიო ფონდს შეუძლია საზღვარგარეთ. თუმცა, სომხეთში საპენსიო ფონდებს არ შეუძლიათ თავიანთი აქტივების 40%-ზე მეტის ინვესტირება უცხოური მთავრობების ან უცხოური ცენტრალური ბანკების მიერ გამოშვებულ ან გარანტირებულ ფასიან ქაღალდებში.

მიუხედავად იმისა, რომ OECD-ის ბევრი ქვეყანა, მათ შორის ავსტრალია, ავსტრია, ბელგია, ირლანდია, იაპონია, ლუქსემბურგი, ნიდერლანდები, ახალი ზელანდია, ნორვეგია, გაერთიანებული სამეფო და აშშ, არ აწესებენ რაიმე სახის ლიმიტებს რომელიმე ერთი ემიტენტის ფასიან ქაღალ-

დებში ინვესტიციების განთავსებაზე, არსებობს მოთხოვნა პორტფელების დივერსიფიკაციასთან დაკავშირებით. იაპონიაში კანონი ადგენს, რომ საპენსიო ფონდი უნდა ცდილობდეს თავიდან აიცილოს ინვესტიციების კონცენტრაცია კონკრეტული აქტივების კატეგორიაში.

დროთა განმავლობაში, საინვესტიციო რეგულირებასთან დაკავშირებული საკანონმდებლო ცვლილებების უმეტესობამ გამოიწვია ლიმიტების შერბილება და მეტი დისკრეტია მისცა საპენსიო პროვაიდერებს ბევრ ქვეყანაში. მაგალითად, 2005 წელს კანადამ გააუქმა უცხოური ინვესტიციების ლიმიტი (პორტფელის 30%). შერბილდა საინვესტიციო ლიმიტები პერუში, სადაც წლების განმავლობაში ასევე თანდათან გაიზარდა პორტფელში უცხოური ინვესტიციების ლიმიტის ზედა ზღვარი. 2021 წელს მარეგულირებელი ნორმები კიდევ უფრო შემსუბუქდა ბევრ ქვეყანაში. მაგალითად, მექსიკა ეტაპობრივად ზრდის საინვესტიციო ლიმიტებს აქციებზე. ლატვიამ გაზარდა საინვესტიციო ლიმიტი აქციებში 2021 წელს 75%-დან 100%-მდე, თუმცა რჩება 50%-იანი ლიმიტი 2017 წლის ბოლომდე რეგისტრირებულ გეგმებზე. კენიამ დაუშვა საპენსიო აქტივების 10%-მდე ინვესტიციები ისეთ სავალდებულო ინსტრუმენტებში, რომლებიც გამოშვებულია ინფრასტრუქტურული ან საბინაო პროექტების დასაფინანსებლად.

დასკვნები და რეკომენდაციები

გრძელვადიან პერიოდში იმისათვის, რომ საპენსიო ფონდის საინვესტიციო პოლიტიკა იყოს წარმატებული, რაშიც იგულისხმება ბენეფიციარების საუკეთესო ინტერესების დაცვა და ინფლაციის დამარცხება, გლობალურ ბაზრებზე ინვესტირება მნიშვნელოვანია. მართალია, საქართველოს საპენსიო აქტივების გლობალურ ბაზარზე გატანის პერიოდი ფინანსურ ბაზრებზე არსებული დიდი მერყეობის¹ პერიოდს ემთხვევა, მაგრამ უნდა გავითვალისწინოთ ისტორიული გამოცდილება, რომლის მიხედვითაც გრძელვადიან პერსპექტივაში აქციების ბაზარი მზარდია. ამიტომ დათქმა, რომელიც საქართველოში რეფორმის ამოქმედებიდან 5 წლის შემდეგ საპენსიო დანაზოგების პორტფელის რისკიანობას ასაკობრივი კატეგორიების მიხედვით გადანაწილებას ითვალისწინებდა, გამართლებულია. თუმცა არსებობს კანონპროექტი, რომელიც ამის შეცვლას ითვალისწინებს და იმ 5 წლიან პერიოდს, რომელიც 2023 წლის აგვისტოში დასრულდა კიდევ 5 წლიანი პერიოდი ემატება. იმ შემთხვევაში თუ საქართველოს პარლამენტმა აღნიშნული ცვლილებები დაამტკიცა საქართველოს დაგრეებითი პენსიის ფონდების საინვესტიციო პორტფელი ნაკლებრისკიან აქტივებში დარჩება, რაც გრძელვადიან პერიოდში, ჩემი აზრით, შეაფერხებს საინვესტიციო საბჭოს მთავარი მიზნის შესრულებას - ინფლაციის დამარცხებას.

მარეგულირებელი ნორმებით დაწესებული შეზღუდვების გამო, საერთაშორისო დივერსიფიკაციის ნაკლებობა ბევრ საპენსიო ფონდს იმაზე ნაკლებ ამონაგებს აძლევს ვიდრე მათ ამის პოტენციალი აქვთ. ახალი შეზღუდვების დაწესება მაშინ, როდესაც საქართველოს კანონი „დაგროვებითი პენსიის შესახებ“ არსებული რედაქციითაც კი, საკმაოდ ბევრ მარუებს და მოთხოვნებს აწესებს (საქართველოს კანონი განსაზღვრავს საინვესტიციო პორტფელებში ალოკაციას აქტივების კლასის მიხედვით, დასაშვებ და დაუშვებელ საინვესტიციო აქტივებს, საინვესტიციო მოთხოვნებსა და შეზღუდვებს) და შედარებით ნაკლებ არეალს ტოვებს საინვესტიციო მანევრირებისათვის, კიდევ უფრო მოუქნელს და ნაკლებშემოსავლიანს გახდის საინვესტიციო პროცესს, რაც მომავალში ბენეფიციარების საპენსიო ანარიცხებზე მოახდენს გავლენას.

¹ 2022 წელს აქციების გლობალური ბაზარი დაახლოებით 22%-ით შემცირდა. ეს გამოწვეულია ბევრი ფაქტორით - დაწყებული კორონა ვირუსით გამოწვეული ეკონომიკური რყევებით, გაგრძელებული რუსეთ-უკრაინის ომით და დასრულებული საომარი ვითარებით ლაზას სექტორში

გამოყენებული ლიტერატურა

1. ბერიძე ლ., აბუსელიძე გ., (2021) საპენსიო რეფორმა - მიზნები და სავარაუდო შედეგები. ეკონომიკური პროფილი №1(21), გვ. 45–61. DOI: <https://doi.org/10.52244/ep.2021.21.05>
2. ჭელიძე დ., (2021) „საპენსიო რეფორმა საქართველოში“, საქართველოს საპატრიარქოს წმინდა ანდრია პირველწოდებულის სახელობის ქართული უნივერსიტეტის II სამეცნიერო კონფერენცია. კონფერენციის მასალები გვ. 74-75.
3. ქართული საპენსიო რეფორმის მომავალი (2023). IDFI. <https://idfi.ge/public/upload/Analysis/The%20Future%20of%20the%20Georgian%20Pension%20Reform.pdf>
4. საქართველოს საპენსიო სააგენტო, 2022 წლის ანგარიში. www.pensions.ge
5. საქართველოს 2023-2028 წლების კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია. https://www.economy.ge/uploads/files/2017/reformebi/kapitalisbazris_strategia/2023/cmds_sakartvelos_kapitalis_bazrebis_ganvitarebis_strategia_2023_2028.pdf
6. საქართველოს კანონი „დაგროვებითი პენსიის შესახებ“
7. Annual Survey of Investment Regulations of Pension Funds and Other Pension Providers (OECD). 2022
8. Afanador, J., Davis, R., Pedraza, A. (2021). Estimating the Gains from International Diversification The Case of Pension Funds. World Bank Group. Policy Research Working Paper 9635
9. Cetorelli, N., Hirtle, B., Morgan, D.P., Peristiani, S. and Santos, J.A., (2007). Trends in financial market concentration and their implications for market stability. Economic Policy Review, 13(1).
10. Chan-Lau, J. A. (2005). Pension funds and emerging markets. Financial Markets, Institutions and Instruments. <https://doi.org/10.1111/j.0963-8008.2005.00081.x>
11. Clarke, R. G., & Tullis, R. M. (1999). How much international exposure is advantageous in a domestic portfolio? Journal of Portfolio Management. <https://doi.org/10.3905/jpm.1999.319729>
12. Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2001). What makes investors trade? Journal of Finance. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00338>
13. Laster, D. S. (1998). Measuring Gains from International Equity Diversification. The Journal of Investing. <https://doi.org/10.3905/joi.1998.408466>
14. Leño, M., & Pedraza, A. (2018). Ownership concentration and market liquidity: Evidence from a natural experiment. Economics Letters, 167, 56-59.
15. Morales, A. E. P., Fuentes, O., Searle, P., & Stewart, F. (2017). Pension funds and the impact of switching regulation on long-term investment. The World Bank.
16. Michaud, R. O., Bergstrom, G. L., Frashure, R. D., & Wolahan, B. K. (1996). Twenty Years of International Equity Investing. The Journal of Portfolio Management. <https://doi.org/10.3905/jpm.1996.409579>
17. Pedraza, A., 2015. Strategic interactions and portfolio choice in money management: Theory and evidence. Journal of Money, Credit and Banking, 47(8), pp.1531-1569.
18. Pedraza, A. (2019). Strategic information aggregation and learning from prices. Journal of Corporate Finance, 58: 208-225
19. Pedraza, A. & Pulga, F. (2019). Asset Price Effects of Peer Benchmarking: Evidence from a Natural Experiment. International Review of Economics & Finance 62: 53-65
20. Solnik, B. H. (1974). Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically? Financial Analysts Journal. <https://doi.org/10.2469/faj.v30.n4.48>
21. Thomas, A., Spataro, L., & Mathew, N. (2014). Pension funds and stock market volatility: An empirical analysis of OECD countries. Journal of Financial Stability, 11, 92-103.

Pension Funds International Investment Practice and Challenges for Georgia

Maka Ghaniashvili

Business Administration Academic Doctor, Invited Lecturer

Ivane Javakhishvili Tbilisi State University

SUMMARY

The article discusses global investment practices for DB and DC pension plans and draws parallels with Georgian reality. Pension reform in Georgia began in 2019. Finding instances of effective pension reform in emerging economies proves challenging. After 5 years, since August 2023, the Georgian Pension Agency has started investing in the global financial markets. The agency is tasked with maximizing pension savings through portfolio management, primarily to protect savings from inflation. With the consideration of best international practices, the investment mandate of the Georgian Pension Agency should be further expanded, and the riskiness of the investments should be increased within reasonable limits. The agency should be given more flexibility in setting limits for placement in low-risk, medium-risk, and high-risk assets to reflect the changing situation; otherwise, it is difficult to imagine keeping up with inflation.