

## დერივატივები: ჰეჯირება და სპეკულაცია

### მაია გომოხია

ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი,  
მოწვეული ასოცირებული პროფესორი  
ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, საქართველო  
mayagogokhia@gmail.com

**საკვანძო სიტყვები:** საფონდო ბაზარი, რისკები, ჰეჯირება, სპეკულაცია, ფიუჩერსები, ოფციონები, ფორვარდები

ეროვნული ეკონომიკის სტაბილური განვითარები-სათვის მნიშვნელოვანია ფინანსური ბაზრის გამართული ფუნქციონირება, რომელიც განსაკუთრებულ როლს ასრულებს ინვესტიციების და ინოვაციების დაფინანსებისას. ამავდროულად, ფინანსური ბაზარი თანამედროვე გლობალური ეკონომიკის მეტად აქტუალური სფეროა, რომელიც სწრაფად იცვლება და ვითარდება. ფინანსური შუამავლობის (financial intermediation) განვითარებასთან ერთად გაჩნდა დიდი მრავალფეროვნება ფინანსური აქტივებისა, ანუ ფინანსური ინსტრუმენტებისა — აქციები, ობლიგაციები, გირავნობის სიგელები, ურთიერთ ფონდები, REPO გარიგებები. ეს აქტივები იყიდება (ივაჭრება) საფონდო ბაზრებზე (Миллер и др., 2000:94).

საფონდო ბაზარი წარმოადგენს გლობალურ სავაჭრო სივრცეს, რომელიც ემორჩილება საერთო კანონებს და ფუნქციონირებს როგორც ერთი მთლიანი. სხვადასხვა ქვეყნის საფონდო ბაზრების დინამიკა, ბევრ შემთხვევაში განპირობებულია ყველა ბაზრისთვის საერთო პროცესებით.

ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული საინვესტიციო ოპერაციების განხორციელებას ახლავს სისტემური და არასისტემური რისკები. სისტემური რისკი არის მთლიანად ფასიანი ქაღალდების საბაზრო კურსის დაცემის რისკი. ის არ არის დაკავშირებული კონკრეტულ ფასიან ქაღალდთან, არადივერსიფიცირებადი და შეუმცირებადია. არასისტემური რისკი აგრეგირებული პროცესია, რაც აერთიანებს კონკრეტულ ფასიან ქაღალდთან დაკავშირებულ ყველა რისკს. ინვესტორს შეუძლია შეამციროს ეს რისკი ფასიანი ქაღალდის არჩევით (სახეობა, ემიტენტი, გამოშვების პირობები). არასისტემური რისკი აისახება ცნებით — ფასიანი ქაღალდის საინვესტიციო ხარისხი.

მოცემული ფასიანი ქაღალდის რისკების შემცირებისას, იზრდება მისი ლიკვიდობა და მცირდება შემოსავლიანობა. რა თქმა უნდა, ეს წესი მულავნდება მხოლოდ გასაშუალოებისას, შემთხვევათა მნიშვნელოვან ნაწილზე, მაგრამ ის შესაძლებლობას იძლევა შეიქმნას ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო თვისებების ცვლილების სკალა, რითაც ინვესტორს შეუძლია მოაწესრიგოს ფასიანი ქაღალდების პორტფელის სტრუქტურა, ჩაატაროს საინვესტიციო ანალიზი

კოორდინატების განსაზღვრულ სისტემაში. ეს სკალა იწყება სახელმწიფო ობლიგაციებით, ხოლო მთავრდება — ოფციონებითა და ფიუჩერსებით.

ფიუჩერსების ბაზარზე ხორციელდება ისეთი გარიგებები, როგორცაა ჰეჯირება და სპეკულაცია, რაც უფრო დიდია განსხვავება მოსაზრებებისა იმის თაობაზე, თუ როგორი იქნება მოსალოდნელი ფასი სპოტურ ბაზარზე, მით უფრო სავარაუდოა, რომ ბაზარზე ჭარბობდეს სპეკულაცია, რაც ჰვავს აზარტულ თამაშს, რომლის მონაწილეები ჩამოდიან ფსონს მოცემული ფასის მომავალ მნიშვნელობაზე.

ჰეჯირების ოპერაციები ასევე ზემოქმედებს ფიუჩერსული და სპოტური ფასების თანაფარდობაზე, რაც გულისხმობს არბიტრაჟის ამა თუ იმ ფორმას შესაბამის ბაზრებს შორის. თუ ფიუჩერსული ფასი აღემატება ფასს სპოტურ ბაზარზე, ჰეჯერები შესაბამის საქონელს იყიდიან სპოტურ ბაზარზე და გაყიდიან ფიუჩერსულ ვალდებულებებს. მათ შეუძლიათ განახორციელონ ეს ოპერაცია რისკის გარეშე მანამ, სანამ სხვაობა ფიუჩერსულ ფასსა და სპოტურ ბაზარზე ფასს შორის აღემატება საქონლის შენახვის ხარჯებს ფიუჩერსულ ვაჭრობაში (carrying charge) (Хаутэкер, 2008:253).

ჰეჯერებისთვის აუცილებელია კორელაციის მაღალი დონე ფიუჩერსულ ფასებსა და იმ ფასებს შორის სპოტურ ბაზარზე, რომელიც შეიძლება აინტერესებდეს ჰეჯერს. კონტრაქტი არ უნდა იყოს ძალზე ვრცელი (არ უნდა მოიცავდეს მიწოდებული საქონლის ბევრ განსხვავებულ სახეობას), ამასთან, ის არ უნდა იყოს ძალზე სპეციალიზებულიც. ფასები უნდა იყოს საკმაოდ მოძრავი, რათა აზრი ჰქონდეს ჰეჯირებასა და სპეკულაციას.

ყველაფერ ამას შეუძლია ახსნას მრავალი წლის მანძილზე ვაჭრობის ობიექტის სახით ფიუჩერსულ ბაზარზე რატომ გამოდიოდა მხოლოდ ხორბალი, ზეთოვანი კულტურების თესლები, შაქარი, ბამბა, ფერადი ლითონები და რატომ არ გახდა ვაჭრობის ობიექტი ისეთი მნიშვნელოვანი საქონელიც, როგორცაა ფოლადი, ქაღალდი, სინთეტიკური ბოჭკო. დღეისათვის ყველაზე ლიკვიდურია ფიუჩერსები ისეთ საფონდო ინდექსებზე, როგორცაა: S&P – 500, DJI, FTSE, DAX და რიგი სხვა (Якимкин, 2006:570).

ფიქრისებრით ვაჭრობის ერთ-ერთი ეკონომიკური ფუნქციაა რისკის გადანაწილება. სხვა ანალოგიურ ფუნქციას ზოგჯერ უწოდებენ „ფასის გამოვლენას“ (price discovery). ის დაიყვანება ეტალონური კონკურენტული ფასის დადგენაზე ამა თუ იმ საქონლის ან ფინანსური ინსტრუმენტისათვის. ფორვარდული ფასი ამა თუ იმ კონკრეტულ გარიგებაში შეიძლება გაანგარიშებულ იქნეს შემდგენიარად: ფიქრისულ ფასს უბრალოდ ემატება (ან გამოაკლდება) გარკვეული თანხა.

ოფციონები, ერთი მხრივ, და ფორვარდები და ფიქრისული კონტრაქტები, მეორე მხრივ, პრინციპულად განსხვავებული ფასიანი ქაღალდებია. რა თქმა უნდა, ორივე იძლევა შემდგომ პერიოდში საბაზისო აქტივის შეძენის (ან გაყიდვის) უფლებას. მაგრამ, მყიდველის გრძელი პოზიცია ფორვარდული კონტრაქტის მიხედვით, ავალდებულებს კონტრაქტის მფლობელს, დადგენილ ვადაში უპირობოდ იყიდოს აქტივი ფორვარდული ფასით. ამის საპირისპიროდ, ყიდვაზე ოფციონის მფლობელს შეუძლია გადაწყვიტოს, იყიდოს საბაზისო აქტივი შესრულების დროს თუ არა. ამგვარად, ფორვარდულ კონტრაქტს შეიძლება ჰქონდეს უარყოფითი ღირებულება, მაშინ, როცა ოფციონს ის უბრალოდ არ შეიძლება ჰქონდეს.

ოფციონის ფასი შინაგანი ღირებულებისა (intrinsic value) და დროითი ღირებულების (time value) ჯამია. ოფციონის შინაგანი ღირებულება (მას ხშირად უწოდებენ ოფციონის მოგებას – in-the-moneyness) – ეს არის ოფციონის ღირებულება მისი დაუყოვნებლივი რეალიზაციის პირობით. ოფციონი ითვლება მომგებიანად (in the money), თუ მისი ღირებულება დაუყოვნებლივ შესრულებისას დადებითია. შინაგან ღირებულებას ფლობს მხოლოდ მომგებიანი ოფციონები. შესაბამისად, ოფციონი წამგებიანია (out-of-the-money), თუ მისი ღირებულება დაუყოვნებლივ შესრულებისას უარყოფითია და „არავისია“ ოფციონი (at-the-money), თუ მისი შესრულების ფასი საბაზისო აქტივის საბაზრო კურსის ტოლია. ოფციონის დროითი ღირებულება – ეს არის მისი პოტენციური მომავალი ღირებულება.

როდესაც გამოიწერება დაუფარავი ქოლოფციონი, ანუ რაიტერი არ ფლობს საბაზისო აქტივს, ამოქმედდება მარჟის წესები. ამ შემთხვევაში, როგორც წესი, ორი მნიშვნელობა გამოითვლება:

– პირველი, ოფციონის პრემია პლუს საბაზისო აქტივის საკურსო ღირებულების 20%, მინუს დელტა სტრაიკ ფასსა და საბაზისო აქტივის საბაზრო კურსს შორის, თუ უკანასკნელი სტრაიკ ფასზე ნაკლებია;

– მეორე, ოფციონის პრემია პლუს საბაზისო აქტივის საკურსო ღირებულების 10%;

მარჟის შედარების რომელი მეთოდიც მეტ სიდიდეს მოგვცემს, სწორედ ეს სიდიდე იქნება საგირავნო უზრუნველყოფა და ბროკერი გაყინავს ტრეიდერის დეპოზიტზე აღნიშნულ თანხას.

სპეკულანტი, რომელიც მუშაობს ვადიანი კონტრაქტების ბაზარზე, თვალყურს მიადევნებს არამხოლოდ ოფციონის შესრულების ღირებულების მოძრაობას, არამედ მის პრემიასაც.

ფიქრისები, ოფციონები, სვოპ გარიგებები, ფორვარდები სრულდება სავალუტო ბაზარზეც. შემთხვევათა უმეტესობაში ფორვარდული კონტრაქტები იდება სავალუტო რისკისაგან დაზღვევის მიზნით, რომელიც დაკავშირებულია მომავალში საბაზისო ვალუტის კურსის არასახარბიელო ცვლილებასთან. ამასთან, გამყიდველი, რომელიც კონტრაქტით, როგორც წესი, საბაზისო ვალუტის მფლობელს წარმოადგენს, თავს იზღვევს მისი კურსის დაცემისაგან, ხოლო მყიდველი, რომელიც დაინტერესებულია რეალური ვალუტის მიღებით – მისი ზრდისაგან.

დღეისათვის საქართველოს 10 კომერციული ბანკი სთავაზობს ფორვარდულ კონტრაქტებს აღნიშნული მომსახურებით დაინტერესებულ პირებს. კონკრეტული კონტრაქტისათვის ფორვარდის ფასს განსაზღვრავს კომერციული ბანკი, ხოლო ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული ინდექსი დაეხმარება მომხმარებელს წარმოდგენა ჰქონდეს სავალუტო ფორვარდის საბაზრო (საშუალო) ფასებზე (იხ. ცხრილი).

**სავალუტო ფორვარდის ინდექსი**  
(www.nbg.gov.ge)

2018.07.06	ყიდვა	გაყიდვა
1 კვირა	22.20	30.04
2 კვირა	42.88	63.78
1 თვე	110.81	133.52
3 თვე	258.47	372.00
6 თვე	488.40	787.56
1 წელი	708.40	1,016.72

მაგრამ ფორვარდული კონტრაქტი შეიძლება გამოყენებული იქნეს აგრეთვე სპეკულაციური მიზნებისათვის. საანგარიშსწორებო ფორვარდი – კონტრაქტია, რომლის დახმარებითაც ფორმდება საკონვერსიო ოპერაცია, რომელიც ორი გარიგების კომბინაციას წარმოადგენს: გარიგებას სავალუტო ფორვარდული კონტრაქტის მიხედვით და ვალდებულების შესრულებას მისი ვალუტირების თარიღისათვის შემხვედრი გარიგების ჩატარებით მიმდინარე სავალუტო კურსით. წაგებული მხარე მოგებულს გადაურიცხავს სხვაობას კურსებს შორის, გამრავლებულს კონტრაქტის თანხაზე. საანგარიშსწორებო ფორვარდული კონტრაქტის დადებისას გამყიდველი იმედოვნებს საბაზისო ვალუტის კურსის შემცირებას, მყიდველი – მის ზრდას (გოგოხია, 2008:326).

სავაჭრო გარიგებისას გამოყენებული ვალუტა განსხვავებულია სხვადასხვა ქვეყანაში და დამოკიდებულია შესაბამის კანონებსა და წესებზე. ფიქრისული გარიგების კურსი უდრის სავაჭრო კურსს დამატებული „სვოპი“ (გამოხატული არა

პროცენტობით, არამედ გაცვლითი კურსის პუნქტებით). სვოპი ძირითადად დამოკიდებულია პროცენტის განაკვეთებს შორის სხვაობაზე (ვინაიდან სხვადასხვა ვალუტის გასაცვლელი თანხები ან დეპოზიტიდან უნდა იქნეს ამოღებული ან — ნასესხები), და არა — ვალუტათა კურსების ცვლილებების შესახებ პროგნოზებსა და შეხედულებებზე.

ფინანსური ბაზარი მთლიანად ეკონომიკის მდგომარეობის შეფასების ერთგვარი ბარომეტრია. სავალუტო კურსის ფორმირების მოდელი ფინანსური აქტივების ბაზრის თეორიის პოზიციებიდან საშუალებას იძლევა აიხსნას, როგორც სავალუტო კურსების ვოლანტილობა, ასევე ვალუტის კურსის ზრდა და მისი შემდგომი დაცემა (ბახტაძე, 2007:207).

ჩვენ ვეთანხმებით სამეცნიერო ლიტერატურაში გამოთქმულ მოსაზრებას, რომ ფინანსური ბაზრების განვითარების ხარისხი, რომელიც ასახავს რეგულირების წესების ცვლილებებსა და ფინანსურ ინოვაციებს, აისახება მონეტარული პოლიტიკის შესაძლებლობაზე, ზემოქმედება მოახდინოს რეალურ ეკონომიკაზე (Walsh, 2010:504).

დერივატივები რთული და წინააღმდეგობრივი ინსტრუმენტია. ერთი მხრივ, მისი გამოყენებით საგრძნობლად უმჯობესდება ინვესტირების მახასიათებელი პარამეტრები, გადახდისუნარიანობა, ლიკვიდურობა. დერივატივები ასევე განიხილება მოკლე პერიოდში მაღალი მოგებისა და ფინანსური რისკების შემცირების ქმედით ინსტრუმენტად. თუმცა, პრაქტიკამ დერივატივების გამოყენების საწინააღმდეგო სურათიც აჩვენა (მექვაბიშვილი, 2018:261).

**დასკვნა**

დღეისათვის ეკონომიკურად მაღალგანვითარებული ქვეყნების საფინანსო ინსტიტუტების მიერ შეთავაზებული ფინანსური ინსტრუმენტები მრავალფეროვანია, მათ შორისაა დერივატივებიც. ჩვენი აზრით, აუცილებელია საქართველოში საფონდო ბაზრის განვითარების სახელმწიფო კონცეფციის შემუშავება, სახელმწიფოს მარეგულირებელი როლის ამღობვა, დეპოზიტარული და საკლირინგო ქსელის განვითარება, ვაჭრობის უახლესი ტექნოლოგიების დანერგვა.

**გამოყენებული ლიტერატურა:**

1. Роджер Лерой Миллер, Дэвид Ван Хуз (2000). Современные деньги и банковское дело, пер. с англ., М.
2. Хаутэккер Х. С. (2008). Торговля фьючерсами в книге – Финансы, под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена, пер. с англ., М.
3. Якимкин В.Н.(2006). Сегментация финансового рынка, М.
4. www.nbg.gov.ge
5. გოგობია მ. (2008). საბანკო საქმე, თბილისი.
6. ბახტაძე ლ.(2007). ფინანსური ბაზარი, თბილისი.
7. Carl E. Walsh (2010). Monetary Theory and Policy. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
8. მექვაბიშვილი, ე. (2018). გლობალიზაციის ეპოქის ფინანსური კრიზისები და საქართველოს ეკონომიკა, თბილისი.

## DERIVATIVES: HEDGING AND SPECULATION

---

### MAYA GOGOKHIA

Doctor of Economics, Invited Associate Professor  
Ivane Javakishvili Tbilisi State University, Georgia  
mayagogokhia@gmail.com

**KEYWORDS:** SECURITIES MARKET, RISK, HEDGING, SPECULATION, FUTURES, OPTIONS, FORWARDS

### SUMMARY

The purpose of the article is to demonstrate: risks arising on the securities market, the goals of hedgers and speculators. The paper discusses the main features of derivatives (the most popular securities on the modern financial markets, such as futures, options, forwards).