

УДК 336.761

Г. /. Андрєєва, канд. екон. наук, доц.,
ДВНЗ "Українська академія банківської справи НБУ

СУТНІСТЬ ТА ОСОБЛИВОСТІ ПОЗАБІРЖОВИХ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ І ЇХ ВПЛИВ НА РИНКОВІ РИЗИКИ

У статті досліджено сутність та особливості позабіржових похідних фінансових інструментів. Проаналізовано наукові підходи та законодавчі акти України до визначення понять "форварди" і "свопи". Розглянуто вплив позабіржових похідних фінансових інструментів на ринкові ризики.

Ключові слова: строковий ринок, позабіржовий ринок, похідні фінансові інструменти, контракт, угода, форвард, своп, опціон.

Постановка проблеми. Позабіржовий ринок похідних фінансових інструментів відіграє особливу роль у розвитку строкового ринку зокрема і фондового ринку в цілому. Як менш професійний та практично загальнодоступний, він здатний забезпечити пряму участь багатьох дрібних та середніх інвесторів у торгівлі похідними фінансовими інструментами, в результаті чого ринок стає менш спекулятивним та більш стійким. З погляду зручності укладання угод і проведення розрахунків між учасниками ринку, якісно організований позабіржовий ринок не поступається біржовому. Чим вищий рівень технологій, які використовуються для обміну інформацією, укладання угод і розрахунків за ними, тим ближчий позабіржовий ринок до біржового.

Проте слід зазначити, що ці обидва ринки некоректно порівнювати. Насамперед внаслідок невід'ємних відмінностей у характері та використанні похідних. Наприклад, ф'ючерсами не торгують на позабіржовому ринку. Разом з цим порівняння можна провести за такими критеріями, як умовна вартість відкритих позицій та оборот. Так, на біржовому ринку похідних фінансових інструментів закриття первинної позиції призводить до зменшення обсягу ринку в результаті проведення угоди через розрахункову палату біржі. При здійсненні торгів на позабіржовому ринку спостерігається тенденція відкриття нових позицій, що призводить до збільшення номінальних розмірів ринку.

Незважаючи на розбіжності в розмірах ринків біржової та позабіржової торгівлі, проблематика останнього досліджена недостатньо. Багато в чому це пов'язано з нетривалою історією його існування. Лише у 80-х роках минулого століття торгівля позабіржовими форвардними та опціонними контрактами набула значних масштабів. Саме в цей час

стає помітною роль свопів. Серед перших свопів були такі, що передбачували обмін процентними платежами за позиками, коли одна сторона обмінювала свою фіксовану процентну ставку на плаваючу процентну ставку іншої сторони [4, с. 19].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичним, методологічним і практичним питання розвитку позабіржового ринку похідних фінансових інструментів на різних етапах його еволюції присвячені праці таких зарубіжних вчених, як Дж. К. Халл [5], Дж. Ф. Маршалл і В. К. Бансал [7]; російських вчених: Л. Н. Буреніна [2], В. А. Галанова [3], Б. Б. Рубцова [13], А. Б. Фельдмана [15]. Суттєві надбання у дослідженні цих питань належать таким вітчизняним вченим, як І. Бланк [1], Л. Примостка [9; 10], О. Сохацька [14] та інші.

Невирішені частини проблеми. Значні досягнення названих вчених стали основою подальшого дослідження інструментів позабіржового ринку похідних фінансових інструментів, який є потужним сегментом сучасного фінансового ринку. Сутність та особливості позабіржових похідних фінансових інструментів і їх вплив на ринкові ризики вимагають додаткового дослідження у зв'язку з розширенням складу інструментів позабіржової торгівлі, залученням нових учасників для здійснення операцій, можливістю використання позабіржових похідних фінансових інструментів для управління ринковими ризиками.

Мета статті полягає в дослідженні сутності та особливостей позабіржових похідних фінансових інструментів і їх впливу на ринкові ризики.

Виклад основного матеріалу. У наш час ринок похідних фінансових інструментів розвивається у двох формах - біржового та позабіржового ринку, конкуренція між якими є додатковим стимулом до розширення спектра використання позабіржових похідних фінансових інструментів і появи нових інструментів позабіржової торгівлі [4, с. 26]. До позабіржових похідних належать форварди (*Forward*), опціони (*option*) і свопи (*swap*).

Форварди належать до контрактів з відстроченою поставкою базового активу. Форвард - це угода, за якою продавець і покупець домовляються про поставку базового активу певної якості та у певній кількості на вказану майбутню дату. Ціна може встановлюватися заздалегідь або в момент поставки [4, с. 39].

У Податковому кодексі зазначено, що "форвардний контракт - цивільно-правовий договір, за яким продавець зобов'язується в майбутньому в установленій строк передати базовий актив у власність покупця на визначених умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установленій строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену

таким договором. Усі умови форварда визначаються сторонами контракту під час його укладення. Укладення форвардів та їх обіг здійснюються поза організатором торгівлі стандартизованими строковими контрактами" [8].

У проекті Закону України "Про похідні (деривативи)" визначено, що форвардний контракт (форвард) - договір поставки, за яким продавець (постачальник) зобов'язується в майбутньому в установлений строк (дата виконання зобов'язань за форвардним контрактом) передати базовий актив у власність покупця на визначених договором умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установлений строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену таким договором [12].

Згідно з Законом України "Про оподаткування прибутку підприємств" форвардний контракт - стандартний документ, який засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін такого продажу під час укладення такого форвардного контракту. При цьому будь-яка сторона форвардного контракту має право відмовитися від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони контракту, або у випадках, визначених цивільним законодавством. Продавець форвардного контракту не може передати (продати) зобов'язання за цим контрактом іншим особам без згоди покупця форвардного контракту. Покупець форвардного контракту має право без погодження з іншою стороною контракту в будь-який момент до закінчення строку дії (ліквідації) форвардного контракту продати такий контракт будь-якій іншій особі, включаючи продавця такого форвардного контракту [11].

На наш погляд, обов'язковість виконання форвардного контракту повинна розглядатися як основна умова його існування та дієвості, без якої форварди втрачають свій сенс і не можуть використовуватися як інструменти хеджування цінних ризиків.

На думку М. В. Жуковської, форвардна угода - це угода між двома сторонами, умови якої передбачають обов'язкову одномоментну передачу прав і обов'язків щодо базового активу з відстроченим терміном виконання домовленості від дати домовленості [6, с. 7].

З точки зору А. Н. Буреніна, форвардний контракт - це угода між двома сторонами про майбутню поставку предмета контракту, яка укладається поза біржею. Виконання контракту відбувається відповідно до даних умов у визначені строки. Форвардний контракт належить до "твердих угод", тобто обов'язкових для виконання [1, с. 19].

Дж. Ф. Маршалл і В. К. Бансал розглядають форварди як контракти, що укладаються між двома сторонами і які вимагають виконання

певних дій у більш пізній строк. Найчастіше за все ці дії приймають форму поставки деяких базових активів. Саме тому такі контракти називають контрактами з відстроченою поставкою (*deferred delivery*) [7, с. 310].

В. А. Галанов визначає форвардний контракт як договір купівлі/продажу (поставки) будь-якого активу через певний строк у майбутньому, всі умови якого обговорюються сторонами угоди в момент його укладання [2, с. 165].

Л. О. Примостка вважає, що форвардний контракт - це угода між двома контрагентами про умови здійснення операції з базовим інструментом (активом), яка відбудеться в майбутньому. Найчастіше такі операції набувають форми купівлі чи продажу обумовленої кількості конкретного виду базових інструментів за фіксованою ціною на визначену дату в майбутньому [10, с. 19].

Безумовно, що всі наведені вище визначення тією чи іншою мірою відображають сутність форвардів. Проведений аналіз дозволяє сформулювати таке визначення форвардного контракту: форварди - це тверді строкові угоди, які дозволяють хеджувати цінові ризики шляхом фіксації цін на базовий актив, який має бути поставлений у майбутньому. Головний недолік форварда полягає в тому, що при зміні готівкових цін у той чи інший бік до строку розрахунку, сторони не можуть розірвати його.

Специфічним форвардним контрактом є угода про майбутню процентну ставку FRA (*forward rate agreement*), або форвардна угода про ставку процента, за якою одна сторона умовно позичає в іншій стороні певну суму за певною процентною ставкою на обумовлений строк. У разі відхилень поточної процентної ставки від заздалегідь обговореної при укладанні угоди учасники угоди зобов'язуються провести компенсаційні виплати на дату виконання (*settlements day*). Інакше кажучи, FRA оперує тільки з двома процентними ставками - контрактною ставкою та ставкою-орієнтиром на день розрахунку. До різновидів форвардів також відносять: угоди з заставою - це договір, за яким один контрагент виплачує іншому контрагентові в момент укладання договору суму, що визначена договором між ними, як гарантію виконання своїх зобов'язань; угоди з премією - це договір, за яким один з контрагентів на підставі особливої заяви до певного дня за встановлену винагороду (премію) одержує право вимагати від свого контрагента або виконання зобов'язань за договором, або цілком відмовитися від угоди; умовні угоди - це угоди, при укладанні яких брокер повинен виконати певні доручення клієнта; бартерні угоди - це угоди на товарообмінні угоди з передачею права власності на товар без платежу грошовими коштами.

Свопові контракти відіграють помітну роль на ринку похідних цінних паперів. У наш час вони широко використовуються з метою хеджування ризиків, пов'язаних із процентними ставками, валютними курсами, цінами на товари, інвестуванням у цінні папери тощо; спекуляції на їх купівлі та продажу; арбітражу на світових ринках капіталу; освоєння нових ринків і створення синтетичних інструментів. До переваг свопів перед іншими позабіржовими цінними паперами слід віднести такі як: зниження вартості фінансування - свопи дозволяють здійснювати запозичення в іноземній валюті під відсоткову ставку, встановлену для національної валюти; гнучкість - позабіржова природа свопів надає необмежені можливості для формування контрактів, які влаштовують обидві сторони; одночасність угоди - свопова угода може мати будь-який довгий строк дії (зазвичай до 10 років). Покриття таких часових періодів потребують застосування інших похідних інструментів з більш короткими строками і, як наслідок, додаткових витрат і організаційних зусиль; страхування - свопи використовуються для обміну ризику, а також як форма страхування від ринкового ризику. Головним недоліком свопів, на наш погляд, є відсутність стандартних умов, а також те, що їх не можна використовувати в інших фінансових цілях, оскільки вони не знаходяться в обігу.

Досліджуючи дефініцію свопового контракту, ми дійшли висновку, що більшість науковців визначають своп як угоду з обміну активами між сторонами угоди з метою зниження ринкових ризиків. Наприклад, Д. Ф. Маршалл і В. К. Бансал розглядають своп як угоду між двома сторонами, коли перша сторона згодна здійснювати виплати іншій за фіксованою ставкою процента, а інша сторона погоджується платити першій стороні за плаваючою ставкою [7, с. 366]. У даному визначенні акцент робиться на опис зобов'язань сторін угоди, але не згадується механізм виконання - виплата тільки різниці в зобов'язаннях, а не самих зобов'язань.

У Податковому кодексі наведено таке визначення: "своп - цивільно-правова угода про здійснення обміну потоками платежів (готівкових або безготівкових) чи іншими активами, розрахованими на підставі ціни (котирування) базового активу в межах суми, визначеної договором на конкретну дату платежів (дату проведення розрахунків) протягом дії контракту" [8]. На нашу думку, у такій редакції неможливо визначити характерні риси свопа. Обмін потоками платежів (готівкових або безготівкових) існує у звичайному кредитному договорі, наприклад, іпотечному - позичальник отримує позику та з певною періодичністю сплачує кредитору грошові потоки (готівкові або безготівкові), базовим активом є заставне майно.

У проекті Закону України "Про похідні (деривативи)" сформульовано таке визначення: "Своповий контракт (своп) - це укладений між двома сторонами договір про здійснення обміну потоками платежів (готівкових або безготівкових) чи іншими активами, розрахованими на підставі ціни (котирування) базового активу в межах суми, визначеної договором на конкретну дату платежів (дату проведення розрахунків) протягом дії договору". У цьому визначенні взагалі важко виділити специфіку свопа, а саме - обмін платежами, розрахованими за фіксованою та плаваючою (або тільки плаваючою) ставкою.

Отже, свопи - це виключно позабіржові інструменти, які передбачають обмін платежами, розрахованими за фіксованою та плаваючою (або тільки плаваючою) ставкою, та відповідають потребам багатьох учасників ринку. Саме ці потреби зумовили появу таких основних видів свопів, як процентні свопи (*Interest Rate Swap - IRS*), валютно-процентні свопи (*currency swap*), які не слід плутати з валютними свопами (*FX swap*), товарні свопи, фондові свопи.

Процентні свопи пов'язані тільки з однією валютою, тоді як валютні й валютно-процентні свопи - завжди з двома. Валютно-процентні свопи передбачають обмін основними сумами з наступним обміном процентними платежами протягом усього терміну дії свопа. У валютних свопах проводиться лише обмін основними сумами в дати валютування без будь-яких процентних платежів.

Наприкінці ХХ століття на позабіржових ринках похідних інструментів з'явилися різноманітні опціони на широкий спектр товарно-сировинних продуктів і фінансових інструментів. Опціонний контракт надає право, але не зобов'язує купити (опціон "колл") або продати (опціон "пут") певний базовий актив за певною ціною - ціною виконання ("страйк") - у певну майбутню дату (дату закінчення строку або дату виконання). Позабіржові опціони - це інструменти, які є результатом індивідуальних домовленостей. На відміну від біржових, вони не мають стандартних умов і гарантійних вимог, продавці позабіржових опціонів не вносять маржу, а покупці повинні сплачувати премію одразу після укладання угоди. Розрахунки за опціонами здійснюються на умовах, встановлених на дату закінчення строку. За стилем виконання опціону розрізняють: американський опціон - утримувач має право, але не зобов'язання купити або продати базовий актив у день закінчення контракту або в будь-який момент до того. Інакше кажучи, опціон може бути виконаний передчасно, й розрахунки здійснюються за ціною виконання на момент закінчення контракту; європейський опціон - утримувач має право, але не зобов'язання купити або продати базовий актив тільки у день закінчення контракту, тобто опціон не

може бути виконаний завчасно, й розрахунки здійснюються за ціною виконання на момент закінчення контракту; екзотичні опціони - це опціони з більш складною структурою, що містять спеціальні елементи чи обмеження.

Отже, опціон - це угода, за якою покупець опціону сплачує продавцю премію за право, але не за зобов'язання: купити/продати (опціон "колл"/"пут") конкретний базовий актив у певній кількості (контрактна кількість) на встановлену дату або раніше (стиль виконання опціону). Можна сказати, що опціон характеризується базовим активом, видом ("колл"/"пут"), стилем (американський, європейський чи екзотичний), ціною виконання та датою закінчення. Оскільки умови позабіржових контрактів встановлюються за результатами переговорів між продавцем і покупцем, вони можуть бути дуже гнучкими, що цінується на волатильних ринках. Самий значний недолік позабіржових контрактів - це кредитний ризик. Контрагенти позабіржової угоди повинні переконатися, що інша сторона здатна виконати свої зобов'язання. Слід зазначити привабливість опціонів як інструментів спекуляції, оскільки вони надають спекулянту значний фінансовий важіль, обмежуючи при цьому односторонній ризик. Привабливість для хеджерів пояснюється тим, що опціони забезпечують спосіб захисту від несприятливих змін цін і в той же час залишають можливість отримати прибуток за сприятливих цінових змін. Крім того, опціони можна комбінувати багатьма способами, створюючи унікальні прибуткові конструкції [7, с. 395].

Серед останніх інновацій позабіржових опціонів слід назвати азійські (опціони з усередненою ціною (*average price options*)), спредові (*spread*) опціони (опціони на цінові диференціали між двома спорідненими активами), довгострокові опціони (до 5 років), свопціони (*swaption*). Свopcіон є своєрідним опціоном на своп і надає покупцю право (не зобов'язання) на входження в угоду процентного свопу в певну майбутню дату за фіксованою ставкою та на специфічних умовах. Так, на позабіржовому ринку обертаються такі контракти: тримісячні й річні опціони на два, п'яти й десятирічні свопи; два і п'ятирічні опціони на два і п'ятирічні свопи; десятирічні опціони на десятирічні свопи тощо.

Отже, розглянувши основні похідні фінансові інструменти позабіржового ринку, спробуємо сформулювати узагальнене визначення позабіржового похідного фінансового інструмента. На нашу думку, позабіржовий похідний фінансовий інструмент - це контракт, який встановлює єдність протилежних зобов'язань для кожної зі сторін, які мають різні основи й регулювання яких здійснюється шляхом виплати

(отримання) сторонами контракту грошової різниці між цими зобов'язаннями на фіксовану майбутню дату.

Операції з позабіржовими похідними фінансовими інструментами, з одного боку, дозволяють управляти ринковими ризиками, а з іншого - мають потенціал для генерування нових ринкових ризиків, обумовлених специфічними особливостями позабіржового ринку, наприклад, відносною непрозорістю ринку, поєднанням класичних та екзотичних контрактів, високим ступенем децентралізації, відсутністю ціноутворюючої функції тощо. Управління ризиками створює додаткові зв'язки між суб'єктами й ринками (спотовим і строковим). Однак наявність таких зв'язків означає й можливість їх порушення, виникає нове джерело ринкових ризиків. У той же час чисельність і гнучкість позабіржових похідних фінансових інструментів дозволяє учасникам ринку здійснювати саме ті операції, які найбільш підходять до їх фінансових можливостей, обирати ті ризики, які вони могли б хеджувати або продати як небажані. Позабіржовим похідним фінансовим інструментам властивий мінімальний ризик цінних маніпуляцій, оскільки, на відміну від біржових, їх ціни не використовуються як орієнтири для інших ринків, тобто не виконують ціноутворюючої функції. Це пояснюється тим, що більшість позабіржових похідних фінансових інструментів складають похідні фінансові інструменти, базисним активом яких є процентні ставки, а не безпосередньо товарні активи і ціни, що пов'язані з ними.

Безумовно, повністю позбутися ризиків неможливо. Проте, використовуючи позабіржові похідні фінансові інструменти, ризики можна трансформувати, наприклад, шляхом заміни одних фінансових зобов'язань на інші (обміняти фіксовані зобов'язання на плаваючі).

Висновки. Таким чином, використання позабіржових похідних фінансових інструментів ґрунтується на тому, що зобов'язання сторін строкових угод існують протягом значного періоду часу, тому виникає можливість певних ринкових операцій з ними до моменту закінчення строку їх дії. Отже, позабіржові похідні фінансові інструменти можна визначити як єдність початкової та зворотної угод, або одночасне відкриття й закриття ринкової позиції за відповідним активом із відстрочкою виплати (отримання) різниці у контрактних зобов'язаннях. Кожний позабіржовий похідний фінансовий інструмент має власні ризики, може використовуватися для хеджування інших ризиків, поєднуватися з тими чи іншими інструментами ринку, або тими чи іншими його активами. Завдяки цьому, кількість поєднань і комбінацій використання позабіржових похідних фінансових інструментів в управлінні та трансформації ризиками значно зростає.

Список літератури

1. Бланк И. А. Управление финансовыми ресурсами / И. А. Бланк. - М. : Омега-Л, 2010. - 768 с.
2. Буренин Л. Н. Рынок производных финансовых инструментов / Л. Н. Буренин. - М. : ИНФРА-М, 2000. - 386 с.
3. Галанов В. А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы / В. А. Галанов. - М. : Финансы и статистика, 2002. - С. 119^464 с.
4. Деривативы. Курс для начинающих / пер. с англ. - М. : Альпина Паблишер, 2002. - 208 с. - С. 19. - Серия "Reuters для финансистов".
5. Джон К. Халл. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты = Options, Futures and Other Derivatives / Джон К. Халл. - 6-е изд. - М. : Вильямс, 2007. - 1056 с.
6. Жуковская М. В. Рынок производных ценных бумаг / М. В. Жуковская. - Таганрог : Изд-во ТРТУ, 2004. - 40 с. - С. 5.
7. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям / пер. с англ. ; Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. - М. : ИНФРА-М, 1998. - 784 с.
8. Податковий кодекс України [Електронний ресурс] : зі змінами, внесеними згідно із Законом України від 23.12.2010 № 2856-VI (2856-17) Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/>.
9. Примостка Л. Роль строкового ринку в стабілізації економічної системи / Л. Примостка // Ринок цінних паперів. - 2004. - № 5-6. - С. 21-24.
10. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналіз та облікові аспекти : монографія / Л. О. Примостка. - К. : КНЕУ, 2001. - 263 с.
11. Про оподаткування прибутку підприємств [Електронний ресурс] : Закон України від 22.05.97 № 283/97-ВР із останніми змінами та доповненнями від 27.04.2010. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/>.
12. Про похідні (деривативи) [Електронний ресурс] : проект Закону України від 11.05.2010 № 6376. - Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.
13. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. - М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. - 928 с.
14. Сохацька О. М. Біржова справа : підручник / О. М. Сохацька : Тернопіль : Карт-бланш ; К. : Кондор, 2008. - С. 232-233, 254-256. - 632 с.
15. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А. Б. Фельдман. - М. : Финансы и статистика, 2003. - 241 с.

Отримано 23.04.2012

Summary

The essence and features of OTC derivatives are researched. The scientific approaches, and legislation concerning the definition of forwards and swaps are analyzed. The impact of OTC derivatives on market risks is observed.

Андрєєва, Г.І. Сутність й особливості позабіржових похідних фінансових інструментів та їх вплив на ринкові ризики [Текст] / Г.І. Андрєєва // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2012. – Т. 34. - С. 50-58.