

Шульга О. О.,

*аспірантка Науково-дослідного фінансового інституту
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України,
заступник начальника управління – начальник відділу
валютного контролю за діяльністю банків та їх установ
Департаменту валютного контролю та ліцензування
Національного банку України*

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЗАСТОСУВАННЯ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Фондовий ринок є однією з важливих складових фінансової системи держави, оскільки за його участю здійснюються функції фінансового посередництва між постачальниками та користувачами фінансових ресурсів. Традиційно фондовий ринок поділяють на дві частини – ринок боргових (державних, муніципальних та корпоративних облігацій) та ринок пайових інструментів (акцій).

Протягом останніх 10–20 років ситуація на світовому фондовому ринку зазнала динамічних змін. На додаток до традиційних операцій з'явилися нові продукти, які базуються на цінних паперах. Однак за своєю економічною сутністю вони відрізняються від звичайних операцій купівлі та продажу. Ці нові продукти отримали назву “деривативи”, або “похідні” (від англійського derivative – похідна функція в обчисленні).

Деривативи (похідні фінансові інструменти) мають дві складові, які відрізняють їх від звичайних продуктів:

1. Вони не потребують первісних інвестицій або потребують їх у досить обмежених обсягах, на відміну від інвестицій у звичайні продукти, які мають аналогічні характеристики.
2. Ціна (справедлива вартість) цих продуктів змінюється залежно від зміни вартості базових продуктів – цінних паперів та інших ринкових факторів.

Обов'язковою характеристикою деривативів є те, що вони всі без винятку мають чітко встановлений термін дії, до настання якого обов'язково мають бути погашені. У цьому вони схожі на боргові інструменти, однак відрізняються від безстрокових пайових інструментів.

На практиці виокремлюють такі види деривативів: форварди, ф'ючерси, опціони, свопи. Крім того, у межах кожного виду можуть існувати варіації, здебільшого у вигляді комбінацій з іншими видами деривативів.

Найпростіший похідний фінансовий інструмент – форвард. Його сутність полягає у фіксації умов угоди у визначений момент часу та відкладанні остаточного розрахунку за угодою на певний термін. Форвардні угоди не можуть існувати без базових активів, оскільки саме базові активи є предметами купівлі-продажу. Форвардні контракти укладаються за ціною, яка може відрізнитися від поточної ціни базового активу. Різниця між поточним та форвардним курсом становить форвардну премію чи дисконт.

Фактично форвардна угода – це звичайна угода купівлі-продажу цінного паперу, лише з відстрочкою її виконання. Основними характеристиками форварду є те, що умови угоди незмінні, однак будь-яка зі сторін угоди може продати її (шляхом переуступки права вимоги до іншої сторони) третій особі до моменту виконання угоди.

Необхідність використання форвардних угод була обумовлена пошуком захисту від ризику зміни вартості базового активу. Укладаючи угоду сьогодні, сторони фіксують для себе майбутню вартість базового активу, причому така фіксація є взаємовигідною, оскільки сторони виходять із різних очікувань щодо динаміки курсу (вартості) базового інструменту.

Хоча форвардні угоди допускають можливість переуступки права вимоги третій стороні, однак на практиці це відбувається вкрай рідко через те, що обсяг операції та її умови, зокрема щодо строку розрахунку, обрані таким чином, що задовольняють конкретні сторони угоди, але можуть не влаштувати третю сторону.

Ф'ючерсні угоди були створені саме для ліквідації основного недоліку форвардних угод – їх специфічності для конкретних сторін. За економічною сутністю ф'ючерси тотожні форвардам. Відмінність між ними полягає в тому, що ф'ючерси є стандартизованим інструментом. Зазвичай, виконання ф'ючерсних контрактів здійснюється не тими учасниками, які ці угоди уклали. Певна особа може стати учасником ф'ючерсної угоди в будь-який час шляхом укладання договору переуступки прав (купівлі-продажу) із попереднім учасником.

З точки зору організації роботи з ф'ючерсами вони суттєво відрізняються від форвардів. Оскільки всі контракти реалізуються через біржу та з використанням розрахункової (клірингової) палати біржі, то замість форвардного покриття учасники контракту мають підтримувати початкову маржу. Залежно від динаміки зміни вартості базового активу та, відповідно, ціни (курсу) похідного інструменту учасник ф'ючерсної угоди отримуватиме чи то варіаційну, чи то додаткову маржу.

На відміну від форвардів та ф'ючерсів, які є обов'язковими для виконання обома сторонами угоди, опціонні контракти мають асиметричну зобов'язаність: одна сторона угоди (власник опціону) має право вирішувати, виконувати угоду чи ні, а друга сторона (продавець опціону) бере на себе зобов'язання виконати волю власника опціону. Залежно від того, продається чи купується базовий актив, опціони поділяють на опціони “пут” та опціони “кол”.

Опціон “пут” – це угода, яка надає одній стороні право, але не зобов'язання, продавати певний актив на визначених умовах або протягом певного періоду часу (американський опціон), або у призначену наперед дату (європейський опціон), та встановлює безумовне зобов'язання іншої сторони угоди викупити цей актив, у разі якщо перша сторона виявить бажання його продати. Відповідно опціон “кол” – це угода, яка надає одній стороні право купити певний актив із тими самими застереженнями, які існують щодо опціонів загалом (умови, терміни тощо).

За кожним опціонним контрактом завжди одночасно існує один продавець та один покупець. Ризики цих двох сторін угоди абсолютно різні, тому порядок обліку опціонів продавцем і покупцем суттєво відрізняються:

- покупець опціону має право відмовитися від виконання угоди, якщо її умови для нього менш вигідні порівняно з поточними ринковими умовами. У такому разі його збиток обмежується величиною сплаченої опціонної премії, а потенційний прибуток необмежений;
- продавець опціону повністю залежить від волі покупця, тому змушений буде діяти тільки на шкоду собі. Його прибуток обмежений величиною отриманої опціонної премії, а збиток є необмеженим.

Отже, на практиці слід чітко розрізняти поняття “покупець базового активу” та “покупець опціону”, оскільки покупець опціону може виступати або продавцем активу, або його покупцем. Те ж саме стосується й понять “продавець базового активу” та “продавець опціону”.

Головною ознакою опціонів, яка відрізняє їх від інших видів похідних фінансових інструментів, є те, що в ході укладання угод завжди відбувається передача опціонної премії – суми, яку покупець опціону платить продавцеві. Без перерахування опціонної премії опціон не набуває чинності. У цьому сенсі опціони схожі на договори страхування, за якими страховик сплачує страхову премію.

Залежно від того, яким чином поточні ринкові умови співвідносяться з умовами укладених опціонів, угоди такого виду можуть перебувати в одній з трьох ситуацій, які характеризують доцільність виконання опціону з позиції його покупця:

- з виграшем (In-The-Money, ITM) – опціон вигідний для його покупця з перспективою виконання. Покупець опціону має прибуток, продавець – збиток;
- з програшем (Out-of-The-Money, OTM) – опціон не вигідний для його покупця без перспективи виконання. Покупець опціону несе збиток у вигляді сплаченої премії, яка одночасно є прибутком продавця опціону;
- без виграшу (At-The-Money, ATM) – ціна базового активу дорівнює ціні виконання опціону, що є нейтральним результатом для обох сторін.

Свопом називають похідний фінансовий інструмент, за яким відбувається обмін двома різними базовими активами або протягом певного періоду часу (процентний своп), або на певний період часу із подальшим зворотнім обміном (валютний своп).

Процентний своп – це угода між двома сторонами про зустрічний обмін упродовж певного періоду часу з обумовленою періодичністю потоками грошових коштів, які розраховуються від однієї узгодженої величини (“умовної суми”), але за різними ставками чи базами розрахунку.

Валютний своп – це угода між двома сторонами про тимчасовий обмін двома валютами з подальшим зворотнім обміном у заздалегідь визначений час та за певним курсом. Особливістю валютного свопу є те, що фактично він складається із двох угод – спот-угоди (обмін валютою зараз) та форвард-угоди (зворотній обмін у майбутньому).

На фондовому ринку з економічної точки зору аналогом валютного свопу є операції репо та операції кредитування цінними паперами. Однак вони не розглядаються як похідні інструменти, оскільки до пари базових

активів, якими обмінюються, входять різні за своєю природою об'єкти (грошові кошти та цінні папери), тоді як у валютному свої пара базових активів є однорідною (грошові кошти).

Похідні фінансові інструменти можуть успішно використовуватися для управління ризиками банку, оскільки їм властиві унікальні характеристики:

- самостійно без поєднання з базовим активом вони можуть нести для банку кілька ризиків одночасно, а відтак приносити банку дохід як винагороду за прийняття такого ризику. Наприклад, форвардам на фондовому ринку властивий як кредитний ризик (у вигляді можливості не поставки базового активу контрагентом), так і ризик ринковий (у вигляді зміни справедливої вартості базового активу);
- структура відносин за деякими похідними фінансовими інструментами (зокрема, опціонами) дає змогу одночасно уникати небажаного ризику та отримувати дохід від тієї частини ризику, яку банк готовий на себе прийняти;
- комбінація базового активу та похідного фінансового інструменту може сприяти хеджуванню ризиків, тобто взаємній компенсації вигоди та ризику внаслідок настання певних подій – зміни курсів цінних паперів процентних ставок тощо.

У порівнянні з фондовими ринками інших країн світу фондовий ринок України має певні особливості:

- 1) операції з одним видом цінних паперів – облігаціями – мають чітко виявлену перевагу в кількості та обсягах (близько 70 % за 2007 рік¹), тоді як у світі операції з борговими та пайовими інструментами мають приблизно рівні частки;
- 2) висока концентрація кількості угод на одній біржі – Першій фондовій торговій системі (ПФТС) – близько 90 % обсягів всіх угод;
- 3) технічні недосконалості механізмів торгів та виконання угод – наявність кількох депозитаріїв, тривала відсутність механізмів розрахунку “поставка проти оплати”, відсутність можливості проведення клірингу в системі ПФТС.

Окрім згаданих особливостей, фондовому ринку України властива ще одна – фактична відсутність похідних фінансових інструментів, що не дає змоги зробити заяву про те, що вітчизняний фондовий ринок може вважатися розвиненим.

Розглянемо ситуацію на фондовому ринку України в розрізі видів похідних фінансових інструментів.

У торговельній системі ПФТС існує можливість укладання угод як із відстрочкою платежу, так і з відстрочкою поставки. На таких умовах укладається значна кількість угод. Формально вони дійсно можуть вважатися форвардними, однак існує принциповий момент, який не дозволяє цього зробити.

Розглядаючи форвардні угоди, ми використовували поняття “форвардний курс” та “спот курс”, однак не давали характеристики ринку спот. У світовій практиці спотовим ринком вважається ринок негайних угод, тобто тих угод,

¹ За даними Першої фондової торгової системи.

строк виконання яких не перевищує стандартного терміну, що встановлено біржею чи організаторами торгів. Саме в цій дефініції криється суттєва проблема – в Україні фактично не існує поняття “стандартного строку виконання угод”. Відтак угоди з купівлі-продажу цінних паперів, які укладаються на ПФТС із відстрочкою платежу або поставки, в Україні завжди вважалися поточними угодами, тобто угодами спот. А спотові угоди апріорі не можуть ототожнюватися зі строковими. Відтак, можемо дійти висновку про те, що навіть попри формальну наявність відстрочки платежів або поставок за певними угодами, вони не можуть вважатися форвардними.

Аналогічна ситуація склалася щодо ф’ючерсних угод на фондовому ринку України. На вітчизняному ринку немає поняття стандартного лота цінного папера, що наразі унеможлиблює появу ф’ючерсних угод.

Окремо слід вказати на відсутність в Україні такого важливого інструменту, як ф’ючерс на фондовий індекс. Його базовим активом є не окремий цінний папір, зареєстрований в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, а фондовий індекс – комплексний показник, що розраховується організаторами торгів на підставі активності угод та зафіксованих цін. Цей інструмент потрібний для тих інвесторів, які перебувають під тиском законодавчих чи нормативних вимог щодо якості їх активів (страхові компанії, пенсійні фонди, деякі інститути спільного інвестування).

На завершення варто згадати про труднощі юридичного характеру, які супроводжуватимуть продаж або купівлю форвардної угоди – на сьогодні в Україні існує кілька легітимних способів оформлення переуступки прав вимоги, однак жоден з них не вважається стандартним та поширеним серед учасників ринку.

Нормативно-правове забезпечення в Україні опціонних угод існує. До того ж, досить часто опціони використовуються у вигляді так званих вбудованих схем у правочини щодо базових активів. Наприклад, у проспектах емісії корпоративних облігацій в Україні досить часто зустрічається оферта – можливість для інвестора достроково пред’явити цінний папір емітенту для погашення, зміну ставки купона за облігацією тощо. Разом з тим у проспектах емісії також використовуються так звані ковенанти – опис ситуацій, при настанні яких інвестор може пред’явити папір емітенту для безумовного погашення. По суті такі умови є вбудованими опціонами “пут”.

Однак у форматі, який є звичним для іноземного інвестора, опціони в Україні не використовуються передусім через відсутність технічних можливостей для організації торгівлі такого роду інструментами, натомість вони з’являтимуться в міру зростання інтересу до них учасників ринку.

Фактично на фондовому ринку своєї існують або щодо процентної ставки, або у вигляді операцій репо. Якщо перші майже не використовуються в Україні, то другі – досить поширені. Однак через особливості регулювання операцій репо та існуючі підходи до їх регулювання з боку державних регулюючих органів такі операції насамперед прирівнюються до кредитних, ніж розглядаються суто як операції фондового ринку. Учасники угоди репо вдаються до одночасного укладання двох угод – спотової угоди про купівлю цінного папера та форвардної угоди про його продаж. Така

ситуація не дає змоги здійснити достовірну оцінку обсягів вказаних операцій та зробити однозначний висновок щодо їх поширеності.

Наразі фондовий ринок України переживає період корекції. Світовий досвід переконує, що саме на такі періоди здебільшого припадають структурні та інституційні зміни ринку. Пояснюється це досить просто – у період зростання ринку всіх учасників влаштовує його інфраструктура, набір інструментів і схеми їх використання. У цей час збільшення прибутків можливо суто екстенсивним шляхом – за рахунок збільшення обсягів інвестицій та портфелів. Натомість при падінні ринку, коли норма прибутковості знижується, з'являється чіткий стимул до інтенсифікації роботи – вироблення нових продуктів, зміни та вдосконалення інфраструктури тощо. До того ж, деякі з наведених у цій роботі похідних фінансових інструментів якраз створені для мінімізації ризиків та збитків від падіння ринку.

Тому навіть попри досить песимістичну позицію деяких експертів фондового ринку можна стверджувати, що похідні фінансові інструменти мають в Україні досить потужну перспективу.

Література

1. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : закон України // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.
2. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) : закон України // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – Ст. 103.
3. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : закон України // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 15. – Ст. 67.
4. Про цінні папери та фондовий ринок : закон України // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.
5. Барух Б. Книга инвестиционной мудрости : пер. с англ. / Б. Барух, У. Баффет, П. Бернштейн. – М. : Аналитика, 2003. – 504 с.
6. Галанов В. А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы : учебник / В. А. Галанов. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 464 с.
7. Гинзбург А. И. Рынки валют и ценных бумаг / А. И. Гинзбург, М. В. Михейко. – СПб. : Питер, 2004. – 251 с.
8. Доронин И. Г. Мировые финансовые рынки: закономерности развития и современное состояние / И. Г. Доронин // Деньги и кредит. – 2002. – № 8. – С. 49–57.
9. Едвардес У. Ключові фінансові інструменти : пер. з англ. / У. Едвардес. – К. : Всеувиго; Наук. думка, 2003. – 255 с. – (Серія “Усе про менеджмент”).
10. Костіна Н. Л. Проблеми формування фондового ринку в Україні / Н. Л. Костіна, К. С. Марахов // Фінанси України. – 2004. – № 2. – С. 30–36.
11. Павлов В. І. Цінні папери в Україні / В. І. Павлов, І. І. Пилипенко, І. В. Кривов'язюк. – 2-ге вид. – К. : Кондор, 2004. – 400 с.
12. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.
13. Сенищ П. М. Організація роботи валютними ф'ючерсами на Українській міжбанківській валютній біржі / П. М. Сенищ. – Суми : УАБС, 1997. – 34 с.
14. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты : учебник. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 304 с.