Драчевский Сергей Леонидович. Условия развития и механизм действия рынка свопов в России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2005 165 c. РГБ ОД, 61:05-8/2407

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. СВОПЫ КАК РАЗНОВИДНОСТИ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ 9

1.1. Предпосылки развития рынка свопов 9

1.2. Теоретические обоснования причин и факторы роста рынка свопов 29

1.3. Классификация и сущность свопов 45

ГЛАВА 2. МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА СВОПОВ 58

2.1. Особенности и механизм действия валютообменных свопов 58

2.2. Механизм действия валютных свопов, их оценка и риски 69

2.3. Механизм действия процентных свопов, их оценка и риски 85

2.4. Специальные виды свопов 94

ГЛАВА 3. РАЗВИТИЕ РЫНКА СВОПОВ В РОССИИ 106

3.1. Особенности российского финансового рынка как базы для использования свопов 106

3.2. Анализ рисков и цены на рынке валютных свопов в России 124

3.3. Перспективы использования свопов для хеджирования рисков в России 132

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 141

БИБЛИОГРАФИЯ 152

ПРИЛОЖЕНИЯ

**Введение к работе**

Актуальность исследования.

В настоящее время на мировых финансовых рынках широкое развитие получили различные типы производных финансовых инструментов. При этом наиболее стремительно развиваются рынки свопов, причем увеличиваются как объемы сделок типа своп, так и их разнообразие. Как будет показано в работе, свопы позволяют решать большой спектр задач, что в значительной степени как раз и обусловлено их разнообразием.

В то же время в России рынки свопов еще находятся в начальной стадии развития. В основном это - классические свопы вроде валютного и процентного. Преобладает использование свопов для спекулятивных целей и для так называемого «перетаскивания» валютных позиций.

Сравнительное исследование рынка и видов свопов в России и в развитых странах Запада может сыграть важную роль в определении условий и факторов, при которых возможно применение общемирового опыта к российским реалиям.

Необходимость развития в России рынка свопов, как и в целом производных финансовых инструментов, не вызывает сомнения, поскольку неустойчивость российского финансового рынка подвергает его участников разнообразным финансовым рискам. И отсутствие в этих условиях адекватных методов хеджирования финансовых рисков (ценовых, валютных, процентных, кредитных и т.д.) делает результаты, получаемые экономическими агентами, сильно зависящими от конъюнктуры рынка.

И именно свопы, как доказывает мировая практика, являются одними из наиболее действенных инструментов для управления финансовыми рисками. Но, помимо этого, свопы дают возможность

решать и другие задачи, которые будут рассматриваться в работе. Все это обуславливает актуальность исследования.

Цель и задачи исследования.

Основная цель исследования заключается в разработке концептуального подхода к анализу механизма действия основных видов свопов применительно к российскому финансовому рынку; выявление причин одностороннего развития отдельных видов свопов в российской экономике и разработка предложений по внедрению современных видов свопов в российскую практику.

Для достижения данной цели решаются следующие основные задачи:

1. Выявление теоретических основ свопов как производных  
финансовых инструментов, необходимости их появления на финансовом  
рынке.

2. Определение целей использования свопов участниками  
финансового рынка.

3. Выявление и систематизация основных разновидностей свопов,  
выработанных мировой практикой, исследование механизма их действия.

1. Анализ тенденций развития мирового рынка свопов.
2. Анализ условий и процесса становления рынка свопов в России. Степень разработанности проблемы.

В зарубежной литературе исследованию сущности свопов, механизма их действия, рынков посвящено значительное число публикаций. При этом, поскольку свопы относятся к классу производных финансовых инструментов и тесно связаны с такими сделками, как форварды и спот, многие западные авторы изучают их в контексте общего исследования производных финансовых инструментов.

Наибольший вклад в изучение свопов внесли среди зарубежных ученых такие авторы, как Де Ковни Ш., Такки К., Колб Роберт У.,

Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К., Наббен Ш., Инглис-Тейлор Эндрю, Уолл, Прингл, Гарднер Д. Среди российских ученых можно выделить, прежде всего, работы Буренина А.Н., Воронцовского А.В., Галанова В.А., Иванова В.В., Ковалева В.В., Лялина В.А., Соколова Б.И., Фельдмана А.Б., и некоторых других авторов. Но все же стоит заметить, что фундаментальные исследования именно своповых инструментов представлены еще единичными экземплярами.

Следует отметить также, что в российском законодательстве понятие свопа практически не определено. Поэтому в экономической литературе можно встретить большое разнообразие авторских определений, что создает неразбериху в системе понятий и регулирования таких сделок. В настоящий момент можно ориентироваться лишь на определения свопов, которые даются Международной ассоциацией свопов и деривативов (International Swap and Derivatives Association - ISDA).

Объект и предмет исследования.

Объектом исследования в данной работе являются различные виды свопов, которые получают все более широкое распространение на мировых рынках.

Предметом исследования диссертационной работы являются теоретические и практические вопросы, связанные с механизмом своп-соглашений, их природой, сущностью, перспективами развития в западных странах и России.

Теоретическая и методологическая основа исследования

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования послужили работы отечественных и зарубежных экономистов по теории и практике свопов. Источником фактического и статистического материала послужили данные периодической печати, книги наиболее известных авторов по исследуемой тематике, данные с некоторых сайтов Интернета, особенно ISDA и Банка Международных

Расчетов. При написании работы автором использовались

законодательные и нормативные акты Российской Федерации, Постановления Правительства РФ.

Обоснование теоретических положений и аргументация предложений и рекомендаций осуществлялись на основе реализации общенаучных методов диалектического, системно-функционального, структурного, объектно-субъектного анализа.

Научная новизна результатов исследования.

Наличием научной новизны или отдельных её элементов характеризуются следующие результаты исследования проблемы:

1. Выявлены факторы возникновения и существенного развития мирового рынка валютных свопов, проанализировано наличие этих факторов в России.
2. Уточнено понятие свопов на основе анализа точек зрения различных авторов. В результате исследования сделан вывод, что в общем случае свопы можно определить как инструменты для преобразования денежных потоков с одними характеристиками на другие, где под характеристиками понимается тип процентной ставки (плавающая или фиксированная), ее размер, вид валюты, срок контракта, источники потока - существующие обязательства или доходы, получаемые от владения определенными активами, возможность изменять объемы платежей (в амортизирующих свопах) или отказываться от исполнения сделок (в опционоподобных свопах), возможность компенсировать за плату убытки, возникающие от неисполнения кредитных и иных обязательств (в дефолтных свопах) и др.

3. Разработана авторская классификация свопов с разделением их на  
классы свопов обязательств, активов, опционоподобных и экзотических  
(или специальных) свопов. При этом выявлено отличие классических  
валютных свопов, где происходит обмен процентными платежами, а

иногда и основными суммами обязательств или активов, от валютообменных свопов.

4. Раскрыт механизм использования и систематизированы риски  
основных разновидностей валютных и процентных свопов. При этом  
определены основные цели применения этих и некоторых других видов  
свопов; выявлен и проанализирован процесс «перехода риска» с одного  
контрагента на другого (в частности, в процентных или валютно-  
процентных), в то время как имеются свопы, позволяющие осуществлять  
взаимное хеджирование рисков (валютообменные).

5. Сформулированы основные условия и тенденции развития свопов  
в России и выявлены причины, по которым в первую очередь происходит  
развитие валютных свопов, причем главным образом «коротких»  
(overnight и tom-next). При этом определены причины использования этих  
свопов в основном для спекулятивных целей или «перетаскивания»  
валютных позиций с целью страхования заключенных форвардных  
контрактов. Однако отмечается, что в виду сильной волатильности  
российского рынка, и слабой предсказуемости его развития цели  
страхования открытых по форвардным контрактам позиций достигаются  
далеко не всегда.

6. Разработан механизм применения товарных свопов для  
хеджирования российского рынка энергоносителей.

Практическая значимость работы.

Практическое значение проведенного исследования состоит в том, что выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы для развития нормативно-правовой базы в области регулирования свопов, инфраструктуры рынка свопов, для повышения эффективности работы дилеров на рынках свопов. Результаты исследования могут также найти применение при совершенствовании

**\***

преподавания такой учебной дисциплины, как «Рынки производных финансовых инструментов».

## Предпосылки развития рынка свопов

Начальный толчок развитию рынка свопов, в особенности валютных, дали «параллельные ссуды» (или займы), которые были особенно популярны в конце 1960-х - 1970-х годах как средство финансирования международных инвестиций в условиях жесткого валютного контроля. Например, если компания вела бизнес в другой стране и, соответственно получала доходы в валюте этой страны, то возникала проблема свободной конвертации в свою национальную валюту. С помощью параллельных ссуд две компании, которые имели свои структуры в двух странах, могли занимать деньги друг у друга в разных валютах, причем не требовался перевод средств за границу [33, с. 126]. Механизм такого обмена виден на рис. 1.

Отметим наиболее важные черты параллельных ссуд для приведенного случая (рис. 1). При параллельном займе заключается соглашение между 4 сторонами: двумя материнскими компаниями и их дочками. При этом возможны два варианта:

1. Материнская компания (в примере - А) в одной стране (США) предоставляет средства в заем другой материнской компании (в примере В) в этой же стране на сумму N; одновременно дочерняя компания второй материнской компании в другой стране (допустим, Голландии) предоставляет в заем средства дочерней компании первой материнской компании в местной валюте на сумму N .

2. Осуществляется перекрестное финансирование, при котором материнская компания А кредитует дочернюю компанию В; одновременно материнская компания В кредитует дочернюю компанию А.

Пропорции обмена суммами займов устанавливаются таким образом, что в итоге каждая из компаний получает сумму в той валюте и том размере, которые ей необходимы. При этом учтем, что каждую материнскую и дочернюю компанию можно рассматривать как единое целое (например, в рамках транснациональных корпораций). С этой точки зрения получается, что ТНК А получает заем в евро (национальной валюте дочерней компании), а ТНК В - в долларах США (национальной валюте материнской компании В). Доходы, которые будет получать дочерняя компания А, не надо конвертировать в доллары США и переводить их в материнскую компанию. В противном случае могли бы при наличии валютных ограничений возникнуть проблемы либо с конвертацией, либо трансфертом средств. Валютные ограничения могли бы отразиться и на прямом финансировании материнской компанией А дочерней структуры в другой стране. Свое «удовлетворение» материнская компания А получает от предоставления в заем средств материнской компании В. Схему можно рассматривать как косвенное финансирование дочерней компании А ее материнской компанией. Из-за отсутствия трансферта средств за рубеж отпадают или снижаются в целом страновые риски.

Конечно, в современных условиях развитые страны не применяют в отношениях друг с другом валютные ограничения, так что необходимость такого финансирования возникает только в отношении развивающихся стран и стран с переходной экономикой, где меры валютного контроля еще практикуются.

Как будет показано ниже, приведенную схему можно рассматривать как разновидность валютного свопа, при котором стороны (у нас -корпорации А и В) сначала по текущему курсу обмениваются суммами в двух валютах, а затем производится обратный обмен по заранее установленному форвардному курсу. Этот курс будет зависеть для рассмотренного случая от ставок ссудного процента для займов. Кроме того, в течение действия соглашения стороны выплачивают друг другу проценты по займам. В отличие от современных валютных свопов, между сторонами нет финансового посредника в лице банка или другого финансового института.

При использовании параллельных ссуд возникало три проблемы. Во-первых, если одна из сторон вдруг объявляла о дефолте, то другая сторона не могла автоматически выйти из соглашения, поскольку у нее были ответные обязанности по возврату долга в иной валюте. Во-вторых, если даже стороны приходили к согласию о том, что от обратного обмена можно отказаться («взаимопогашение займов»), займы учитывались в балансе и регулировались. В-третьих, для заключения соглашения необходимо было, чтобы интересы всех сторон (по срокам займов, размерам и процентам) совпали, что не всегда удавалось.

Рынок свопов ведет свой отсчет с 1981г., хотя отдельные примеры своповых соглашений можно найти уже в середине 1970-х годов [132]. Мертон Миллер указывает, что появление свопов изначально было вызвано тем, что Правительство Великобритании ввело запрет на финансирование британских фирм в долларах и финансирование зарубежных фирм в фунтах стерлингах [118]. Первыми появились валютообменные свопы, которые первоначально были предназначены для устранения некоторых проблем, связанных с параллельными ссудами, о которых упомянуто выше. Эти свопы, в отличие от параллельных ссуд, стали внебалансовыми сделками и не включали обмен основными суммами обязательств. Если же такой обмен и совершался, то, как правило, независимо от основной своповой сделки (т.е. заключалось отдельное соглашение). Сама своповая сделка применительно к валютообменной стала состоять в обмене процентными платежами, выраженными в разных валютах. В этом, собственно говоря, и заключается основная идея валютообменного свопа, но более детальная трактовка его сущности требует рассмотрения ряда дополнительных вопросов.

## Особенности и механизм действия валютообменных свопов

В данной главе мы рассмотрим наиболее типичные виды свопов, которые выработаны в мировой практике. В ближайшей перспективе в России необходимо создать условия для введения в практику таких видов свопов, как разнообразные валютные и процентные свопы.

Под валютообменным свопом мы понимаем одновременную покупку и продажу валюты с двумя разными датами валютирования. Этот вид свопа осуществляется без посредников. Стороны непосредственно договариваются о том, каким будет курс прямого и обратного обмена. Фактически сделка обратного обмена представляет собой простой форвард, т.е. операцию аутрайт.

Подавляющее большинство валютообменных свопов, как и форвардных контрактов, носит краткосрочный характер: всего около 11% всех этих контрактов заключается на срок свыше 1 года, а более половины (53%) исполняются в течение 7 дней, что связано с высоким кредитным риском подобных сделок. Исключением из правила являются Финляндия (20% сделок на срок свыше 1 года) и Швеция (10%) [130, с. 11]. Объяснением здесь может служить, видимо, ограниченное количество банков и высокая степень доверия между ними.

В основном данную разновидность валютообменного свопа практикуют банки в сделках между собой. Как отметила Л.Н. Красавина, валютообменным свопам предшествовали так называемые операции обмена депозитами [28, с. 366]. В отличие от последующих операций своп, предоставление и получение депозитов рассматривались как два самостоятельных соглашения. Соответственно, они учитывались в балансе, влияли на его структуру и могли ухудшить коэффициенты, что, с точки зрения регулирующих органов, могло быть недопустимым. В аналогичных сделках своп обмен депозитами рассматривается как единая операция купли-продажи и учитывается как внебалансовая операция.

Рассмотрим теперь операцию валютообменного свопа на примере банков. Предположим, два банка, соответственно X и Y, располагают депозитами на срок в 3 месяца в GBP и USD. Но менеджеры банков приняли решение обменяться депозитами (точнее - один банк покупает у другого банка депозит за счет собственного депозита), например, банку X американские доллары потребовались для погашения межбанковского кредита, а собственных средств для этого не хватает. В то же время банк Y имеет возможность приобрести на выгодных условиях краткосрочные ценные бумаги в английских фунтах (до конца срока обращения - не более 3-х месяцев).

Прямой обмен может быть осуществлен по спот-курсу (SR) того банка, к которому обратится с предложением другой банк. Допустим, в нашем случае банк X обращается в банк Y с просьбой о таком обмене. Тогда будет применен курс продажи спот банком Y фунтов за доллары (к примеру, SRask = 1,8565 USD/GBP). Если банк X обменивает 1 млн USD (NUSD), ТО получит взамен 538648 GBP. Конечно, на депозитных счетах необходимые для обмена суммы в точности могут не находиться, но в этом случае можно выделить субсчета на требуемые суммы.

## Особенности российского финансового рынка как базы для использования свопов

Рынок свопов в России до настоящего времени изучало незначительное число исследователей. Здесь можно, пожалуй, отметить А.Б. Фельдмана и А.Н. Буренина.

В предыдущих главах речь шла в основном о стандартных свопах, т.е. валютных, валютообменных и процентных. Теперь мы сосредоточим свое внимание на их использовании в России. Опционоподобные свопы типа кэпов, флоров и т.п., а также большинство экзотических для России реально остаются экзотикой, поэтому можно лишь в общем виде говорить о причинах такого положения дел.

Российский рынок свопов развивается, да и то в слабой степени, лишь в отношении валютных, процентных и валютообменных свопов. В то же время есть авторы, которые считают, что в России наиболее развиты кредитные деривативы, в первую очередь дефолтные свопы [135]. В частности, Саймон Вайн отнес к ним кредитование под залог ценных бумаг и сделки репо (как простые формы дефолтного свопа). Он отметил, что в случае кредитования под залог ценных бумаг и сделок репо есть вероятность, что должник откажется от выплаты долга или обратного выкупа ценных бумаг, т.е. подменит свой долг долгом другого лица. Это происходило, в частности, в массовом масштабе во время августовского кризиса 1998г., когда те, кто кредитовался под залог ГКО, денег не возвращали, отказываясь тем самым от залогов, т.е. в момент резкого падения стоимости залогов происходило кредитозамещение.

На наш взгляд, отнесение указанных сделок к дефолтным свопам весьма сомнительно. Дело в том, что для них характерным признаком является сознательное принятие продавцом свопа на себя кредитного риска, возникающего вне сделок, которые осуществляет сам продавец, в обмен за.уплату премии, как это было показано в главе 2. Эти два признака отсутствуют как при кредитовании под залог ценных бумаг, так и при сделках репо. Кредитный риск проистекает для кредитора из самой сделки и независимо от того, существует ли залог или продажа ценных бумаг (в сделках репо). Кроме того, никакой премии он за принятие риска не платит. Более того, он включает премию за риск в процентную ставку, которую платит заемщик.

В то же время представляет интерес предложение С. В айна о сделках, которые могут иметь в будущем, например, переуступка ссуд посредством описанного в главе 2 свопа Total Return (TRS) [135]. Допустим, банк X имеет лимит на банк, W в размере 1 млн долл. Банку W нужно разместить средства, но не хватает инструментов с необходимым уровнем доходности. Банк W обращается в банк X за предложением и получает оферту на перепродажу ссуды, выданной банком X компании Z. Условием перепродажи является то, что Z о ней не узнает, поскольку в договоре о займе стоит требование о получении согласия Z при переуступке. Тогда банк X предлагает структурировать переуступку как TRS. Банк X переуступает банку W право на получение всех доходов и перекладывает на него все риски погашения ссуды. При этом банк X становится платежным агентом банка W в получении и перечислении как процентов, так и принципала, а в случае нарушений обязательств Z ведет работу по возмещению убытков. При этом, естественно, банк W выплачивает банку X соответствующую премию.

Однако все же, по нашему мнению, в настоящий момент говорить о реальном наличии в России кредитных деривативов, включая свопы, преждевременно. Поэтому имеет смысл обратиться к тем сегментам финансового рынка, где в России, действительно, имеются в наличии своповые инструменты, т.е. валютному рынку.

Характерной особенностью образования валютного рынка России являлось развитие на первых порах его биржевого сегмента, что было вызвано относительной неразвитостью корреспондентских отношений между банками и низким уровнем взаимного доверия. В то же время не будем забывать, что свопы - это инструменты внебиржевого рынка. Процентные свопы, да и другие их типы, также являются в основном инструментами внебиржевого рынка. Поэтому считаем, что на первых порах именно резкое преобладание биржевого рынка привело к почти полному отсутствию рынка свопов в России.

Другая существенная причина отставания в развитии российского рынка свопов - неразвитость законодательной базы. Отсутствие правовых норм, регулирующих отношения сторон в свопах, могло привести к многочисленным спорам и неясностям в решении. В последние годы в России активно ведутся дискуссии о необходимости разработки Закона о производных финансовых инструментах [70; 89; 65]. Еще в ноябре 2001г. в Государственную Думу внесли проект ФЗ РФ «О срочном рынке», но из-за противоречивости его отклонили. Практически всеми специалистами отмечается сложность в разработке единых норм и определения таких понятий, как срочный контракт, производный финансовый инструмент, производная ценная бумага, дериватив и т.д. Об этом свидетельствует и то, что было разработано несколько вариантов Закона, но ни один из них не получил признания. Более того, Международная ассоциация своповых дилеров ISDA рассматривает предложения по подготовке всеобъемлющего федерального закона о производных финансовых инструментах как амбициозные и опасные [91, с. 45]. Многие российские специалисты, и их иностранные коллеги считают, что единый закон не может обеспечить ни единую терминологию, ни решения задачи судебной защиты и четкой квалификации, ни дает надежного государственного регулирования. Стандарты, которые разрабатываются самой ISDA, носят рекомендательный характер, в том числе и в отношении своповых инструментов. Показательно, что в развитых странах единые законы о производных финансовых инструментах отсутствуют.