

БІРЖОВІ ТА ПОЗАБІРЖОВІ РИНКИ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ: УКРАЇНСЬКИЙ ТА СВІТОВИЙ АСПЕКТИ

У статті проаналізовано місце і масштаб ринку похідних фінансових інструментів на ринку фінансових послуг в Україні і світі з урахуванням сегментації його на біржову та позабіржову частини.

Ключові слова: організований, біржовий ринок похідних фінансових інструментів, позабіржовий ринок похідних фінансових інструментів, строковий ринок, похідні фінансові інструменти

Постановка проблеми у процесі становлення ринку фінансових послуг України досить важливим є врахування зарубіжного досвіду функціонування таких ринків, серед яких за організаційною ознакою виділяють організований та позабіржовий. Особливого значення, враховуючи масштаби та роль у стабільному функціонуванні світової фінансової системи за останні роки набув ринок похідних фінансових інструментів (далі – ПФІ), як окремий сегмент світових ринків фінансових послуг. В Україні приділено недостатню увагу формуванню біржового та позабіржового ринку цих перспективних інструментів як на державному рівні, так і науково-методологічному.

Аналіз останніх досліджень Вагомий вклад у розвиток наукової думки про ринки похідних фінансових інструментів, їх структуру та функції, особливості застосування окремих видів інструментів, що обертаються на них, здійснили західні вчені, які більш широко і ґрунтовно досліджували ці явища і процеси в силу їх більшої розповсюженості та історико-економічних передумов. Серед них можна назвати Дж. Маршалла, Дж. Халла, В.Шарпа та багатьох інших [1, 2, 3]. Серед російських науковців проблеми розвитку ринків похідних фінансових інструментів проаналізовані в працях А. Буреніна, А. Фельдмана, О. Кандинської, П. Сенищева Я. Міркіна та ін. [4, 5, 6].

Дослідженням ринків похідних фінансових інструментів українські науковці почали недавно у порівнянні із своїми зарубіжними колегами.

Головним чином, вони займалися обґрунтуванням переваг і перспектив впровадження ринку ПФІ в Україні. Загальні основи функціонування ринків фінансових послуг та окремого сегменту ПФІ на них розкриті у працях О. Мозгового, В. Ходаківської, [7, 8]. Питання функціонування світових організованих ф'ючерсних бірж та похідних фінансових інструментів досліджено у працях В. Гордона, Л. Примостки, О. Сохацької [9, 100, 11]. Проте в працях українських дослідників досить мало уваги приділено позабіржовим ринкам цих інструментів, масштабність яких значно більша, порівняно з біржовими ринками.

Мета статті: Охарактеризувати стан та перспективи розвитку українських та світових біржових та позабіржових ринків ПФІ.

Обґрунтування отриманих наукових результатів: У науковій економічній думці існує досить багато різних підходів до структуризації та сегментації ринків фінансових послуг. Незважаючи на певні відмінні риси цих підходів, загалом у межах кожного з них розмежовують ринки за організаційною характеристикою – організований (біржовий) та неорганізований (позабіржовий) та за часовою – спотовий і строковий (ф'ючерсний). Строковий ринок включає в себе як свою головну складову ринок ПФІ. Прослідковується тісна кореляція між рівнем розвитку строкового ринку і загальним рівнем розвитку фінансового, а також між фінансовим ринком і рівнем розвитку економіки країни в цілому.

Ринок ПФІ завдяки виконуваним ним функціям виступає як інструмент управління ризиками суб'єктів господарювання, як інструмент планування майбутніх цін (реалізації очікувань) і як інструмент підвищення однорідності глобального економічного простору [12]. Відповідно хеджування ризиків та забезпечення стабільності функціонування учасників ринку, позначення майбутньої кон'юнктури спотового ринку, зменшення його коливань, подолання волатильності, та більш ефективного розміщення ресурсів як в межах однієї країни, так і в світі, створення умов для поступального інноваційного розвитку відносяться до функціональних переваг ринку ПФІ [10, 11]. Ці

переваги привели до широкого розповсюдження у використанні інструментів цього ринку у всьому світі – 92% з 500 найбільших світових компаній використовують ПФІ у ключовій їх функції - для хеджування своїх ризиків.[13].

Як зазначалося, за організаційною ознакою фінансові ринки в цілому і ринки ПФІ як їх складову частину поділяють на біржові (організовані) та позабіржові (неорганізовані). Історично першим виник позабіржовий ринок як форма торгівлі фінансовими інструментами, у тому числі й похідними. Ключова відмінність між цими видами ринків полягає у їх сутності: укладання угод на позабіржовому ринку відбувається безпосередньо між двома учасниками ринку без посередництва біржової установи з використанням телекомунікаційних технологій. Досить часто центральними фігурами на позабіржовому ринку, на противагу централізованій біржовій установі, є окремі учасники, зокрема ними виступають великі банки, фінансові компанії тощо [14]. Звідси впливає і механізм двостороннього розподілу ризику контрагента і наявна асиметричність інформації [15], а також і класифікаційний поділ позабіржового ринку, виходячи із його технічної структури, на традиційний ринок дилерів, які «роблять ринок», підтримуючі двосторонні котирування, ринок брокерів, що виступають протилежним контрагентом у будь-якій з угод з ПФІ, і ринок з власними торговими платформами учасників ринку, як поєднання двох попередніх [16].

На нашу думку, для позначення біржових та позабіржових ринків ПФІ не доцільно вживати досить часто використовувані навіть у світовій практиці терміни «організований та неорганізований ринок» (звідси і розподіл ПФІ на такі, що торгуються на організованому ринку ОТД – organized traded derivatives, exchange-traded, on-exchange та позабіржовому ОТС – over-the-counter чи off-exchange). Така недоцільність пояснюється досить високим рівнем організації позабіржового ринку, яка втілена у широких телекомунікаційних мережах, що пов'язують учасників ринків, існування окремих правил участі в торгах, встановлених його саморегулювальними організаціями. Так, якщо відносити ринки за саморегулювальними організаціями до організованих, то весь ринок США можна

класифікувати як позабіржовий. Однією з переваг позабіржового ринку з початку його існування була його децентралізація, яка і зумовила стрімкий розвиток засобів зв'язку на ньому, а враховуючи при цьому велику кількість його учасників, координація і організація їх дій життєво важлива для функціонування ринку. Тому у порівнянні з більш контрольованим біржовим ринком, неорганізованим позабіржовий можна назвати лише умовно (табл. 1).

Таблиця 1 – Порівняльна характеристика біржового та позабіржового ринку ПФІ

№ з/п	Порівняльна ознака	Біржовий ринок	Позабіржовий
1	Організація торгового процесу	Наявність клірингової установи – центрального контрагента, що забезпечує підтримання ліквідності ринку, зменшення ризику контрагента, додаткове післяторгове обслуговування	Угоди з ПФІ укладаються безпосередньо між двома учасниками ринку, що супроводжується зростанням ризику контрагента, можливою втратою ліквідності
2	Стандартизація і рівень комплексності інструментів	Торгуються високостандартизовані та уніфіковані (прості) інструменти, переважно у формі ф'ючерсів та опціонів; за видами базових активів – ПФІ, пов'язані з капіталом та з фіксованою дохідністю	Комплексні, унікальні, часто структуровані інструменти, переважно у формі форвардів, свопів; за видами базових активів – кредитні, валютні ПФІ,
3	Рівень прозорості і урегульованості	Чіткі регулюючі норми, контроль з боку державних, біржових органів, високий рівень прозорості	Окремі правила саморегулювних організацій – професійних об'єднань учасників ринку, мінімальне державне втручання, низький рівень прозорості
4	Інфраструктура і розрахунки – розміщення ризику	Центральна клірингова установа - початкова та варіаційна маржа, автоматичне підтримання ліквідності	Відсутня центральна установа, ліквідність ринку підтримується маркет-мейкерами
5	Ступінь централізації	Існування централізованої системи	Максимальне наближення до клієнта (учасника ринку)
6	Рівень поінформованості учасників	Загальнодоступна інформація, з регулярним оприлюдненням, анонімність учасників	Важливу роль відіграє приватна інформація, зростання асиметричності
7	Вартість укладання угод	Досить висока, включає ряд обов'язкових платежів (комісії, маржа, тощо)	Нижча у порівнянні з біржовим ринком
8	Торгові стратегії	Стандартизований підхід до клієнта, уніфіковані методики та моделі оцінки	Індивідуально створюються під потреби кожного клієнта (учасника ринку), велике значення мають складні експертні моделі оцінки

Попри значне поширення ринків ПФІ у світі, в Україні і його біржовий і позабіржовий сегменти розвинені досить слабо з огляду на рівень розвитку самого ринку фінансових послуг. Як наслідок, невеликий фінансовий ринок і строковий сегмент ПФІ не виконують притаманних їм функцій. Охарактеризуємо стан українського фінансового ринку та його строкового сегменту. Результати стрімкого зростання 2007 р. – першої половини 2008 р. та сприятливі зовнішньоекономічні умови дозволили Індексу ПФТС – як одного з головних його індикаторів, протягом 6 місяців (з 26.09.2007 р. по 25.03.2008 р.) міцно утримуватись вище позначки у 1000 пунктів та досягти свого історичного максимуму – 1208,61. Слід підкреслити, що саме показники фондової біржі ПФТС мають першочергове значення для аналізу, так як вона має найбільшу питому вагу в 93,23 %. серед 11 функціонуючих в Україні станом на перше півріччя 2008 р. організаторів торгів. Серед них: 8 бірж (Київська міжнародна фондова біржа, Придніпровська фондова біржа, Українська міжбанківська валютна біржа, Українська міжнародна фондова біржа, Українська фондова біржа, фондова біржа «ІННЕКС», Дочірнє підприємство «Фондова біржа ПФТС», Східноєвропейська фондова біржа та 2 торговельні системи (Дочірнє підприємство Асоціації «Південноукраїнська торговельно-інформаційна система – «Південь-сервер» та ТОВ «Торгово-інформаційна система «Перспектива»

Проте із поглибленням світової фінансової кризи та цілою низкою негативних корпоративних подій на ринках капіталу розвинених країн у другому-третьому кварталах 2008 року та притаманних йому недоліків у побудові і регулюванні, український фінансовий ринок втрачає лідируючі позиції (за підсумками 2007 р. вітчизняний ринок посів друге після Китаю місце за темпами зростання). Політична та економічна кризи в Україні негативно впливають на ситуацію на фінансовому ринку держави та віддзеркалюються на ключових індикаторах українського ринку цінних паперів: відповідно Індекс ПФТС з початку року знизився на 74,33%, абсолютне значення станом на 31.12.2008 р. дорівнювало 301,42. Найбільше

зниження зазнали акції емітентів металургійної, електроенергетичної та хімічної галузей. [17].

Варто також відмітити, що існує певна обмеженість в даних по позабіржовому ринку України – у аналітичних звітах ДЦКПФР та ДКРРФП об'єктивно не може бути врахована інформація за так званим «вуличним» ринком. Як свідчать наведені дані за обсягами торгівлі деривативами, окремий вертикальний сегмент ринку фінансових послуг – строковий ринок (ринок ПФІ), залишається нерозвиненим, незважаючи на те, що у порівнянні з 2006 р. у 2007 р. його обсяги збільшились на 17,7 млн. грн. Динаміка строкового ринку України, представлена переважно операціями з опціонами (рисунок 1). Інші види інструментів представлені ф'ючерсними контрактами: 46 специфікацій ф'ючерсних контрактів, зареєстровані на 31.12.2006 у валютному, паливно-енергетичному та аграрному секторах, однак через незначний їх обсяг ці контракти на рисунку не відображаються [19].

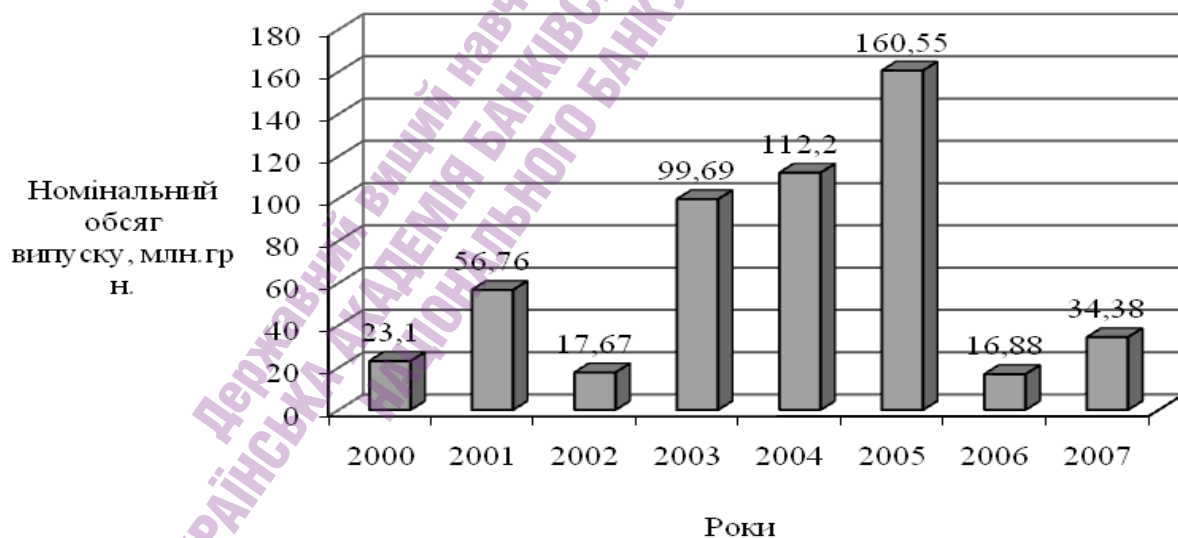


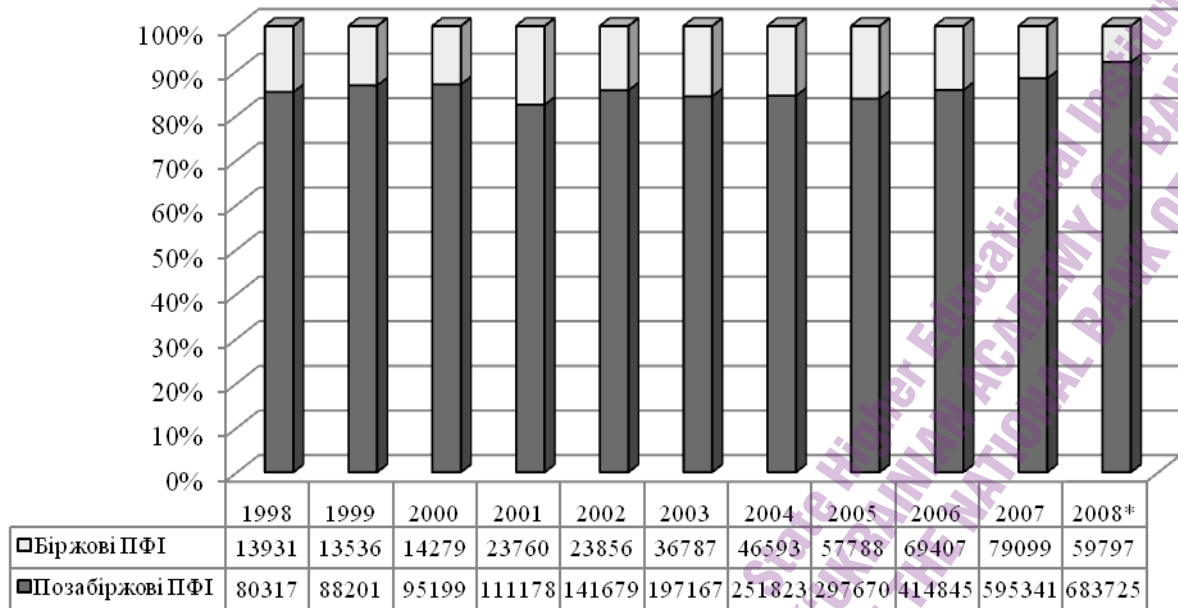
Рисунок 1 – Обсяги випущених опціонів в Україні в 2000-2007 рр., млн. грн.

У той же час, серед загального випуску цінних паперів, зареєстрованих Комісією з випуску цінних паперів, навіть опціони займають лише 0,02%, на суму в 34,38 млн. грн. Починаючи з 2000 р. випуски опціонів були здійснені всього 26 емітентами, серед яких найбільшу питому вагу мають опціони ВАТ

«Укртелеком». За результатами торгів на первинному та вторинному ринку за 2007 р. лідерами у торгівлі на строковому сегменті були біржові організації: УФБ – 9,41 млн. грн. та УМВБ – 41,67 млн. грн. відповідно. Даних про обсяги торгівлі ПФІ на позабіржовому ринку України у звітах ДЦКПФР та ДКРРФП не наведено. Отже, можна говорити про існування незначного за обсягами, повністю несформованого біржового ринку ПФІ в Україні.

Що стосується світових риків ПФІ, то за своїми масштабами і темпами зростання вони є найбільшими і найдинамічнішими по відношенню до інших видів ринків, незважаючи навіть на те, що у 2008 році спостерігалось зниження обсягів торгівлі ПФІ на біржовому ринку – загальний оборот цих інструментів зменшився на 35 трлн. дол. Значне падіння обсягів торгів спостерігалися з такими інструментами як процентні, валютні, особливо на долари США. У той же час на фоні зменшення на біржових ринках, обсяги позабіржових за номінальною сумою зросли на 88 трлн. дол., до 683 трлн. дол. Єдиним видом позабіржових ПФІ, що показав зниження, з огляду на світову фінансову кризу і роль в ній цих інструментів стали кредитні похідні фінансові інструменти. Починаючи з 2004 р. – початку публікації статистичних даних про них, і демонструючи середні щорічні темпи зростання обсягу торгів близько 45% у 2008 році номінальна вартість кредитних ПФІ зменшилась на 579 млрд. дол.[20]. Співвідношення між обсягами торгівлі ПФІ на їх біржовому та позабіржовому ринку у світовому масштабі наведено на рисунку 2.

Питома вага позабіржового фінансового ринку в цілому ринку різна в різних країнах: в Японії вона становить лише 1%, у США – 25, Чехії – 60, Словачії – 80, Росії – 90, в Україні – 98% [7]. Відповідно у світовому масштабі лише близько 16% номінальної вартості угод з ПФІ укладається на організованих біржах. Кількість цих угод на позабіржовому ринку необмежена, оскільки кожен інструмент максимально враховує потреби окремого клієнта. Найбільшою позабіржовою торгівельною системою є NASDAQ на якій представлені 2952 компаній, а її капіталізація в 2008 г. склала 2,4 трлн. дол., знизившись у порівнянні з минулим роком на 40,3%.



* – дані за позабіржовими ПФІ представлені станом на 30. 06. 2008

Рисунок 2 – Співвідношення біржових та позабіржових ПФІ за номінальною вартістю, млрд. дол, складено авторами за [20]

Зважаючи на стандартизованість ПФІ, на найбільших спеціалізованих біржових майданчиках (Chicago Mercantile Exchange, Eurex and Euronext.Liffe) представлено понад 1700 різних видів угод з ПФІ. У регіональному розрізі операції з ПФІ зосереджені в Європі – частка європейських ринків ПФІ, які базуються переважно в Лондоні складає 44% [13].

Щодо перспектив розвитку біржового та позабіржового ринків ПФІ, слід зазначити що з початком світової фінансової кризи спостерігається тенденція до зростання ступеню «організованості» і урегульованості світових позабіржових ринків, а також певна переорієнтація брокерів і дилерів, які торгують ПФІ, на організовані ринки. Ці тенденції на нашу думку є життєво необхідними для подальшого існування ринків ПФІ. Зближення біржового та позабіржового ринку може бути втілена у гармонізації ринкових інфраструктур – необхідне створення централізованої клірингової установи (центрального контрагента) на позабіржовому ринку та впровадження післяторгового обслуговування, окремих регулятивних норм на ньому, що дозволило б зменшити його ризиковість, підвищити прозорість. Подібна ініціатива

спостерігається в США, з негативних наслідків використання кредитних похідних фінансових інструментів на іпотечному ринку і почалася світова фінансова криза, і представлена вона розробкою Акту прозорості і підзвітності ринків деривативів.

На стадії доопрацювання з урахуванням наслідків світової фінансової кризи у Консультаційно-експертній ради Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку знаходиться і проект Стратегії розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року. Питання регулювання позабіржових ринків ПФІ у світовому масштабі мають виключне значення для своєчасного їх врахування при розбудові ринку фінансових послуг України і активізації ринку ПФІ як його строкового сегмента. Оскільки однією з головних умов забезпечення стабільності світової фінансової системи є посилення регулювання і контролю на ринках похідних фінансових інструментів, а головною передумовою побудови подібного ринку і використання його переваг в Україні є вирішення питань нормативного, організаційного і методологічного характеру, належних до державного регулювання ринків фінансових послуг, слід сказати про однакову спрямованість напрямків подальшого розвитку ринків ПФІ України і світу.

У той же час, варто зауважити, що надмірне державне втручання, регулювання та обмеження ринків ПФІ може призвести до сповільнення інноваційного процесу в економіці, погіршення можливості управління ризиком суб'єктами господарювання, зменшення ринкової ліквідності, посилення волатильності і гальмування поступального розвитку фінансової системи. Тому вимоги, що висуваються до біржового та в більшій мірі позабіржового ринків ПФІ повинні нівелювати можливі негативні явища у вигляді наростання системного та морального ризику, асиметричності інформації, некваліфікованого і навіть шахрайського використання ПФІ. А натомість сприяти зростанню прозорості, підзвітності, конкурентності цих ринків з метою отримання їх учасниками як на мікро-, так і на макрорівні вигід і переваг.

Висновки Ринок ПФІ є важливою частиною світових біржових і в більшій мірі позабіржових сегментів фінансового ринку, що відіграє важливу роль для економіки. В Україні рівень розвитку ринок ПФІ представлений незначними обсягами біржових операцій і знаходиться на стадії зародження. У той же час у світі позабіржовий ринок ПФІ з його значними масштабами має великий вплив на глобальну фінансову систему. Тенденції до посилення регулювання позабіржового ринку ПФІ у світовій спільноті мають однакову спрямованість з посиленням на державному рівні процесів розбудови ринку фінансових послуг і сегменту ПФІ на ньому в Україні.

Список використаних джерел

1. Маршалл Дж. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. / Дж. Маршалл, К. Бансал Випул. – М.: ИНФРА–М, 1998. – 784 с. – ISBN 5-86225-576-1
2. Hull, J. C. Options, futures and other derivatives: sixth edition / John Hull. – New Jersey.: Prentice Hall, 2006. – 789 p. – ISBN 0-13-49908-4.
3. Шарп У. Инвестиции: Пер. с англ. / Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. – М.: ИНФРА–М, 2001. – XII. – 1028 с. – ISBN 5-86225-455-2
4. Буренин А. Н. Рынок производных финансовых инструментов: Учебное пособие / А. Н. Буренин. – М.: 1-я Федеративная Книготорговая компания, 1998. – 352 с.
5. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: Учебник / А. Б. Фельдман. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 421 с.
6. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. – М.: Издательство «Перспектива», 1995. – 380 с.
7. Мозговий О. М. Фондовый рынок: Навч. посібник / О. М. Мозговий. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с. – ISBN 966-574-142-X
8. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: Навчальний посібник / В. П. Ходаківська, О. Д. Данілов. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. – 501 с.

9. Гордон В. Б. Роль деривативів на ринках. – що розвиваються / В. Б. Гордон // Фінанси України (укр.). – 2005. – № 1. – С. 70-77.

10. Примостка Л. Роль і функції строкового ринку в економічній системі / Л. Примостка, О. Береславська // Вісник Національного банку України (укр.). – 2004. – № 8. – С. 16-17.

11. Сохацька О. М Ф'ючерсні ринки як інструмент макроекономічного регулювання майбутньої економічної кон'юнктури / О. М. Сохацька // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.12: Збірник наукових праць: Наукове видання. – Суми: УАБС НБУ, 2006. – С. 25-36.

12. Рудько-Силиванов В. В., Федосеев Д. А. Рынок производственных финансовых инструментов: взгляд в будущее // Деньги и кредит (рус.). – 2006. – № 8. – С. 29-35.

13. Global derivatives market: An Introduction [Electronic resource]. – Deutsche bourse group. – White paper. – Access mode : www.eurexchange.com/download/documents/publications/global_derivatives_market.pdf. – Title from a home page

14. Litvinova A. A Regulatory Approach to Derivative Markets: The Benefits of Private Sector Oversight [Electronic resource] / Anna Litvinova. – Pace University, 2007. – Access mode : <http://digitalcommons.pace.edu/honorscollegetheses/47>. – Title from a home page

15. Pirrong C. Rocket Science, Default Risk and The Organization of Derivatives Markets [Electronic resource] / Craig Pirrong. – Bauer College of Business, University of Houston, 2006. – 48 p.

16. Dodd R. The Structure of OTC Derivatives Markets [Electronic resource] / Randall Dodd // The Financier. – 2002. – Volume 9. – Access mode : <http://www.the-financier.com>. – Title from a home page

17. Річний звіт ПФТС за 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/2008>. – Заголовок з домашньої сторінки.

18. Інформаційно-аналітична довідка щодо діяльності організаторів торгівлі у червні 2008 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=290>. – Заголовок з домашньої сторінки.

19. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=583>. – Заголовок з домашньої сторінки.

20. OTC derivatives market activity in the first half of 2008. – Bank for International Settlements [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>. – Title from a home page

21. Quarterly review 1998-2009. – Bank for International Settlements [Electronic resource] . – Access mode : <http://www.bis.org/statistics>. – Title from a home page

Бурденко І. Н., Остапенко І. О.

В статье проанализировано место и масштаб рынка производных финансовых инструментов на рынке финансовых услуг Украины и мира с учетом его сегментации на биржевой и внебиржевой.

Ключевые слова: организованный, биржевой рынок производных финансовых инструментов, внебиржевой рынок производных финансовых инструментов, срочный рынок, производные финансовые инструменты.

Burdenko I., Ostapenko I.

Article deals with the financial derivatives market' place and scale on Ukrainian and world market of financial services. Role of organized (exchange) and over-the-counter markets is underlined

Key words: organized market, over-the-counter market, term market, financial derivatives.

Бурденко, І.М. Біржові та позабіржові ринки похідних фінансових інструментів: український і світовий аспекти [Текст] / І.М. Бурденко, І.О. Остапенко // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: стабілізація та євроінтеграція: зб. наук. праць. – Львів, 2009. – Вип. 2. – С. 62-72.