

УДК 336.76

*І. І. Рекуненко, канд. екон. наук, доц.,
ДВНЗ "Українська академія банківської справи НБУ";
М. Ю. Кусий, канд. екон. наук, доц.,
Таврійський національний університет імені В. І. Вернадського,
м. Сімферополь*

ВПЛИВ МАРКЕТ-МЕЙКЕРІВ НА ФОРМУВАННЯ ЦІНИ ФІНАНСОВОГО ІНСТРУМЕНТА

У статті окреслено необхідність розвитку інфраструктури ринку цінних паперів, зокрема інституту маркет-мейкерів для формування сприятливих умов забезпечення ліквідності фінансових інструментів.

Ключові слова: маркет-мейкер, біржа, цінні папери, хеджування.

Постановка проблеми. На сьогодні характерною ознакою фондового ринку є те, що в емітента є обмежена кількість ринкових механізмів, за допомогою яких можна вплинути на показники цінних паперів, таких як курсова вартість, обсяги торгів, величина спреда, ліквідність цінних паперів. Тому ефективне використання існуючої ринкової інфраструктури є важливим елементом реалізації стратегії емітентом на фондовому ринку. Здійснити більш ефективну реалізацію емісійної стратегії емітенту допомагають такі інфраструктурні учасники ринку, як маркет-мейкери, що підтримують ліквідність біржового ринку. Як правило, вони діють по обидва боки – як продавці та як покупці.

У той же час для того, щоб підтримувати котирування цінних паперів емітента, маркет-мейкер повинен мати як достатньо великий пакет цінних паперів, так і фінансову потужність, та активно працювати на ринку. В умовах економічних реалій дані учасники на вітчизняному ринку не мають достатніх важелів для повної реалізації своїх можливостей.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У більшості випадків у науковій і спеціалізованій літературі діяльність маркет-мейкерів вітчизняними та зарубіжними вченими висвітлюється побічно. Згадування про них відбуваються в рамках розкриття питань первинного розміщення акцій, ринку похідних цінних паперів, ринку Forex та інших аспектів фінансового ринку. Висвітленням проблем діяльності маркет-мейкерів займаються такі фахівці-практики, як Д. Серебренніков, В. Твардовський, С. Паршиков, С. Морозов, О. Старчієнко.

Не вирішені раніше частини загальної проблеми. Фундаментальною умовою для розвитку інституту маркет-мейкерів є функціонуючий реальний сектор економіки з підприємствами зі сприятливими фінансовими показниками і перспективами. Крім того, для ефективної діяльності самих маркет-мейкерів необхідно мати ефективну законодавчу базу та розвинуту інфраструктуру ринку цінних паперів.

Метою статті є визначення ролі маркет-мейкерів у процесі формування ціни фінансового інструмента.

Виклад основного матеріалу. Основним показником успішного публічного обігу емітованих цінних паперів є максимізація їх вартості. На зростання котирувань цінного папера на фондовому ринку впливає безліч взаємопов'язаних факторів, які мають як суб'єктивний, так і об'єктивний характер. Вплив даних факторів на ціну цінного папера в більшості випадків одноманітний, тому можна спостерігати таку циклічну взаємодію між ними (рис. 1).

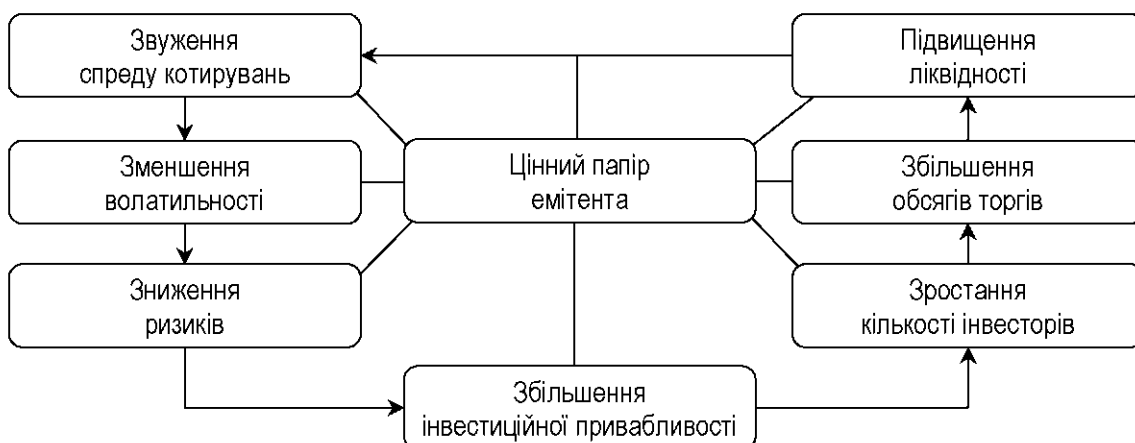


Рисунок 1 – Фактори впливу на вартість цінного папера

Одним із найважливіших факторів на даному рисунку є ліквідність, що формується на цінний папір на біржі. Тому в конкурентному середовищі торгів, відповідно, організатори повинні створити ліквідну біржу та сприятливі умови для гравців і інвесторів. Саме для даних цілей існує інститут маркет-мейкерів, і багато бірж у цілях підвищення ліквідності ринку звертаються до послуг маркет-мейкера.

Останні, будучи професійними учасниками біржових торгів, на підставі двосторонніх або тристоронніх договорів (табл. 1) беруть на себе зобов'язання підтримувати ліквідність за певними категоріями біржових товарів. Це виражається в тому, що вони одночасно виставляють котирування і на купівлю, і на продаж.

Таблиця 1 – Порівняння обов’язків сторін за дво- або тристоронніми договорами маркет-мейкера [1]

Сторона	Обов’язки за договорами	Двосторонній договір	Тристоронній договір
Маркет-мейкер	Підтримка двосторонніх котирувань	+	+
	Інформування емітента про настання обставин, які перешкоджають виконанню ним своїх зобов’язань	-	+
Біржа	Контроль за виконанням умов договору (зобов’язань маркет-мейкера) і надання звітності	+	+
	Надання емітенту консультативних послуг з питань розкриття інформації	-	+
	Надання емітенту своєчасної інформації про відповідність вимогам лістинга (приблизно за місяць до контрольної дати перевірки на відповідність цінного папера вимогам, що пред’являються біржею до котирувальних списків)	-	+
	Надання емітенту послуг з виготовлення інформерів, що транслюють підсумки торгів цінними паперами емітента	+	+
Емітент	Оплата послуг маркет-мейкера	-	+

Говорячи про маркет-мейкерів, потрібно визначитись із їх статусом на ринку. У світовій практиці офіційними маркет-мейкерами прийнято називати професійних учасників ринку, які забезпечують моментальну ліквідність закріплених за ними активах, що дозволяє іншим учасникам вільно купувати або продавати ці інструменти в будь-який момент часу. Згідно з правилами фондових бірж – це члени біржі, які зобов’язуються підтримувати ліквідність ринку відповідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, які допущені до біржових торгів.

З метою більш детального аналізу діяльності маркет-мейкерів слід проаналізувати значення даного терміна (табл. 2).

Здійснивши даний аналіз, слід відмітити, що цей учасник інфраструктури ринку бере на себе ризик придбання і зберігання на своїх рахунках цінних паперів певного емітента з метою організації їх продажів.

Особливу зацікавленість у створенні ефективного інституту маркет-мейкерів здатні виявляти емітенти, які повинні чітко розуміти цілі як своєї діяльності, так і посередників.

Таблиця 2 – Тракткування поняття “маркет-мейкер”

Джерело	Визначення
Офіційний сайт Національного банку України [2]	Це брокер або дилер, діяльність якого як професійного учасника валютного або фондового ринку полягає у забезпеченні постійних котирувань цін продавця та покупця на певні фінансові інструменти від свого імені або від імені клієнта
Сайт "InstaForex Companies Group" [3]	Це великі банки і фінансові організації, які визначають поточний рівень валютного курсу за рахунок значної частки своїх операцій у загальному обсязі світового ринку
Сайт "Щоденник трейдера" [9]	Це брокер або дилінговий центр, який бере на себе ризик придбання та зберігання на своїх рахунках цінних паперів певного емітента з метою організації їх продажу
Сайт "Форекс по-українськи" [4]	Це учасники торгівлі, брокери або дилери, допущені організаторами торгівлі до певного ринку, мають ліцензію на здійснення сприяння діяльності і зобов'язуються сприяти формуванню справедливої ринкової вартості базисного активу або інструмента, тим самим підвищуючи ліквідність ринку
Сайт "Fortrader.ru" [5]	Це менеджер на фондовій біржі, в обов'язки якого входить відстеження ходу торгової сесії та інформування учасників про зміни в ціні, курсах та ін.
Сайт "Optiontradingpedia.com" [10]	Це окрема особа або представник фірми, функцією якого є допомога у становленні ринку в обмінних опціонах, здійснюючи заявки та пропозиції по рахунку у разі відсутності замовлень на купівлю або продаж з метою забезпечення здійснення гладких і безперервних ринкових угод
Фінансово-економічний словник	Це менеджер фондової біржі, що стежить за ходом торгів, інформує учасників ринку про ціни, курс, дивіденди. В обов'язки маркет-мейкера входить оцінка тенденцій очікуваної прибутковості та надійності цінних паперів

На основі практичного досвіду та проаналізованого матеріалу можна виділити основні складові успішної діяльності маркет-мейкерів на ринку на основі наданих ним послуг (табл. 3).

З огляду на перспективи розвитку фондового ринку України, інститут маркет-мейкерів має важливе значення, саме як інфраструктурний елемент. Розвиток їх діяльності сприятиме більш стійкому функціонуванню фондового ринку України в цілому [8].

Для виконання своїх функцій маркет-мейкер одночасно підтримує котирування деякого обсягу на купівлю та на продаж на певному віддаленні один від одного. Його прибуток формується за рахунок періодичного виконання цих заявок, і, якщо припустити, що ринкова кон'юнктура залишається незмінною, дохід з кожної відкритої, а потім закритої позиції буде дорівнювати величині котируваного спреда [7].

Таблиця 3 – Види послуг і складові успішної діяльності маркет-мейкера

Показник	Види та характеристика вимог і послуг	
Види послуг	підтримка котирувань на купівлю і продаж	
	підтримка ліквідності акцій	
	фінансове консультування	
	проведення презентацій	
	проведення нових емісій акцій і пошук інвесторів, готових вкласти кошти в акції емітента	
Складові успішної діяльності	вимоги з боку емітента	емітент повинен вести політику відвертості стосовно своїх акціонерів, адже випадки обмеження прав акціонерів знижують його привабливість
		реєстроутримувач або зберігач повинен працювати чітко
		необхідні інформаційна прозорість емітента і прагнення до розкриття інформації про себе
	вимоги з боку маркет-мейкера	потрібно мати достатній обсяг фінансових коштів, щоб працювати не тільки із замовленнями інвесторів, але й за власний рахунок
		правильність вибору емітента для співпраці

Принцип роботи маркет-мейкерів по позиції P&L зображено на рисунку 2.

	$\frac{1010}{990}$	$\frac{1010}{990}$	$\frac{1010}{990}$	$\frac{1010}{990}$
Спред	}			
Позиція	+1	0	-1	0
P&L	0	+20	+20	+40

Рисунок 2 – Принцип роботи маркет-мейкера в ідеальних умовах

У реальності ж ринкова ситуація постійно змінюється, тому дохід маркет-мейкера в першу чергу залежить від інтенсивності зміни попиту та пропозиції, а також від торгової ліквідності активу. Чим спокійніший ринок і чим більше різноспрямованих угод проходить по інструменту, тим вище прибутковість. І навпаки, чим яскравіше виражений тренд і чим менше проходить угод, тим вона нижче. Як правило, офіційних маркет-мейкерів залучають біржі або емітенти цінних паперів, укладаючи з ними договір на підтримання котирувань із заздалегідь обумовленим спредом, обсягом і періодом часу, протягом якого виконуються

зобов'язання. Оскільки маркет-мейкер зобов'язаний підтримувати котирування незалежно від ринкової ситуації і своєї поточної позиції, що може призвести до серйозних збитків, він отримує винагороду від біржі або емітента, яка найчастіше є його основним джерелом доходу [7].

Звертаючись до зарубіжної практики, видно, що маркет-мейкери є центральною ланкою, і всі угоди укладаються через них з урахуванням їх котирування, хоча подібна практика характерна переважно для позабіржових торговельних систем, а на біржах використовується, скоріше за все, для організації обігу опціонів.

Слід сказати, що до найбільш відомих у світі маркет-мейкерів належать:

- Deutsche Bank;
- UBS;
- Citi;
- Royal Bank of Scotland-Barclays Capital;
- Bank of America;
- HSBC;
- Goldman Sachs;
- JP Morgan;
- Morgan Stanley [5].

Варто зауважити, що в Україні офіційною датою народження маркет-мейкерів вважається 15 травня 1996 року, коли в документі ПФТС “Торгові правила асоціації “Позабіржова фондова торгова система” було введено поняття “маркет-мейкер”. Але ситуація не змінилася і все залишилося тільки на папері.

Згодом про необхідність появи інституту маркет-мейкерів на фондовому ринку України почали говорити в 1998 р., що було пов'язано з об'єктивною необхідністю забезпечення сталого функціонування торгівлі цінними паперами, є якому зацікавлені всі учасники ринку. Йшлося про те, що за умови зростання масштабів купівлі-продажу та обсягів укладання угод сегменти ринку фактично самі ініціюють появу інституту маркет-мейкерів. Але, як відомо, масштаби фондових операцій значно знизилися після осінньої кризи 1998 р., і ринок ще й досі “не оговтався” на всі 100 % [6].

Проте реально інститут почав працювати лише в липні 1999 року, коли було визначено первинний перелік “маркет-мейкерів” і узгоджено всі юридичні та технічні особливості цього питання.

На сьогодні ПАТ “Українська біржа” активно почала використовувати інститут маркет-мейкерства. Серед лідерів за обсягами торгів – компанії ТОВ “Драгон Капітал”, ТОВ “Тройка Діалог Україна” та АТ ІК “Прспект Інвестментс”, які обіймають до 35 % усього річного

обороту біржі. Також маркет-мейкером біржі є інвестиційна компанія ЗАТ “Сінком капітал”.

Згідно з правилами торгівлі маркет-мейкер – учасник торгової системи, який має певний статус і у встановленому правилами порядку взяв на себе певні зобов’язання з котирування цінних паперів, внаслідок чого отримав додаткові права щодо інших учасників торгової системи, які не є маркет-мейкерами. Відповідно до цих правил маркет-мейкери повинні:

- по-перше, розкривати перед іншими маркет-мейкерами свою фінансову звітність;
- по-друге, виконувати додаткові зобов’язання, що покладаються тільки на маркет-мейкерів.

Маркет-мейкер є членом строкової біржі, що взяв на себе зобов’язання з виконання спеціальних (підвищених) вимог щодо участі у торгах з метою збільшення ліквідності біржового ринку. Базові умови маркет-мейкера, як правило, включені в нормативні документи строкових бірж, а детальні умови обговорюються в угодах про здійснення маркет-мейкінга, що укладаються біржами в розвиток положень нормативних документів. Дані угоди розраховані на певний контрольний термін – зазвичай від 1 до 3 років, після закінчення якого вони можуть бути припинені або пролонговані залежно від результату діяльності маркет-мейкера. У разі істотних відхилень результатів маркетмейкінга від обумовлених у документі умов угоди можуть бути достроково розірвані.

Загалом у зарубіжній практиці виділяють два основних види маркет-мейкерів – ті, що виставляють регулярні котирування (регулярні маркет-мейкери), і ті, що виставляють котирування у відповідь на запит (додаткові маркет-мейкери).

Основними обов’язками регулярних маркет-мейкерів є:

- оголошення на регулярній основі (кожен робочий день протягом певного періоду торгової сесії) двосторонніх котирувань шляхом введення в торговельну систему заявок за певними серіями (маркет-мейкер зазвичай має право завершити виставлення котирувань в останні кілька днів перед їх виконанням);
- дотримання мінімально допустимого обсягу заявок на рівні не нижче встановленого в угоді про здійснення маркет-мейкінга;
- дотримання встановленого максимально допустимого спреду між котируваннями купівлі-продажу;
- відновлення котирувань протягом певного періоду часу після їх задоволення в торговельній системі в межах узгодженого з біржею ліміту зобов’язань маркет-мейкерів.

Угодою про проведення маркет-мейкінга можуть бути передбачені розширені показники спреда котирувань купівлі-продажу для періодів підвищеної волатильності, а також в умовах надзвичайних ситуацій.

Додаткові маркет-мейкери мають аналогічні обов'язки, крім першого пункту: введення в торговельну систему заявок не менше встановленого обсягу протягом певного періоду часу після отримання запиту на котирування і підтримання їх протягом погодженого з біржею періоду часу після введення.

Переважною формою маркет-мейкінга є виставлення регулярних котирувань. Однак деякі строкові біржі використовують форму маркет-мейкінга з виставленням котирувань у відповідь на запит (наприклад, Eitex) або поєднують обидві форми. Зокрема на ринку Італійської біржі існує дві категорії маркет-мейкерів: первинні маркет-мейкери (Primary Market Makers), на тривалій основі підтримуючі ліквідність протягом торговельної сесії, і маркет-мейкери, які надають додаткову ліквідність ринку шляхом виставлення заявок у відповідь на спеціальні запити, що надходять від інших учасників торгів.

Крім офіційних маркет-мейкерів, існують і так звані неофіційні, які використовують ті ж принципи роботи, але, на відміну від перших, не пов'язані будь-якими зобов'язаннями. Це дає свободу у виборі величини спреда та обсягу котирувань, а також дозволяє в будь-який момент часу вийти з ринку при виникненні несприятливого тренда. Найчастіше такі маркет-мейкери вибирають для роботи інструменти з високою торговою ліквідністю, оскільки велика кількість різноспрямованих угод нівелює трендову складову і сприяє збільшенню прибутку [7].

За виконання маркет-мейкером покладених на нього функцій учасник торгів отримує винагороду. Розмір винагороди розраховується по кожному типу строкових інструментів, за якими членом секції виконуються функції маркет-мейкера, і включає винагороду за:

- подання та підтримання зустрічних заявок;
- здійснення угод (заміщає собою винагороду за подання та підтримання зустрічних заявок при перевищенні його розміру);
- розвиток ринку.

Діяльність маркет-мейкера супроводжується високим ризиком, має ризиковий характер. Тому учаснику біржової торгівлі необхідно тримати на своїх рахунках вільні грошові кошти і цінні папери, за якими він забезпечує ліквідність ринку. Він повинен бути готовий укласти угоду і з продажу, і з купівлі в будь-який момент і з будь-якою особою, що висловила бажання здійснити операцію.

Зазначимо основні ризики, з якими зустрічаються маркет-мейкери в процесі виконання своїх обов'язків [10]:

1. Спрямований ризик (Delta Risk Directional) – це ризик, що полягає в тому, що ціни опціонів обертаються проти маркет-мейкера як основна зміна вартості акцій. Маркет-мейкер послідовно робить спроби хеджувати цей ризик, ідучи шляхом “Delta Neutral Trading” (Дельта-нейтральною торгівлею) – це будівництво позицій, які не реагують на невеликі зміни в ціні базового запасу.

2. Гамма-ризик (Gamma Risk) – полягає в тому, що дельта вартість акцій може змінюватися з плином часу. Це постійно загрожує зміною чутливої дельти нейтральної позиції маркет-мейкера на позитивну або негативну дельту, тим самим наражаючи маркет-мейкера на спрямований ризик. Гамма-ризик може бути подолано шляхом прийняття гамма-нейтральних позицій.

3. Мінливий (волатильний) ризик – зростання непрямої мінливості на ринку збільшує зовнішню цінність опціонів на акції, в той час як зниження непрямої мінливості зменшує зовнішню цінність опціонів на акції належним чином. Ще він є відомим як Vega-ризик (тобто вимірює чутливість цін опціонів на зміну непрямої мінливості). Маркет-мейкери, які мають запас опціонів на акції, можуть зазнати збитків, якщо мінливість знижується.

4. Ризик часового розпаду (Time Decay Risk) – це ризик, коли премія опціону на акцію зменшується з наближенням дати закінчення, навіть якщо основний запас не рухається. Маркет-мейкер з інвентаризації довгих опціонів на акції може зазнати збитків протягом тривалого часу, навіть якщо основний запас акцій не рухається.

5. Ризик зміни процентної ставки (Interest Rate Risk) – опціони на акції, особливо довгострокові, зазнають незначних змін через процентні ставки. Ця зміна, хоча і є несуттєвою для більшості трейдерів, проте має важливе значення для маркет-мейкерів, які мають дуже великий запас опціонів на акції. Цей ризик представлений параметрами Rho (вимірює чутливість цін опціонів на зміну процентних ставок).

6. Дивідендний ризик – оголошені дивіденди знижують вартість опціону, оскільки власник його не отримує їх. Такі ризики, як правило, хеджуються маркет-мейкерами шляхом купівлі основних акцій перед оголошенням дивідендів. Отримані дивіденди потім хеджують проти зниження вартості опціону.

Необхідно звернути увагу на те, що, на відміну від трейдерів опціонів, маркет-мейкери не можуть продати свої запаси опціонів на акції лише тому, що вони знають, що ці опціони на акції збираються зменшитися у вартості у зв'язку з будь-яким із зазначених ризиків. Ось чому хеджування є важливим навиком для маркет-мейкерів.

У ситуації, коли учасники ринку в масовому порядку починають позбуватися слабких біржових активів, маркет-мейкер зобов'язаний підтримувати ліквідність і виставляти котирування на купівлю слабшого активу. Це істотно ускладнює становище маркет-мейкера. По-перше, він придбає біржовий актив, заздалегідь знаючи про обвал ринку і про те, що вартість активу неминуче знизиться. По-друге, для придбання таких активів він змушений вивільняти грошові ресурси і в цих цілях продавати активи більш надійні, які в перспективі підвищаться в ціні. По-третє, маркет-мейкер буде в змозі продавати раніше куплені активи лише тоді, коли біржові ціни почнуть підніматися, тобто учасники біржової торгівлі почнуть купувати їх. Це означає, що протягом усього періоду часу його грошові ресурси будуть вкладені в неліквідні активи і не принесуть доходу.

Саме з цих причин учасники торгів при виборі біржових активів, за якими вони повинні виступати маркет-мейкером, ретельно аналізують перспективи розвитку і ризику за такими біржовими активами, а також свої можливості в разі обвалу цін по таких активах, зокрема здатність оперативно і в повному обсязі підтримувати їх ліквідність.

Важливим фактором для маркет-мейкера є також уміння вести збалансовану спред-політику, тобто співвідношення виставлених їм цінових показників при купівлі і продажу. Маркет-мейкер зацікавлений в отриманні прибутку, тобто в низьких цінах з виставлених котирувань на купівлю і високих цінах з виставлених котирувань на продаж. Однак таке балансування повинно відповідати справедливим аукціонним цінам самої біржі.

Висновки. Отже, можна зробити висновок, що маркет-мейкери є центральним елементом на всіх провідних біржах світу, оскільки виконують одну з головних функцій на ній – підтримання певного рівня ліквідності цінних паперів. На українському ж біржовому ринку маркет-мейкери не набули широкого розповсюдження, що можна пов'язати з недостатньо розвиненим фондовим ринком та занепадом економіки, особливо її промислового сектору, що не дає можливості емітентам повною мірою працювати з цими біржовими учасниками.

Список літератури

1. Маркет-мейкеры [Электронный ресурс] / Официальный сайт RTS Биржа. – Режим доступа : <http://www.rts.ru/s836>. – 03.02.2013. – Название с экрана.
2. МАРКЕТ-МЕЙКЕР [Електронний ресурс] / Офіційне інтернет-представництво Національного банку України, Глосарій банківської термінології. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control /uk/publish/article?art_id=123437&cat_id=123217. – 02.02.2013. – Назва з екрана.
3. Маркет-мейкеры 2011 [Електронний ресурс] / Офіційний сайт InstaForex.com. – Режим доступа : http://instaforex.lviv.ua/uk/beginners/where_to_start/forex_market_makers.php. – 02.02.2013. – Назва з екрана.

4. Маркет-мейкери на ринку Форекс. Хто вони? [Електронний ресурс] : інтернет-сайт “ФОРЕКС ПО-УКРАЇНСЬКИ”. – Режим доступу : <http://treider.org.ua/dilingoviy-tsentr/market-meykeri-na-rinku-foreks.-hto-voni.php>. – 03.02.2013. – Назва з екрана.
5. Маркет-мейкер (market-maker) [Електронний ресурс] : інтернет-сайт “FORTRADER.RU”. – Режим доступу : <http://uk.fortrader.ru/birzhevoj-slovar/market-mejker-market-maker.html>. – 02.02.2013. – Назва з екрана.
6. Маркет-мейкери у системі ринкових відносин [Електронний ресурс] / Інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку “Україна фінансова”. – Режим доступу : http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/076.htm. – 03.02.2013. – Назва з екрана.
7. Серебренников Д. Стратегии маркет-мейкинга / Д. Серебренников // F&O. – 2011. – № 5. – С. 66–71.
8. Старчієнко О. Маркет-мейкери у системі ринкових відносин [Електронний ресурс] / О. Старчієнко. – Режим доступу : http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/076.htm. – 03.02.2013. – Назва з екрана.
9. Хто такий маркет-мейкер? [Електронний ресурс] : Щоденник трейдера. – Режим доступу : <http://ukrforex.ru/rizne/hto-takuj-market-mejker.html>. – 03.02.2013. – Назва з екрана.
10. Who Are Market Makers? [Electronic resource] : Website OPTIONTRADING-PEDIA.COM. – Mode of access : http://www.optiontradingpedia.com/market_makers.htm. – 03.02.2013. – Title screen.

Отримано 08.08.2013

Summary

The article describes the need for infrastructure development of the securities market, namely institute market-makers to create an enabling environment to ensure the liquidity of financial instruments.