

Макаренко І. О.

аспірант ДВНЗ «Українська академія банківської справи»

**ФІНАНСОВА СТІЙКІСТЬ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ
ІНСТРУМЕНТІВ В МЕЖАХ СИСТЕМНОГО ПІДХОДУ**

У статті розглянуто характеристики ринку похідних фінансових інструментів з позиції системного підходу. На основі поєднання теорії систем і фінансової теорії було сформульовано визначення поняття «фінансова стійкість ринку похідних фінансових інструментів» та наведено перелік ендогенних і екзогенних факторів, що на неї впливають. Фінансово стійкий ринок похідних фінансових інструментів є основою макроекономічної стабілізації і ефективної взаємодії фінансового і реального сектору.

Ключові слова: ринок похідних фінансових інструментів, строковий ринок системний підхід, стійкість, фінансова стійкість ринку похідних фінансових інструментів.

Постановка проблеми. Існування дилеми між роллю строкового ринку (ринку похідних фінансових інструментів (далі - ПФІ) як інструменту макроекономічної стабілізації за класичною економічною теорією та можливою деструктивною роллю цього ринку для усієї фінансової системи, у випадку його нестійкості, зумовлює необхідність дослідження питань фінансової стійкості ринку ПФІ. Потреба у системному вивченні стійкості ринку ПФІ зумовлена нерозкритістю даної проблематики і її актуалізацією з реформуванням глобального фінансового ринку і зростанням ризиків, притаманних ПФІ, а також з побудовою окремих елементів механізму ринку ПФІ в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження фінансової стійкості в вітчизняній фінансовій теорії концентрується переважно навколо двох полярних об'єктів – стійкості окремих фінансових та нефінансових агентів – банків (банківської системи), страхових компаній

та компаній реального сектору [6, 3, 4, 2, 16] або ж стійкості усієї фінансової системи [15, 8]. Тільки поодинокі дослідження стосуються стійкості фондового ринку [10]; дослідження стійкості ринку ПФІ не набули значного поширення.

Певні підходи до оцінки ризиковості і стійкості ринку ПФІ були сформульовані російськими дослідниками, проте безпосереднього визначення стійкості ринку ПФІ та обґрунтування цієї категорії не наводиться. Варто відзначити, що Д. А. Федосєєв пропонує систему показників для аналізу ризиків ПФІ та впливу цих інструментів на національну економіку, підкреслюючи їх ризиковість [13]. К. С. Чекмарьов також будує систему показників для дослідження стійкості ринку ПФІ та його ризиковості, проте не надає дефініції цього поняття [14].

Мета статті: виявити основні системні характеристики ринку ПФІ та на їх основі сформулювати визначення поняття «фінансова стійкість ринку ПФІ»

Виклад основного матеріалу. Розглядаючи ринок ПФІ як систему, можна навести наступне його розуміння як «складної самоорганізуючої економічної системи, яка характеризується нелінійністю та еволюційним характером розвитку, наявністю зворотного зв'язку, мінливістю й волатильністю в довгостроковій перспективі» [1, с. 173]. На нашу думку, вказані у визначенні особливості ринку потребують поширення і актуалізації в межах теорії систем і сучасних загальносистемних характеристик ринку ПФІ. Окремо розглянемо кожен з запропонованих характеристик:

– структурованість – ринок ПФІ як система має складну внутрішню архітектуру взаємопов'язаних елементів, яка може розглядатися з позиції структуризації за видами похідних, за ступенем організованості;

– цілісність – функціонування структурних елементів ринку опосередковане рядом нерозривних взаємозв'язків – відносин з приводу післяторгівельного обслуговування (клірингового, депозитарного),

управління ризиками ПФІ, документального забезпечення, тощо, які власне і визначають існування системи;

– емерджентність (неаддитивність) – ринок ПФІ є якісно новою системою, що не представляє просту суму її структурних елементів: ринкові інститути і відносини між ними є досить подібними до аналогічних на ринках базових активів проте їх поєднання на ринку ПФІ дає новий синергетичний ефект – здатність хеджувати ризики);

– обмеженість – аналізуючи ринок ПФІ як абстрактну категорію, відбувається відокремлення його системної сутності від взаємопроникнення ринку - системи похідних та ринку - системи базових інструментів, а також між різними ринками та видами самих похідних (свопціон наприклад). Відповідно при переході до конкретного, система ринку ПФІ виступає відкритою для взаємодії з іншими системами;

– ієрархічність – ринок ПФІ є системою 3 порядку по відношенню до ринку базових активів (третинний ринок), а з розвитком фінансового інжинірингу на ринок ПФІ нашаровується система 4 рівня – ринок похідних інструментів на похідні фінансові інструменти (четвертинний ринок) і т.д.;

– цілеспрямованість – першочерговими цілями ринку ПФІ були створення прозорого і однорідного глобального економічного простору на макрорівні та підвищення конкурентоздатності та ефективності окремого його учасника на мікрорівні системи, проте на сьогодні спостерігається зміна цільової настанови на отримання інвестиційних надприбутків окремих учасників, що спотворює процес розподілу капіталу в економічному просторі;

– функціональність – цільову настанову системи ринку ПФІ супроводжують його функції, які теж були переорієнтовані з хеджування ризиків, забезпечення інформаційності, інноваційності та загальної ефективності ринку на створення фіктивного капіталу та реалізацію спекулятивних мотивів;

– самоорганізація та саморегуляція – діалектика ринку похідних інструментів проявляється як у еволюційній зміні акцентів з початкового ринку товарних похідних на ринок ПФІ, так і в ускладненні самих інструментів та їх пристосуванні до потреб інвесторів. Саморозвиток ринку ПФІ також полягає у його прагненні до концентрації та реалізації глобальних інтересів: спостерігається тенденція до інтеграції локальних ринків ПФІ в систему вищого рівня – глобальний ринок ПФІ. Зі зростанням рівня самоорганізації та саморегуляції, стихійний позабіржовий ринок з існуючою на сьогодні розгалуженою інфраструктурою назвати неорганізованим можна умовно. Проте здатність до задіяння регулятивних механізмів системи («невидимої руки» ринку ПФІ) ставиться під сумнів неадекватним спекулятивним розмахом ринку;

– стійкість – адаптивність ринку ПФІ як саморегулюючої системи до ендогенних та екзогенних факторів (можливих шоків і дисбалансів), що визначають її існування та відновлення стану ринку згідно закону заперечення заперечення на якісно новому рівні зі збереженням визначальних його характеристик. Періодичні кризи на фінансових ринках, у т.ч. і ринках ПФІ є вузловими моментами нового витка спіралі – зміни парадигми функціонування ринку ПФІ, що супроводжуються переосмисленням ролі ринку та корекції його механізму.

Останні дві властивості ринку ПФІ як системи, на наш погляд, слід розглядати у нерозривному зв'язку, особливо для динамічних систем, що еволюціонують, якою власне є і ринок ПФІ.

Ринок ПФІ з високим ступенем самоорганізації та саморегуляції, де нівелюються ризики використання ПФІ теоретично є стійким. Більше того, згідно з класичною теорією Дж. М. Кейнса наявність строкового сегменту в структурі фінансового ринку сприяє макроекономічній стабілізації [5, 11]. У той же час, об'єктивно з урахуванням реалій розвитку глобального фінансового ринку та ринку ПФІ його здатність до саморегуляції (самокорекції) та підтримання стійкого стану не працює. Саме нездатність

до самокорекції ринку ПФІ Дж. Сорос вважає причиною реалізації і поширення можливих катастрофічних ризиків на ньому та нестабільності глобального фінансового ринку [12].

Стійкий ринок ПФІ дозволяє його учасникам ефективно хеджувати ризики, отримувати потрібну інформацію, сприяє ефективному розміщенню ресурсів, зменшує невизначеність майбутньої кон'юнктури, позитивно впливає на реальний сектор економіки та протистоїть зовнішнім шокам. Вірним є і зворотне твердження – нестійкий ринок ПФІ може стати джерелом нестабільності спочатку усього фінансового сектору, а потім і реального. Варто наголосити, що система, яка функціонує у стійкому вигляді, передусім здатна до самокорекції (саморегуляції), цим самими запобігаючи виникненню кризових явищ. Проте сучасний стан ринку ПФІ, досліджений нами на предмет статистичної стійкості динамічного ряду за допомогою карт Шухарта, свідчить про відсутність саморегуляції на цьому ринку, що призводить до його нестійкості.

Так як не працюють механізми саморегулювання системи ринку, вона виділяє багато вільної енергії, накопичує ентропію (зростання обсягів ПФІ і системного ризику) і деградує, хоча первісно її елементи – окремі ПФІ, інститути та відносини, що опосередковують їх обіг та функціонування, були покликані пов'язати реальний та фінансовий сектори, забезпечуючи при такому дуалістичному поєднанні функцію хеджування ризиків. На нашу думку, причинами відсутності самоорганізації як ознаки функціонування ринку ПФІ можна назвати наступні:

– заміна реальних товарно-грошових відносин відносинами, що опосередковують купівлю-продаж ризиків (у випадку хеджування) та створення фіктивного капіталу (у випадку спекуляції $\Gamma - \Gamma^1 - \dots - \Gamma^n$, де кількість порядків дорівнює ступеню похідності інструментів – похідні на похідні);

– вартість ПФІ, особливо на позабіржовому ринку, визначається не з допомогою попиту і пропозиції, а з допомогою численних методів оцінки ПФІ, розроблених на основі ідеалізованих теоретичних моделей окремими фахівцями – квантами під конкретні потреби клієнтів з застосуванням методів і моделей фінансового інжинірингу;

– механізм «природного ходу речей» - «Laissez faire et laissez passer le monde va de lui même!» та невидимої руки ринку на ринку ПФІ спотворені визначальними спекулятивними мотивами учасників ринку.

Звідси стійкість ринку ПФІ як його загальносистемна властивість в умовах реформування архітектури фінансового ринку і ринку ПФІ як його складової в глобальному та національному масштабі є, на нашу думку, ключовою на даному етапі розвитку системи ринку. Крім описових визначень теорії систем, що дають лише загальне розуміння стійкості, виникає необхідність формулювання визначення стійкості ринку ПФІ з позицій фінансової теорії. Отже, визначення стійкості ринку ПФІ має бути продуктом композиції системної та фінансової теорій.

На позначення перекладу усталеного англomовного терміну «financial stability» вітчизняними дослідниками пропонуються варіанти як фінансової стійкості, так і фінансової стабільності. Для внесення ясності в термінологічні дискусії і визначення фінансової стійкості ринку ПФІ необхідно сформулювати чітке уявлення про саму категорію «стійкість», що є міждисциплінарною, ключовою при дослідженні питань макроекономічної стабільності і рівноваги, і походить, перш за все, із згадуваних теорій систем і системного підходу.

Для цього скористаємося визначенням стійкості системи, що застосовується Л. Г. Мельником. У своєму дослідженні, він розмежовує такі параметри системи: стабільність і стійкість. Головна відмінність між ними полягає в тому, що перший характеризує залежність поведінки системи від внутрішніх чинників, а другий – від зовнішніх.

Зокрема, стабільність (від лат. *stabilis* – діючий в незмінному вигляді) – здатність системи зберігати свою структуру і функціональні особливості під впливом внутрішніх чинників, наприклад продуктів обміну, що накопичується. Стійкість – це здатність системи зберігати за різних параметрів зовнішнього середовища свою структуру і функціональні особливості, достатні для діяльності. З урахування взаємозв'язку між означеними поняттями автор встановлює залежність стійкості системи від трьох факторів – толерантності (здатності системи сприймати несприятливі фактори зовнішнього середовища), резистентності (здатності протидіяти впливу цих негативних факторів або пригнічувати його) і відповідно стабільності системи, що визначається її внутрішніми факторами [9].

Думці Л. Г. Мельника ідентичні також думки О. В. Крухмаль, А. Ю. Юданова, що в основі стійкості як здатності протистояти внутрішньому та зовнішньому впливу лежить така ознака як стабільність [6, 17]. Крім того, О. В. Крухмаль наголошує, що стабільність – це перманентна якісна характеристика, стійкість – характеристика, яка показує здатність системи протистояти силі, що, у свою чергу, здобувається, змінюється в процесі функціонування [6]. У цьому зв'язку важко погодитись із І. В. Ларіоною, яка вважає, що стабільність є більш широким поняттям, а стійкість є основою стабілізації [7].

Важливим поняттям при розгляді стійкості ринку ПФІ є його стійкість в динаміці, тобто забезпечення стійкого розвитку і самоорганізації як ключових властивостей системи.

Неоднозначність поняття стійкої (стабільної) рівноваги полягає в тому, що «стійкість» можна розуміти і як здатність утримувати рівновагу (не падати, не руйнуватися), і як стабільність, тобто здатність не змінюватись або підтримувати певні стійкі темпи руху (розвитку). Слід сказати, що термінологічно перше значення більшою мірою відповідає традиційному визначенню «стійкого розвитку», сформульованого в

оригінали - «sustainable development» (дослівно означає «підтриманий розвиток»). У зв'язку з цим, в українській науковій термінології варто вживати поняття «стійкий розвиток». Термін «сталий розвиток» (відповідає російському «постоянный/стабильный»), що часто вживається в науковій літературі використовується на позначення іншого поняття. Таким чином, стійкий розвиток за своїм внутрішнім змістом має означати перманентне відтворення так званого стану динамічної рівноваги з періодичною зміною його рівня, при якому відбувалося б постійне розв'язання суперечностей між внутрішніми компонентами системи, а зміна параметрів середовища існування системи не виходила за межі катастрофічних (фатальних) для системи трансформацій [9, с. 413].

Крім особливостей застосування терміну «стійкість» в межах системної теорії для відкритих, динамічних систем, якою є ринок ПФІ, звернемо увагу на її тлумачення в межах фінансової теорії стосовно ринку ПФІ як фінансового інституту.

Стойкість ринку не повинна розглядатися точково, ситуативно. На нашу думку, вона повинна розумітись як сукупність стійких станів ринку протягом певного періоду часу (часового континууму) в динамічній рівновазі. Це підтверджується і в дослідженні [10], у якому поняття "стійкість фондового ринку" визначено як "сталу позитивну довгострокову динаміку (позитивний тренд) основних параметрів розвитку фондового ринку за відсутності хаотичної стрибкоподібної поведінки фондових індексів у короткостроковому вимірі".

У розумінні Г. Дж. Шиназі фінансова система може вважатися стійкою, якщо вона:

а) дозволяє ефективно розподіляти економічні ресурси як у просторі, так і в часі, а також інші фінансово-економічні процеси (наприклад, заощадження та інвестування коштів, кредитування та запозичення, освіта і розподіл ліквідності, формування цін активів і, в кінцевому підсумку, накопичення багатства і зростання виробництва);

б) дозволяє оцінювати, котирувати і розподіляти фінансові ризики і здійснювати управління ними;

в) зберігає здатність виконувати ці важливі функції навіть перед зовнішніми потрясіннями або при посиленні диспропорцій [15, с. 2].

У контексті ринку ПФІ зазначене визначення набуває особливого значення, оскільки саме функції оцінки, розподілу та управління ризиків є внутрішньо іманентними для ринку ПФІ.

Узагальнюючи визначення провідних європейських фахівців у сфері фінансів і банківської справи колектив вітчизняних авторів з НБУ визначає «стійкість фінансової системи – як такий стан динамічної фінансової системи, за якого вплив будь-яких шоків на фінансову систему (чи на окремі її елементи) не заважає їй забезпечувати ефективний перерозподіл фінансових ресурсів в економіці, функціонування платіжної системи, а також абсорбцію (амортизацію) шоків. Крім того, на сьогодні серед основних стратегічних орієнтирів, які мають реалізовуватись, у тому числі завдяки стійкому функціонуванню фінансової системи, слід зазначити: забезпечення сталого економічного розвитку, ... а також недопущення негативного впливу на економіку динаміки цін на реальні та фінансові активи» [8, с.47].

Відповідно, при формулюванні визначення стійкості ринку ПФІ повинні бути враховані всі семантичні і фінансові особливості використання терміну «стійкість». Зокрема, до таких слід віднести:

– здатність ринку як системи сприймати і протистояти впливам зовнішніх факторів (шоків, дисбалансів) на основі стабільності відносно внутрішніх факторів) і підтримувати своє функціонування у динамічній рівновазі;

– здатність ринку як фінансового інституту не зважаючи на певні диспропорції (шоки) виконувати покладені на нього функції і забезпечувати певні параметри усієї фінансової системи і реальної економіки.

Отже, під фінансовою стійкістю ринку ПФІ пропонується розуміти здатність ринку сприймати і протистояти впливам зовнішніх факторів і підтримувати своє функціонування у динамічній рівновазі на основі стабільності відносно внутрішніх факторів та забезпечувати виконання його функцій в умовах позитивної взаємодії реального і фінансового сектору та макроекономічної стабілізації.

Висновки та перспективи наступних досліджень Таким чином, ринок ПФІ можна охарактеризувати як складну, відкриту і динамічну систему, якій притаманні самоорганізація, функціональність, структурованість, емерджентність, цілісність, обмеженість, ієрархічність, стійкість та ін. системні властивості. В контексті реформування глобальної фінансової системи та розбудови строкового ринку України, фінансова стійкість ринку ПФІ потребує значної уваги. У зв'язку з недостатнім рівнем розробленості окресленого питання в наукових джерелах було сформульовано визначення фінансової стійкості ринку ПФІ. Проте більш детального розгляду потребують фактори, що впливають на стійкість ринку ПФІ, система показників, за допомогою яких можна охарактеризувати фінансово стійкий стан ринку ПФІ та прогнозувати кризові явища на ринку з порушенням його стійкості.

Список літератури

1. Андрєєва Г.І. Ринок похідних цінних паперів як самоорганізуюча система / Г.І. Андрєєва // Міжнародна банківська конкуренція: Теорія і практика: Збірник тез доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції (15-16 травня 2008 р.).- Суми., 2008.- С.172-173.

2. Берлін М. С. Моделі управління фінансовою стійкістю страхової компанії : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.11 / М.С. Берлін; Донец. нац. ун-т. – Донецьк, 2008. – 20 с

3.Добош Н. Оцінка фінансової стійкості страховика / Н. Добош // Формування ринкової економіки в Україні . – 2009. – Вип. 19. – С. 207–212.

4. Зінченко, В.О. Забезпечення стійкості банківської системи України : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08. 00. 08 / Зінченко Віктор Олександрович. – Суми, 2008. – 238 с.

5. Кейнс Дж. М. Трактат о денежной реформе / Пер. с англ. / Дж. М. Кейнс. – М. : Экономика, 1993. – 543 с.

6. Крухмаль, О.В. Оцінка фінансової стійкості банків : інформаційне і методичне забезпечення : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08. 00. 08 / Крухмаль Олена Валентинівна. – Суми, 2007. – 256 с.

7. Ларионова И. В. Реорганизация коммерческих банков / И. В. Ларионова. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 159 с.

8. Організаційно-методичні підходи до запровадження в НБУ системи оцінки стійкості фінансової системи: Інформаційно-аналітичні матеріали / За редакцією д.е.н., проф. В.І. Міщенко, к.е.н., доц. О.І. Кіреєва і к.е.н. М.М. Шаповалової – Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 97с.

9. Основи стійкого розвитку: Навчальний посібник / За заг. ред. д. е. н., проф. Л. Г. Мельника. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2005. – 654 с.

10. Оцінка і забезпечення стійкості фінансових ринків України [Електронний ресурс]. – Інститут економіки і прогнозування НАН України. – Режим доступу: http://www.ief.org.ua/new_page_03.htm. – Заголовок з екрану

11. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія / Л.О. Примостка. – К.: КНЕУ, 2001. – 263 с.

12. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура / Дж. Сорос // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С.56-84.

13. Федосеев, Д. А. Влияние рынка производных финансовых инструментов на риски российской экономики : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Федосеев Дмитрий Александрович. - Владивосток, 2006. – 154 с.

14. Чекмарев К. С. Инструменты срочного рынка в управлении финансовыми рисками компаний: дис. ... канд. экон. наук. : спец. 08.00.10 /

Чекмарев Кирилл Сергеевич. – Москва: Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова, 2009. – 156 с.

15. Шинази Г.Дж. Сохранение финансовой стабильности / Гарри Дж. Шинази // Международный валютный фонд, 2005 . – 34 с.

16. Шірінян Л. В. Фінансова стійкість страхових компаній та шляхи її забезпечення: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.08 / Л. В. Шірінян; Харк. нац. ун-т ім. В.Н.Каразіна. – Х., 2007. – 20 с.

17. Юданов А. Ю. Секреты финансовой устойчивости международных монополий / А. Ю. Юданов. – М.: Финансы и статистика, 1991

Summary

Article deals with the characteristics of the financial derivatives market according to a systematic approach. Based on a combination of systems theory and finance theory a definition of "financial stability of financial derivatives market" has been formulated.

Макаренко, І.О. Фінансова стійкість ринку похідних фінансових інструментів в межах системного підходу [Текст] / І.О. Макаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2011. – Вип. 31. - С. 204-213.