

*Андрєєва Г.І., к.е.н.,
доцент кафедри обліку і аудиту
ДВНЗ «УАБС НБУ» м. Суми*

ІСТОРИЧНІ АСПЕКТИ СТРОКОВОГО РИНКУ (РИНКУ ПОХІДНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ) І ЙОГО РОЛЬ В ЕКОНОМІКИ КРАЇНИ

В статті розглядаються історичні аспекти строкового ринку, його функції та значення для економіки країни.

Ключові слова: строковий ринок, деривативи, фінансові інструменти, ф'ючерсні контракти, форвардні контракти, опціони.

Постановка проблеми. На сучасному етапі розвитку економіки важливого значення набуває фінансовий ринок на якому здійснюється розподіл грошових коштів між учасниками економічних відносин. За часовою ознакою його можна розділити на два сегменти: спотовий (spot markets) і строковий (time markets) ринок. Спотовий (касовий) ринок - це ринок, на якому укладення угоди передбачає її негайного виконання. Момент виконання навмисно не відділяється в часі від моменту укладення угоди. Реально іноді виникає деяка затримка між ними через технічні причини, але, як правило, вона не перевищує двох днів.

Проте, важливим результатом структурних перетворень, що проводяться в країні, стало суттєве зростання інтересу господарюючих суб'єктів до строкового ринку – ринку похідних цінних паперів. Учасники економічних відносин почали усвідомлювати важливість механізму хеджування як засобу управління ризиком, а деякі з них почали використовувати похідні фінансові інструменти для захисту своїх інвестицій від можливих втрат.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вивченню теоретичних основ функціонування строкового ринку присвячені праці Дж. М. Кейнса, Дж. Р. Хикса де вперше в економічній науці був

запропонований облік фактору часу в господарських відносинах. Л.Галиц, Дж. Ф. Маршалл і В.К.Бансал розглядають похідні фінансові інструменти з позиції фінансового інжиніринга. Розвитку світового і російського строкового ринку присвячені праці А.Б.Фельдмана, Я.М. Міркіна, Б.Б. Рубцова, Л.Н. Буреніна. В Україні дослідженням фінансових ринків та розробкою необхідних заходів щодо становлення ринку деривативів займаються О. Береславська, І. Бланк, О. Кузьмін, Т. Лемішевська, Б. Луців, О. Мозговий, Л. Примостка, О. Сохацька.

Мета статті полягає в дослідженні історичних аспектів розвитку строкового ринку і його ролі в економіці країни.

Виклад основного матеріалу. Витоки строкового ринку йдуть в історичне минуле підприємницької діяльності людини. Деякі види похідних інструментів, принаймні в концепції, існували ще за часи античності. Одне з давніших посилань на фінансові опціони зустрічається у Аристотеля, коли він посилається на історію про Фалеса Мелетського в першій книзі Політики «Об искусстве наживать состояние» [1]. Передбачаючи багатий врожай оливок, на підставі астрономічних даних, Фалес ще до закінчення зими роздав у завдаток невелику суму грошей власникам олійниць в Мелете і на Хиосе. Оскільки ніхто з ним не конкурував, йому вдалося задешево законтрактувати їх. Він придбав право за обумовлену заздалегідь плату використовувати олійниці при зборі оливок. Коли багатий врожай привів до підвищення орендної плати на олійниці, він віддавав їх на відкуп за бажаними для нього умовами. Грамотно використовуючи ефект важеля, Фалес отримав непоганий прибуток, придбавши в сучасному розумінні опціон на використання олійниць.

Опціони і ф'ючерси на акції почали обертатися на біржі Амстердама відразу після її відкриття в 1611 р. Також відомо, що в 30 роки XVII століття у Японії торгували ф'ючерсами на рис. Зародження організованої строкової торгівлі в США можна віднести до появи в

1752 р. Нью-Йоркської Продовольчої Біржі. Перша строкова товарна біржа (Chicago Board of Trade - CBOT) утворена в 1848 р. для торгівлі ф'ючерсними контрактами на сільськогосподарську продукцію. Проте дійсно бурхливий розвиток строкового ринку почався тільки в 70-і роки минулого сторіччя. Так, в 1972 році на Чикагській товарній біржі (Chicago Mercantile Exchange – CME) був створений новий підрозділ Міжнародний валютний ринок (International Monetary Market – IMM), який став першим спеціалізованим біржовим майданчиком для торгівлі фінансовими ф'ючерсними контрактами – валютними ф'ючерсами. В цьому ж році CBOT отримала відмову в дозволі розпочати торгівлю ф'ючерсами на акції. У відповідь вона заснувала Чикагську опціонну біржу (Chicago Board Options Exchange – CBOE) в 1973 році [3].

Відмова від Бреттон-Вудської системи фіксованих валютних курсів і перехід західних країн на початку 1970-х до плаваючих курсів валют послужила початковим імпульсом для активнішого використання похідних інструментів. В той же час, в більшості країн з ринковою економікою спостерігалось ослаблення впливу уряду на встановлення ставки рефінансування, що завершилося його повним усуненням від втручання в грошову політику. Незабаром після цього різке зростання цін на нафту в 1980-х привело до стрибка інфляції і сильних коливань процентних ставок. Волатильність фінансових ринків досягла рекордних рівнів за весь період після закінчення Великої депресії. Стрімке зростання світового обсягу операцій з похідними цінними паперами в останні десятиліття головним чином пояснюється трьома причинами - підвищенням ринкової волатильності, лібералізацією ринку і появою фінансових інновацій. Найбільш відомі світові біржі, що почали здійснювати торгівлю похідними цінними паперами (derivatives) і дата їх заснування наведені в таблиці 1.

Таблиця 1 – Найбільш відомі біржі, що започаткували торгівлю деривативами

| № | Назва біржі | Позначення | Рік заснування |
|----|---|------------|----------------|
| 1 | Королівська біржа, Лондон | - | 1571 |
| 2 | Балтійська біржа, Лондон | - | 1744 |
| 3 | Лондонська фондова біржа | LSE | 1773 |
| 4 | Фондова біржа Філадельфії | PHLX | 1790 |
| 5 | Нью-Йоркська фондова біржа | NYSE | 1792 |
| 6 | Чикагська строкова біржа | CBOT | 1848 |
| 7 | Бавовняна біржа Нью-Йорку | NYCE | 1870 |
| 8 | Нью-Йоркська товарна біржа | NYMEX | 1872 |
| 9 | Лондонська біржа металів | LME | 1877 |
| 10 | Токійська фондова біржа | TSE | 1878 |
| 11 | Зернова біржа Міннеаполісу | MGE | 1881 |
| 12 | Чикагська товарна біржа | CME | 1919 |
| 13 | Токійська зернова біржа | - | 1952 |
| 14 | Строкова біржа Сіднею | SFE | 1960 |
| 15 | Чикагська опціонна біржа | CBOE | 1973 |
| 16 | Строкова біржа Гонконгу | - | 1976 |
| 17 | Міжнародна нафтова біржа, Лондон | IPE | 1980 |
| 18 | Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів і опціонів | LIFFE | 1982 |
| 19 | Міжнародна грошова біржа Сінгапуру | SIMEX | 1984 |
| 20 | Ринок шведських опціонів, Стокгольм | OM | 1985 |
| 21 | Бразильська товарна і ф'ючерсна біржа | BM&F | 1985 |
| 22 | Французька міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів | MATIF | 1986 |
| 23 | Паризький ринок опціонів | MONEP | 1987 |
| 24 | Швейцарська біржа фінансових ф'ючерсів і опціонів | SOFFEX | 1988 |
| 25 | Токійська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів | TIFFE | 1989 |
| 26 | Ринок фінансових ф'ючерсів, Барселона | MEFF | 1990 |
| 27 | Німецька фондова біржа | - | 1993 |
| 28 | Амстердамські біржі об'єднані | | 1997 |

*Сьогодні в світі на строковому ринку здійснюють торгівлю похідними цінними паперами двадцять найбільших фондових бірж з ринковою капіталізацією від 0.6 до 20 трлн. долларів США (станом на 12.07.2008 року), 59 європейських бірж, з них 4 російських: Московська міжбанківська біржа, 1992 рік заснування, Фондова біржа РТС, 1995 р., Фондова біржа Санкт-Петербургу, 1997 р., Московська фондова біржа Росії, 1998 р. і 3 українських: Українська фондова біржа, 1991 р., Фондова біржа ПФТС, 1995 р., Українська біржа, 2008 р. (станом на 01/23/2009 року).

У відповідь на зміни економічних умов, фінансові інститути розробили нові продукти для управління ризиком - похідні інструменти. Вони зробили можливим розкладання ризиків на складові та їх подальший розподіл серед учасників ринку, здатних найкращим чином управляти кожним з компонентів. Саме усвідомлення необхідності ефективнішого

захисту від ризиків сприяло вибуховому зростанню строкового ринку. З метою кращого обслуговування клієнтів фінансові посередники почали пропонувати їм нові засоби управління і контролю над фінансовими ризиками. Комп'ютерні технології прискорили розробку нових інструментів ризик-менеджменту. Вдосконалення техніки і технології також спростило і здешевило сам процес укладання угоди і сприяло підвищенню ліквідності фінансових ринків.

Строковий ринок є надбудовою над спотовим ринком і тому, значною мірою, повторює його структуру, поділяючись за способом розміщення та обігу похідних цінних паперів на первинний і вторинний, а за формою організації – на біржовий і позабіржовий. На наш погляд, особливість строкової торгівлі полягає у тому, що біржі слугують одночасно і первинним і вторинним ринком. За такого способу організації практично необмежені можливості швидкого розширення або зменшення обсягів торгівлі. На строковому ринку укладаються строкові угоди. Строкові угоди це договір між двома або декількома сторонами, виконання якого навмисно відокремлене в часі від моменту його укладання, що безпосередньо в ньому і зафіксовано. Звичайно дата виконання відстає від моменту укладення угоди більш ніж на два дні. Важлива особливість строкової угоди полягає в тому, що умови виконання обговорюються у момент її укладання .

На строковому ринку обертаються похідні цінні папери - фінансові інструменти, вартість яких безпосередньо залежить від ціни деякого базового активу. Так, базовим активом можуть бути активи наступних видів: цінні папери, товари (крім цінних паперів), валютні цінності (крім цінних паперів), інші активи, в тому числі фондові індекси, відсоткові ставки. [5]. Фінансові інструменти у бухгалтерському обліку це контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого. Вони поділяються на фінансові активи,

фінансові зобов'язання, інструменти власного капіталу і похідні фінансові інструменти. [6]. Фінансові активи це грошові кошти і їх еквіваленти; контракт, що надає право отримати грошові кошти або інший фінансовий актив від іншого підприємства; контракт, що надає право обмінятися фінансовими інструментами з іншими підприємствами на потенційно вигідних умовах; інструменти власного капіталу іншого підприємства.

В науковій термінології закріпилося поняття "базовий актив", яке використовується в розширеному сенсі як синонім основи. Як правило, реалізація прав за похідними цінними паперами відокремлена в часі від моменту укладення угоди, тому в професійній літературі похідні інструменти часто називають строковими інструментам [2].

За формою реалізації прав розрізняють поставку (delivery) і розрахунок грошовими коштами (cash settlement). У першому випадку мова йде про похідні інструменти, що поставляються; в другому - про розрахункові. Під постачанням розуміється зміна власника базового активу шляхом його передачі або виконання процедури перереєстрації права власності на нього. У разі розрахункового інструменту виконання зводиться до перерахування однією стороною деякої суми іншій стороні. Розмір цієї суми або спосіб її розрахунку обговорюється сторонами в момент укладення угоди.

Строковий ринок є високодохідним, хоча і дуже ризикованим полем для інвестування. На перший погляд, економічна користь від строкового ринку здається зовсім незначною. Для суспільства угоди з похідними цінними паперами є грою з нульовим номінальним результатом - при виконання контракту програш однієї сторони відшкодовується виграшем інший. Проте операції з похідними інструментами відкривають не тільки величезні можливості для спекулятивної гри, але і приносять реальну користь всьому суспільству.

Ринок похідних цінних паперів підвищує ефективність всього фінансового ринку. У широкому сенсі це означає, що зменшуються

витрати розподілу фінансових ресурсів між учасниками економічних відносин. Зниження вартості здійснення інвестицій сприяє підвищенню темпів економічного зростання. Повноцінне функціонування строкового ринку дозволяє вирішити не тільки загальноекономічні проблеми, але й проблеми конкретних суб'єктів господарювання. Похідні цінні папери відкривають учасникам ринку нові можливості для управління ризиком економічної діяльності. Вони дозволяють розкласти його складові. За допомогою купівлі або продажу цих компонентів компанія може зосередитися на управлінні тільки певними видами ризику, а решту ризиків перекласти на інших учасників ринку, більш схильних до них, або здатних справлятися з ними краще. З макроекономічної точки зору похідні цінні папери сприяють ефективному розподілу ризиків серед учасників економічних відносин.

Учасники ринку можуть використовувати похідні інструменти й в спекулятивних цілях. Спекулянт приймає на себе ризики, прагнучи отримати певний прибуток на підставі своїх очікувань. Він виконує важливу функцію підтримки ліквідності строкового ринку. Оскільки базові активи багатьох похідних цінних паперів є інструментами касового ринку, строкові операції також збільшують їх ліквідність.

Згідно гіпотезі ефективного ринку, «тиск на ринок, який оказує інтенсивна конкуренція між спекулянтами і арбітражерами, що здійснюють спробу використати інформацію та відхилення від цінових пропорцій, призведе до того, що конкуруючі ринки будуть завжди інформаційно ефективними». Інакше кажучи, ринок похідних цінних паперів відкриває нові можливості для арбітражерів. Ці учасники ринку прагнуть отримувати прибуток за рахунок одночасного відкриття довгої і короткої позиції, у яких однакова вартість, але одна з функцій виплат однозначно віддає перевагу іншій. Можливі й інші конструкції арбітражу, але їх ідея, як мінімум, теоретично, завжди може бути зведена описаному варіанту. Крім підтримки ліквідності, арбітражні

операції з використанням похідних цінних паперів сприяють встановленню несуперечливих цін на всьому фінансовому ринку, що підвищує його ефективність. Слід зазначити, що похідні цінні папери відкривають інвестиційні можливості, які неможливо здійснити будь-яким іншим способом. За допомогою фінансової інженерії учасники ринку можуть розробляти індивідуальні рішення для конкретних завдань економічної діяльності. Зокрема, похідні інструменти дають можливість діяти гнучкіше в умовах регуляторних обмежень [7]. Термін «фінансовий інжиніринг» з'явився у 1991 році і, за визначенням Дж.Фінерті, включає проектування, розроблення і реалізацію інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також творчий пошук нових підходів до вирішення проблем у сфері фінансів.

Інструменти строкового ринку знижують транзакційні витрати, особливо, середніх і дрібних учасників ринку, на досягнення певної структури виплат. Як правило, стандартні моделі оцінки визначають вартість похідного цінного паперу як вартість стратегії динамічного хеджування, що самофінансується і відтворює його виплати. Проте не кожен учасник ринку здатний самостійно реалізувати таку стратегію через транзакційні витрати, які включають комісійні збори, витрати на зарплату фахівців з хеджування, технічне забезпечення тощо. Тільки великі компанії можуть ефективно здійснювати динамічне хеджування похідних цінних паперів, оскільки у них зазвичай є інфраструктура, що склалася, а високий обсяг операцій дозволяє знизити витрати на комісійні збори. Як правило, саме вони є підписантами термінових контрактів, а дрібніші компанії виступають як покупці. Проте, купівля похідного цінного паперу з декількома базовими активами дозволяє знизити витрати на диверсифікацію інвестиційного портфеля.

Строковий ринок виконує інформаційну функцію. Багато інститутів, задіяних в аналізі чи проведенні грошової політики, постійно аналізують інформацію, закладену в цінах фінансових активів. Завдяки властивій

похідним цінним паперам націленості на майбутні події, їх ціни відображають очікування учасників ринку щодо динаміки базового активу в майбутньому. В порівнянні з інструментами спотового ринку, вони містять якісно нову інформацію. Наприклад, індукована волатильність (*implied volatility*) є ринковою оцінкою волатильності базового активу протягом терміну дії строкового контракту. Крім того, особливі похідні інструменти дозволяють учасникам ринку укладати контракти щодо показників економічної статистики, які опубліковані. Наприклад, в жовтні 2002 р. Дойче Банк (*Deutsche Bank*) і Голдман Сакс (*Goldman Sachs*) запровадили на позабіржовий ринок новий вид опціонів, які дозволили укладати угоди на показники економічної статистики США, такі як індекс промислового виробництва, індекс споживчих цін і ін. Ціна таких контрактів служила індикатором економічних очікувань інвесторів.

Похідні інструменти є важливим засобом який сприяє досягненню цілей індивідуальної стратегії управління ризиками. Але, як всякі інструменти, вони корисні лише в тій мірі, в якій відомі їх можливості та межі. Тому надзвичайно важливо, щоб при використанні похідних інструментів учасники ринку повністю розуміли, як структуровані строкові контракти, яка залежність між їх прибутковістю і ризиком, як вони реагують на раптові зміни економічних умов. Зважена стратегія ризик-менеджменту, узгоджена з цілями господарської діяльності компанії і підтверджена надійними емпіричними дослідженнями, є необхідною умовою для застосування похідних інструментів. Тільки в цьому випадку користь від застосування інструментів строкового ринку буде найвищою.

Висновки. Створення глобальної мережі строкових бірж і встановлення зв'язків між ними дозволяє здійснювати торгівлю похідними цінними паперами у різних частинах світу та різних часових поясах цілодобово.

Реальні економічні потреби вимагають від організаторів і провідних операторів строкового ринка конструювання значного числа нових фінансових інструментів, які дозволятимуть здійснювати хеджування більшості операцій, що здійснюються на спотовому ринку. Хеджування дозволить не тільки більш ефективно розподіляти ризики, але і узгоджувати плани господарської діяльності на майбутнє.

Наявність розвинутого строкового ринка дозволить підвищити прозорість механізму ціноутворення на товарних і фінансових ринках, унаслідок чого з'явиться можливість для вільної цінової конкуренції. Тим самим будуть знижені можливості зловживання домінуючим положенням для монополістів.

З прискоренням розвитку строкового ринка підвищиться комплексність розвитку фінансового ринка, що сприятиме його стійкості, закріпленню нового сектору фінансових інструментів, обіг яких здатний відвернути вільні фінансові ресурси і, тим самим, знизити рівень інфляції.

Всебічне вдосконалення ринкових механізмів повинне зробити строкові операції доступними для всіх зацікавлених господарюючих суб'єктів.

Не викликає сумнівів, що вітчизняній економіці гостро потрібний ефективно функціонуючий строковий ринок. Поки що він знаходиться в тіні інших сегментів фінансового ринка, але його потенціал надзвичайно великий. До теперішнього часу вже закладена серйозна основа для його розвитку, і найближчим часом слід чекати упевненого зростання строкового ринка.

Список використаної літератури

1. Аристотель. Политика [Электронный ресурс] / Политология – Режим доступа : <http://www.philosophy.ru/library/aristotle/polit/polit1-3.htm>.
2. Буренин Л.Н. Рынок производных финансовых инструментов [Текст]/Л.Н. Буренин. – М.: ИНФРА–М, 2000. – 386 с.

3. Деривативы. Курс для начинающих (Серия «Reuters для финансистов») / Пер. с англ.– М.: Альпина Паблишер, 2002.–208 с.
4. Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы [Текст] /В.А.Галанов. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 464 с.
5. Про похідні (деривативи) [Електронний ресурс]: проект закону України від 30.12.2008 р., реєстр. № 3583. – Режим доступу: [http zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi](http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi).
6. Положення (стандарти) бухгалтерського обліку 13 Фінансові інструменти [Електронний ресурс]: затверджено наказом МФУ від 30.11.01 № 559. – Режим доступу: [http zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi](http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi).
7. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М.,-1998.-784 с.
8. Примостка Л. Роль строкового ринку в стабілізації економічної системи [Текст] /Л. Примостка //РЦБ №5-6.–2004.– С.21–24.

Summary

The historical aspects of urgent market, his functions and value for the economy of country, are examined in the article

Keywords: spot market, time markets, derivatives, financial instruments, futures contracts, forward contracts, options.

Андреєва, Г.І. Історичні аспекти строкового ринку (ринку похідних цінних паперів) і його роль в економіки країни [Текст] / Г.І. Андреєва // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми: УАБС НБУ, 2010. – Т. 29. – С. 21-32.