

15. Убыток казахстанских банков превысил 2,3 трлн тенге - <http://www.nomad.su/?a=4-200908250237>
16. Які кредитні пропозиції чекають на українців у 2011 році - режим доступу: <http://economics.unian.net/ukr/detail/77547>
17. Diamond D.B. The Transition in Housing Finance in Central Europe and Russia: 1989-1999 / Diamond D.B. . - Urban Institute, 1999. - 88 p.
18. Jaffee D.M., Renaud B. Strategies to Develop Mortgage Market in Transition Economies / Jaffee D.M., Renaud B. // World Bank Policy Research Working Paper, 1996. - № 1697. -86 p.
19. Lea M.. Mortgage Securities in Emerging Markets / Lea M., Chiquier L., Hassler O. // The World Bank. World Bank Policy Research Working Paper, 2004. -№ 3370.- 92 p.
20. Merrill S.R. Poland Housing Finance Project / Merrill S.R. Final Project Report. Prepared for US AID. Urban Institute, 2000. - 104 p.
21. The Social Situation in the European Union 2009 - Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2010 - 357 p. режим доступу: <http://ec.europa.eu/social/BlobServlet?docId=4957&langId=en>

УДК 336.76:005.36

Макаренко І.О.,  
аспірант\* кафедри бухгалтерського обліку і аудиту  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного банку України»

## СИСТЕМА ОЦІНЮВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

**Постановка проблеми.** Першочерговою функцією регуляторів на сучасному етапі розвитку національного фінансового ринку та ринку похідних фінансових інструментів (далі - ПФІ) має стати посилення нагляду та регулювання діяльності учасників ринку. Більше того, мікро- і макропруденційний нагляд має базуватись на системі оцінювання ринку ПФІ, наявність якої є виключно необхідною вимогою становлення безпечного та ефективного ринку ПФІ. Наведене відбиває основний вектор розробки концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ та визначає актуальність дослідження.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанням розвитку ринку ПФІ присвячені праці таких знаних українських та зарубіжних вчених як: Р.Колб [1], Л.О.Примостка [3], О.М. Сохацька [5], Д.О. Федосєєв [6], Дж. Халл [8] К.С. Чекармарьов [7] та багато інших. Проте зазначеними дослідниками мало уваги приділено питанням стійкого розвитку ринку ПФІ, побудові систем його оцінювання в організаційному та методичному аспектах.

**Постановка завдання.** Метою дослідження є розробка системи оцінювання ринку ПФІ України як основи інформаційно-аналітичного середовища його стійкого розвитку.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** При обґрунтуванні процесу дослідження врахована пріоритетність розбудови ринку ПФІ для України, важливість здійснення оцінювання, моніторингу і аналізу його функціонування, що потребує побудови окремої системи в межах концептуальних засад його стійкого розвитку. Варто відзначити, що запропонована система повною мірою базується на нормативному, методологічному та інфраструктурному забезпеченні ринку ПФІ, поєднує підходи щодо посилення регулювання за діяльністю його учасників на мікро- та макрорівні, суб'єктну керуючу систему (органи державного регулювання ринку ПФІ, саморегулювнi організації ринку), керовану систему (учасники ринку ПФІ: банківські та небанківські фінансові посередники, інфраструктурі інститути) та об'єктну підсистему ринку ПФІ - його стійкий розвиток. Схематично вказана система оцінювання ринку ПФІ наведена на рисунку 1.

Об'єктом системи оцінювання ринку ПФІ виступає безпосередньо ринок ПФІ, конкретизований у взаємозв'язках між його учасниками через операції з ПФІ з приводу купівлі-продажу ризиків, суб'єктами - основні державні органи, визначені як регулятори окремих сегментів ринку ПФІ.

\* Науковий керівник: Бурденко І.М. - к.е.н., доцент



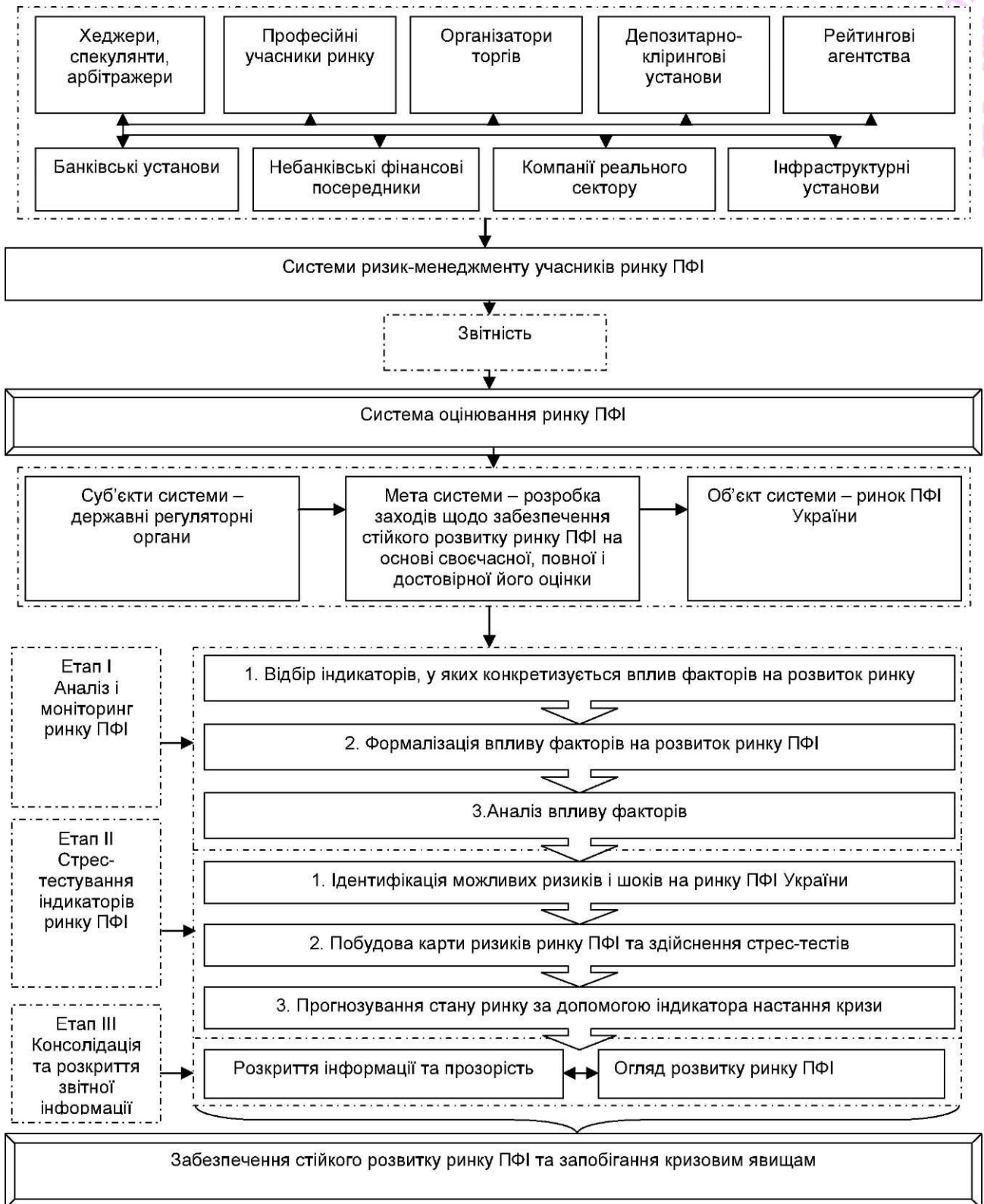


Рис.1. Система оцінювання ринку ПФІ України

Метою функціонування системи оцінювання ринку ПФІ України є розробка заходів щодо забезпечення стійкого розвитку вказаного ринку на основі своєчасної, повної і достовірної оцінки ринкових індикаторів. Відповідно до мети, ключовими завданнями, що ставитимуться перед системою оцінювання ринку ПФІ у контексті його органічного входження в фінансовий ринок України та стійкого функціонування є наступні:

- створення інформаційно-аналітичного середовища для прийняття рішень на основі ідентифікації та визначення масштабів системного та інших видів ризиків ПФІ, розробки рекомендацій з їх нівелювання та сприяння стійкому розвитку ринку;
- консолідація, обробка та надання своєчасної інформації про стан систем ризик-менеджменту учасників ринку ПФІ;

- моніторинг стану ринку ПФІ;
- врахування основних факторів, що впливають на розвиток світових та національного ринків

ПФІ;

- проведення стрес-тестування ринку ПФІ та прогнозування можливості настання кризових явищ у його розвитку на основі індексу настання кризи на ринку ПФІ, який пропонується розраховувати як показник фрактальності Херста;
- розкриття підсумкової інформації як на рівні регуляторів ринку (огляд фінансової стійкості), так і на рівні учасників ринку (звітні форми) та забезпечення прозорості функціонування ринку ПФІ.

З урахуванням поставлених завдань формалізовано систему оцінювання ринку ПФІ України. Основою функціонування запропонованої системи оцінювання ринку ПФІ є звітність учасників ринку з питань використання ними ПФІ, що з визначеною регуляторами періодичністю (але не рідше ніж щоквартально для оперативності вжиття регулятивних заходів) повинна подаватися для її агрегованого аналізу, нагляду та регулювання діяльності учасників. Форма, строки, особливості заповнення і подання такої звітності затверджуються окремим нормативним актом, що регулюватиме консолідацію, обробку та надання своєчасної інформації про стан систем ризик-менеджменту учасників ринку ПФІ регулятивним органам.

На рівні регуляторів ринку ПФІ повинна закріплюватись і обліigatorність впровадження систем ризик-менеджменту для кожного з учасників ринку, які діятимуть у правовому полі загального нормативного акту з питань ризик-менеджменту операцій з ПФІ, та внутрішніх документально закріплених положень учасників ринку щодо функціонування цієї системи. В призначенні таких систем акцент робиться не тільки на мінімізацію ризиків середовища існування учасника, але і розробці механізмів нівелювання ризиків самих ПФІ, проведення періодичних стрес-тестувань схильності портфелю ПФІ учасника ринку до різних видів ризику, звітування за результатами стрес-тестів перед регуляторами, обґрунтування доцільності проведення операцій хеджування на основі коефіцієнту ефективності, значення якого за вимогами МСФЗ має бути в діапазоні від 80% до 125%.

На основі отриманих звітних матеріалів від учасників ринку та з урахуванням світових та вітчизняних тенденцій розвитку ринку ПФІ, втілених у регулярні статистичні огляди, регуляторами здійснюється перманентний аналіз та моніторинг стану ринку ПФІ як початковий етап макропруденційного аналізу в межах системи оцінювання ринку ПФІ.

Варто відзначити, що всебічний аналіз ринку ПФІ є складовою частиною моніторингу як системи безперервного спостереження за розвитком ринку ПФІ і має охоплювати такі напрямки та індикатори розвитку цього ринку: динаміку операцій з ПФІ (обсяги торгівлі, масштаби, обсяги відкритих позицій, валова схильність до ризику), видове та валютне різноманіття інструментів, територіальну та організаційну концентрацію торгівлі ПФІ, фактори (ендогенні та екзогенні, кількісні і якісні), що впливають на ринок.

На другому етапі системи оцінювання ринку ПФІ відбувається процес її стрес-тестування, що включає: ідентифікацію потенційних ризиків та загроз стійкому розвитку ринку ПФІ; побудову карти ризиків ринку ПФІ та здійснення стрес-тестів; прогнозування стану ринку ПФІ за допомогою індикатора настання кризи. Сам процес стрес-тестування в рамках завдань, покладених нами на систему оцінювання, відповідно до підходу МВФ, розуміється як комплекс аналітичних інструментів, що застосовуються з метою визначення ключових ризиків фінансово-економічної системи шляхом отримання цифрової оцінки впливу надзвичайних, але цілком вірогідних, макро- та мікроекономічних шоків як на фінансову систему в цілому, так і на окремі сектори і ринки [2].

В основу агрегування показників в межах стрес-тестування ринку ПФІ пропонуємо покласти принцип поєднання підходів до стрес-тестування на макро- і мікрорівні (за рівнями аналізу): результати стрес-тестувань, проведених в межах систем ризик-менеджменту окремих учасників ринку ПФІ консолідуються і порівнюються з результатами стрес-тестування всього ринку, що дає змогу отримати більш співставні та достовірні дані.

Підкреслюючи важливість своєчасної ідентифікації та запобігання поширенню рівня системного ризику та ризиків, притаманних ПФІ та їх учасникам, для проведення стрес-тестування ринку ПФІ, на рівні регуляторів нами запропонована карта ризиків ринку ПФІ, яка дає змогу в агрегованому вигляді представити взаємозв'язки між учасниками ринку ПФІ через їх позиції в ПФІ, виявити джерела виникнення ефекту зараження в системі ринку, сигналізувати про необхідність втручання регуляторів для недопущення виникнення кризових явищ (рис. 2).

Інститут	Вид операції	Учасник ринку 1	Учасник ринку 2	Учасник ринку к
Інститут	Вид операції	спекуляція   хедж	спекуляція   хедж	спекуляція   хедж
Учасник ринку 1	хедж спекуляція	х	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника 1 відносно учасника 2	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника 1 відносно учасника к
Учасник ринку 2	хедж спекуляція	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника 2 відносно учасника 1	Х	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника 2 відносно учасника к
				х
Учасник ринку к	хедж спекуляція	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника к відносно учасника 1	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника к відносно учасника 2	х

Рис. 2. Карта аналізу системного ризику на ринку ПФІ

Аналіз та тестування даної карти дозволяє визначити як схильність до ризику в позиціях в ПФІ окремих учасників ринку у їх взаємозв'язку може вплинути на загальну тенденцію розвитку ринку ПФІ. У якості окремого аналітичного інструменту для стрес-тестування та прогнозування стійкості ринку ПФІ може бути використаний індикатор настання кризи на ринку ПФІ (визначений та розрахованих на основі показника Херста).

Застосування різних часових інтервалів, що визначають розмірність ринку, дає змогу здійснювати прогнозування його стану та здатності до виникнення кризових явищ.

Результатом третього етапу функціонування системи оцінювання ринку ПФІ, а саме етапу консолідації, обробки та оприлюднення звітної інформації, є окремі дані, що слугують основою для подальшої публікації систематичних інформаційних матеріалів щодо стану ринку ПФІ, розкриття інформації на ньому, прозорості та аналізу його стійкості у вигляді окремого звіту (частини) в межах загальних звітів про стійкість фінансового ринку, що повинен видаватись регуляторами ринку. Структурно, на наш погляд, даний звіт з урахуванням кращої практики їх укладання (звіти про стійкість фінансового сектора у тій чи іншій формі публікуються з 1996 р. і на сьогодні використовуються понад 70 країнами світу [4]) має складатися з аналітичного огляду стану фінансової системи та місця ринку ПФІ в ній, і деталізованого огляду розвитку ринку ПФІ.

Відповідно такий огляд має включати глибокий аналіз ендогенних та екзогенних факторів впливу (шоків) на розвиток ринку ПФІ, вразливість ринку до цих факторів, каналів поширення ризиків окремих ПФІ та системного ризику, прогнози розвитку ринку та рекомендації з нівелювання негативного впливу факторів і ризиків. Важливими вимогами, що ставляться перед звітом про стійкий розвиток ринку ПФІ є його цілісність - тобто охоплення усього ринку, а не лише окремих його інститутів, що досягається широкою агрегованістю даних та періодичність - інвестиційні горизонти учасників ринку базуються на аналізі тенденцій розвитку ринку за певний проміжок часу (часовий континуум).

Детально розглянувши методіку складання, подання та оприлюднення огляду розвитку ринку ПФІ, зупинимось на базових для функціонування ринку у стійкому стані питаннях забезпечення розкриття інформації і прозорості на ньому. Ці характеристики покладені в основу не тільки ринкової практики, прийняті у вигляді принципів в таких документах як: «Основні принципи ефективного банківського нагляду» Базельського комітету з банківського нагляду, «Цілі і принципи регулювання ринку цінних паперів» Міжнародної організації комісії з регулювання ринку цінних паперів (IOSCO). Ми дотримуємось тієї думки, що позабіржові ринки є менш прозорими порівняно з біржовими, що зумовлене конфіденційними умовами угод на цьому ринку та значному різноманіттю угод, пристосованих для потреб інвесторів, досить частим маніпулюванням цінними характеристиками ПФІ. Співставлення рівня прозорості (низький та високий) залежно від двох базових функцій ринку ПФІ і фінансового ринку в цілому (передача ризику та створення капіталу) за видами інструментів та учасників ринку наведено на рис. 3.

		Низька прозорість (приватна інформація)		Висока прозорість (публічна інформація)	
		-----▶			
Створення капіталу		Продаж позик (сек'юритизація)	Позабіржовий ринок цінних паперів	IPO (первинне публічне розміщення)	Андеррайтинг цінних паперів
		Ринок синдікованих позик	Ринок форекс	Позабіржовий ринок ПФІ	Біржовий ринок цінних паперів і ПФІ
Передача ризику		Позабіржові ПФІ на капітал	ABS, MBS, CDO, CDS	Позабіржові ПФІ, що передбачають централізований кліринг	Ф'ючерси, опціони та ін. ПФІ, що знаходяться в лістингу на біржах
		Процентні та валютні ПФІ (оп'яліііііі)	Позабіржові процентні ПФІ (vanila)		

**Рис.3. Рівень прозорості за видами ПФІ і функціями ринку**

Джерело [9]

Отже, у нашому дослідженні пріоритетними до впровадження з позиції розкриття інформації та забезпечення прозорості функціонування ринку ПФІ є біржові ПФІ. Переваги підтримання прозорості на ринку ПФІ зосереджуються навколо: посилення захисту інтересів інвесторів зі зменшенням інформаційної асиметрії; зростання ринкової ефективності через більш високу інформативність цін (що особливо актуально для ринку ПФІ в силу його невід'ємної ознаки формування майбутньої кон'юнктури); прискорення технологічного розвитку торгових платформ. Виходячи з цього, буде доцільним у контексті запровадження системи оцінювання ринку ПФІ встановлення єдиних вимог щодо розкриття інформації учасниками ринку ПФІ та дотримання рівня прозорості операцій шляхом імплементації відповідних міжнародних вимог і стандартів, зокрема і МСФЗ 7, 32, 39 в Україні в інформаційно-аналітичних системах цих учасників.

**Висновки з даного дослідження** Таким чином, запропонована нами система передбачає надання оцінки розвитку ринку ПФІ України в три етапи, що охоплюють аналіз і моніторинг ринку, його стрес-тестування, консолідацію та розкриття інформації стосовно розвитку ринку ПФІ. Впровадження зазначеної системи в процесі розбудови ринку ПФІ України дозволить створити інформаційну базу аналізу і прогнозування кризових явищ, що слугує основою розробки заходів щодо забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ.

#### Література

1. Колб Р. У. Финансовые деривативы. Учебник. Издание 2-е / Роберт У. Колб / Перевод с англ.- М. : Информационно-издательский дом «Филинь», 1997. - 345 с.
2. 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
3. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : монографія / Л.О. Примостка. - К. : КНЕУ, 2001. - 263 с.
4. Сидоренко О.Ю. Роль звіту про фінансову стабільність у діяльності центрального банку / О.Ю. Сидоренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». - Суми, 2010. - Вип. 29. - С. 244-256.
5. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О.М. Сохацька. - Тернопіль : Економічна думка, 1999. - 408 с. - ISBN 966-7411-18-4
6. Федосеев Д. А. Влияние рынка производных финансовых инструментов на риски российской экономики : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Дмитрий Александрович Федосеев. - Владивосток, 2006. - 154 с.
7. Чекмарев К. С. Инструменты срочного рынка в управлении финансовыми рисками компаний : дис. ... канд. экон. наук. : спец. 08.00.10 / Кирилл Сергеевич Чекмарев. - Москва : Российская экономическая академия им. Г.В. Плеханова, 2009. - 156 с.
8. Hull, J. C. Options, futures and other derivatives: sixth edition / John Hull. - New Jersey. : Prentice Hall, 2006. - 789 p. - ISBN. 0-13-49908-4
9. Transparency and over-the-counter derivatives: The role of transaction transparency / ISDA research notes. - 2009. - 10 с.

Макаренко, І.О. Система оцінювання ринку похідних фінансових інструментів України [Текст] / І.О. Макаренко // Інноваційна економіка. – 2011. – № 5. – С. 284-289.