

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«Запорізький національний університет»
Міністерства освіти і науки,
молоді та спорту України

Заснований
у 1997 р.

Свідоцтво про державну реєстрацію
друкованого засобу масової інформації
Серія КВ № 15436-4008 ПР,
22.06.2009 р.

Адреса редакції :

Україна, 69600,
м. Запоріжжя, МСП-41,
вул. Жуковського, 66

Телефони

для довідок:

(061) 764-55-12,

(061) 289-12-26

Факс: (061) 7644546

В і с н и к

**Запорізького національного
університету**

- **Економічні науки**

№3(11), 2011

Запорізький національний університет

Запоріжжя 2011

Вісник Запорізького національного університету: Збірник наукових праць. Економічні науки. – Запоріжжя: Запорізький національний університет, 2011. – 246 с.

Затверджено як наукове фахове видання України, у якому можуть публікуватися результати дисертаційних робіт на здобуття наукових ступенів доктора і кандидата наук (постанова президії ВАК України від 18 листопада 2009 р. №1-05/5)

Затверджено вченою радою ЗНУ (протокол засідання № 2 від 25.10.2011 р.)

РЕДАКЦІЙНА РАДА

Головний редактор	– Череп А.В.,	доктор економічних наук, професор
Заступник головного редактора	– Максишко Н.К.,	доктор економічних наук, доцент
Відповідальні редактори	– Прушківська Е.В.,	кандидат економічних наук, доцент
	– Топалов А. Д.,	кандидат економічних наук, доцент.

РЕДАКЦІЙНА КОЛЕГІЯ:

Вітлінський В.В.	доктор економічних наук, професор
Галушко О.С.	доктор економічних наук, професор
Гудзь П.В.	доктор економічних наук, професор
Задоя А.О.	доктор економічних наук, професор
Макаренко П.М.	доктор економічних наук, професор
Мельник Л.Ю.	доктор економічних наук, професор
Мостенська Т.Л.	доктор економічних наук, професор
Перепелиця В. О.	доктор фізико-математичних наук, професор
Плаксієнко В.Я.	доктор економічних наук, професор
Порохня В.М.	доктор економічних наук, професор
Салига С.Я.	доктор економічних наук, професор
Семенов Г.А.	доктор економічних наук, професор
Сергеева Л.Н.	доктор економічних наук, професор
Старостіна А.О.	доктор економічних наук, професор
Черняк О.І.	доктор економічних наук, професор.

непогашення по всіх сценаріях, а також мінімальне, максимальне та модальне значення повної оплати та інші важливі показники.

Отримані імовірнісні оцінки є важливими в аспекті прийняття ефективних інвестиційних рішень з урахуванням надійності капіталовкладень. Однак, слід зауважити, що надійність боргового зобов'язання є лише одним із рівноправних параметрів серед взаємопов'язаних інвестиційних властивостей облігації, а саме – її інвестиційної вартості, норми ринкової дохідності, ступеня ліквідності тощо. Тому отримані оцінки щодо надійності потрібно враховувати при розбудові моделей оцінки ринкової дохідності та інвестиційної вартості купонних облігацій.

Також зазначимо, що аналогічні підходи застосовні й до інших кредитних інструментів, погашення яких здійснюється у вигляді потоку платежів. Зокрема, подібні економіко-математичні моделі щодо угод фінансового лізингу було розглянуто у праці [8].

ЛІТЕРАТУРА

1. Аналітичний огляд ринку облігацій України за I квартал 2011 року [Електронний ресурс] / НРА «Рюрік». — Режим доступу : <http://rurik.com.ua/our-research/branch-reviews.html>.
2. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. — Режим доступу : <http://www.rada.gov.ua>.
3. Долінський Л. Б. Моделювання дефолтів за облігаційними позиками / Л. Б. Долінський // Фінанси України. — 2009. — № 4. — С. 65—74.
4. Холл М. Комбінаторика / М. Холл. — М. : Издательство «Мир», 1970. — 424 с.
5. Авондо-Бодино Дж. Применение в экономике теории графов / Дж. Авондо-Бодино. — М. : Издательство «Прогресс», 1966. — 160 с.
6. Долінський Л. Б. Оцінка вартості облігацій з урахуванням ризику неплатежу / Л. Б. Долінський, А. І. Галкін // Вісник НБУ. — 2007. — №7. — С. 46—49.
7. Долінський Л. Б. Імовірнісні моделі оцінки ризику неплатежу та визначення вартості облігацій / Л. Б. Долінський, А. І. Галкін // Вісник НБУ. — 2007. — №8. — С. 38—40.
8. Долінський Л. Б., Долінська Є.Б. Оцінка ризику неплатежу в операціях фінансового лізингу з використанням теорії графів / Л. Б. Долінський, Є. Б. Долінська // Фінанси України. — 2007. — №10. — С. 121—128.

УДК 336.76-021.387

МЕХАНІЗМ ВПЛИВУ ЕНДОГЕННИХ І ЕКЗОГЕННИХ ФАКТОРІВ НА ФІНАНСОВУ СТІЙКІСТЬ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

Макаренко І.О., аспірант

ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ»

У статті проаналізовано механізм впливу зовнішніх і внутрішніх факторів на фінансову стійкість ринку похідних фінансових інструментів. Підкреслено двосторонній синергетичний характер цього впливу, визначено основні якісні і кількісні показники, за допомогою яких характеризуються різні групи факторів: учасники, ризики, інфраструктура, регулювання, методологія обліку, оцінки на ринку похідних фінансових інструментів, стан економіки та фінансової системи.

Ключові слова: ринок похідних фінансових інструментів, похідні фінансові інструменти, волатильність, левверидж, хедж-фонди, фінансова стійкість ринку похідних фінансових інструментів, ендегенні та екзогенні фактори.

Макаренко И. О. МЕХАНИЗМ ВЛИЯНИЯ ЭНДОГЕННЫХ И ЭКЗОГЕННЫХ ФАКТОРОВ НА ФИНАНСОВУЮ УСТОЙЧИВОСТЬ РЫНКА ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ / ГВУЗ «Украинская академия банковского дела» НБУ, Украина

В статье проанализирован механизм влияния внешних и внутренних факторов на финансовую устойчивость рынка производных финансовых инструментов. Подчеркивается двусторонний синергетический характер этого влияния, определены основные качественные и количественные

показатели, с помощью которых характеризуются группы факторов: участники, риски, инфраструктура, регулирование, методология учета, оценки на рынке производных финансовых инструментов, состояния экономики и финансовой системы.

Ключевые слова: рынок производных финансовых инструментов, производные финансовые инструменты, волатильность, левверидж, хедж-фонды, финансовая устойчивость рынка производных финансовых инструментов, эндогенные и экзогенные факторы.

Makarenko I. O. ENDOGENOUS AND EXOGENOUS FACTORS' INFLUENCE ON THE FINANCIAL STABILITY DERIVATIVES MARKETS / Ukrainian academy of banking, Ukraine

Article deals with the mechanism of the influence of endogenous and exogenous factors on the financial stability of the financial derivatives market. The bilateral nature of this synergistic influence, the basic qualitative and quantitative indicators, which are characterized the groups of factors were underlined by author.

Key words: derivatives market, financial derivatives, volatility, leverage, hedge funds, financial stability of the market of financial derivatives, endogenous and exogenous factors.

ВСТУП

У контексті вибору посткризових напрямів розвитку фінансових ринків важливе місце посідає забезпечення фінансової стійкості ринку похідних фінансових інструментів (ПФІ) як найбільш вагомого за обсягом і за можливою деструктивною роллю в процесах макроекономічної стабілізації ринку. Розглядаючи ринок ПФІ як відкриту динамічну систему, необхідно враховувати, що її стійкість як системна властивість перебуває під впливом значного різноманіття факторів, що досить часто мають різнорідний характер і різні вектори дії. Розуміння механізмів їх дії є основою для подальшого управління ними і відповідно підтримання фінансової стійкості ринку ПФІ, що і обумовлює актуальність порушеної у статті проблематики.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Питання фінансової стійкості ринку ПФІ у науковій думці почали розроблятися порівняно недавно, переважно у зв'язку із загальною стійкістю фінансових ринків і систем. Окремі аспекти зазначеного питання знайшли відображення в працях вітчизняних і зарубіжних науковців і практиків А. Гріспена, В. В. Корнєєва [1], Р. Мертона [2], А. Суєтіна [3], та ін. Фундаментальні засади аналізу ринку ПФІ та окремих факторів, що впливають на нього, були закладені З. Боді [4], Р. Г. Габбардом [5], Н. Калдором, Дж. М. Кейнсом [6], Ф. Мишкіним [7], Дж. Стігліцом.

Більшість аналізованих праць присвячена передусім забезпеченню стійкості фінансових систем у контексті дотримання регулятивних вимог та опосередковано - ролі ринку ПФІ в цих системах. Проте з урахуванням масштабності і важливості ринку ПФІ в посткризових трансформаційних процесах на глобальних фінансових ринках та розбудові строкового сегменту на національному фінансовому ринку, дослідження його фінансової стійкості, її детермінант не висвітлені повною мірою, а отже, потребують детального вивчення і розробки. Варто також відмітити, що в опрацьованих наукових публікаціях основна увага приділяється методичним аспектам функціонування ринку ПФІ на мікрорівні, проте на нашу думку, проблематика його фінансової стійкості на макрорівні в контексті аналізу факторного впливу на неї має більш важливе значення для реформування цього ринку.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

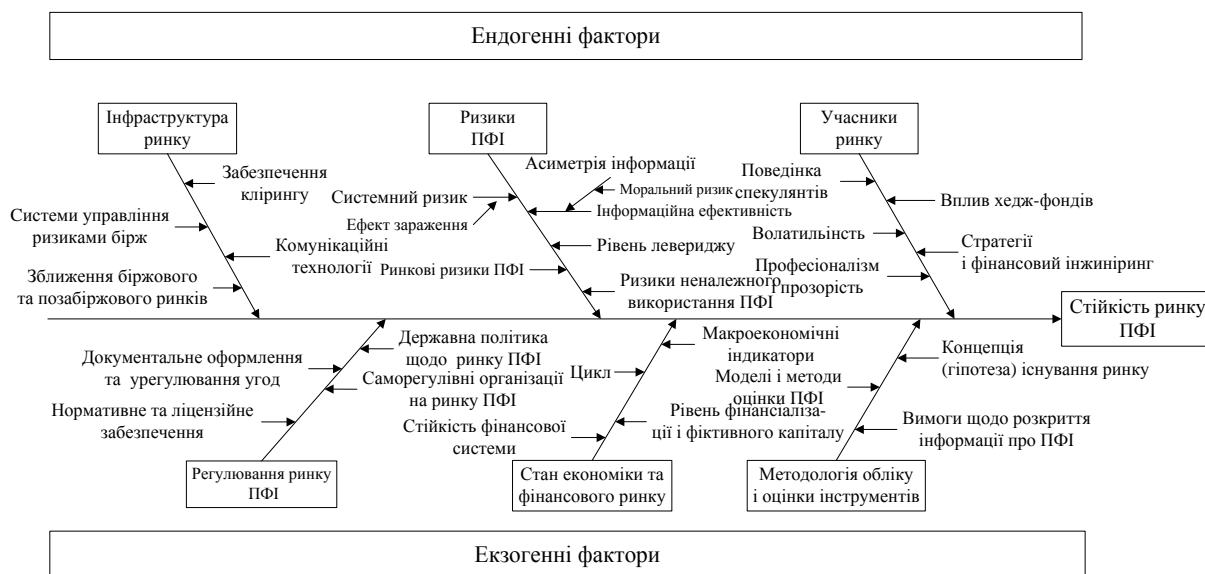
Метою статті є дослідження механізму впливу ендогенних та екзогенних факторів на фінансову стійкість ринку ПФІ в умовах неоднозначності цього впливу та в контексті реформування ринку ПФІ.

РЕЗУЛЬТАТИ

Фінансова стійкість ринку ПФІ є комплексним поняттям, що визначається в результаті взаємодії керованих (з погляду системи ринку) та некерованих факторів та їх впливу на певні параметри цієї системи. У результаті проведеного емпіричного аналізу, встановлено, що на стан ринку ПФІ мають вплив як внутрішні (ендогенні, керовані), притаманні безпосередньо ринку фактори, так і зовнішні (екзогенні, некеровані) фактори опосередкованого впливу середовища існування ринку, які зображені на рисунку 1 у формі діаграми К. Ішикави. Синергетичний ефект поєднання цих факторів визначає, на нашу думку, фінансово стійкий (нестійкий) стан ринку ПФІ.

У дослідженні факторів, що впливають на фінансову стійкість ринку ПФІ, акцентуємо увагу на тому, що цей вплив є взаємним, тобто носить двосторонній характер: у своїй синергетичній взаємодії фактори визначають фінансово стійкий (нестійкий) стан ринку ПФІ, у свою чергу, перебуваючи в стійкому (нестійкому) стані ринок сам впливає на ключові параметри окремих факторів, утворюючи їх нові комбінації та неочікувані ефекти взаємодії. Так, стратегії хеджерів і спекулянтів значно різняться на ринку, що переживає корекцію і на стійкому ринку; розмір ВВП, рівень системного ризику зростає в період нестійкості і т.д.

Слід підкреслити, що визначений перелік факторів потребує також розмежування на якісні і кількісні. У праці Н. В. Зубанова та С. В. Пестрикова наголошується, що оцінка стійкості повинна здійснюватися при поєднанні зазначених вище груп, тобто кількісне визначення стійкості неефективне без якісного і навпаки [8].



Джерело: складено автором

Рис. 1. Фактори впливу на фінансову стійкість ринку ПФІ

Виходячи з того, що ринок ПФІ є динамічною системою в умовах розвитку, його стійкий стан можна охарактеризувати за допомогою розглянутих факторів, які конкретизуються в певній множині індикаторів. Вони є власне кількісною або якісною оцінкою дії механізму впливу цих факторів на фінансову стійкість ринку ПФІ. Систематизація таких показників наведена в таблиці 1.

Зокрема, ендogenous фактори інфраструктури ринку носять, передусім, якісний характер і актуалізуються в контексті необхідності зближення позабіржового та біржового ринків ПФІ, підвищення вимог щодо гарантійного забезпечення та клірингу угод з ПФІ, широкого запровадження інституту центрального контрагента для мінімізації ризику учасників угод з ПФІ, і у зв'язку з цим підвищення якості ризик-менеджменту ринкових інститутів з метою сприяння досягнення позабіржовим ринком стійкого стану і недопущення нестійкого стану біржового.

Щодо групи ендogenous факторів, пов'язаних з учасниками ринку, які безпосередньо функціонують у цій інфраструктурі, слід зазначити, що нестійкому стану ринку ПФІ, перш за все, сприяє спекулятивна поведінка його основних учасників, зокрема транснаціональних банків, корпорацій і хедж-фондів. За даними останніх офіційних фінансових звітів найбільших банків США: Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, та ін. (у загальному обсязі ринку ПФІ вони контролюють 95% обсягів торгівлі) [9].

Спекулятивна активність таких інститутів на ринку ПФІ тісно пов'язана з високою волатильністю ринків базових активів і самих ПФІ, що визначає власне можливість спекуляції в її класичному визначенні як купівлі чи продажу інструменту для його наступного продажу/купівлі, не пов'язаного з безпосереднім застосуванням і з очікуванням зміни ціни цього інструменту. З урахуванням доведеної нами тези, що ПФІ є формою фіктивного капіталу, ми поділяємо думку В. В. Корнеєва, що ПФІ у зв'язку з цим є однією з форм фінансових спекуляцій при їх відокремленому застосуванні без урахування вартості базових активів. Це підтверджується суттєвим переважанням обсягів ринків ПФІ над обсягами ринків базових активів [1].

Таблиця 1 – Механізм впливу ендogenous та екзogenous факторів на фінансову стійкість ринку ПФІ

Фактор	Механізм впливу	Тип	Показники
Інфраструктура ринку (1)	Широкомасштабне переважання позабіржового ринку, відсутність механізмів покриття кредитних ризиків контрагента, низький рівень ризик-менеджменту організаторів торгів є основою для нестійкого ринку ПФІ	Кількісні	– Співвідношення обсягів торгівлі біржового та позабіржового ринку – Рівень гарантійного забезпечення – Капіталізація біржі

		Якісні	<ul style="list-style-type: none"> – Наявність централізованого контрагента – Рівень ризик менеджменту бірж та клірингових установ – Рівень ІТ технологій – Рівень прозорості ринку
Ризики ПФІ (2)	Концентрація ринкових ризиків, іманентно притаманних ПФІ та ризиків непропорційного їх використання, мультипліковані з ефектом левериджу призводять до реалізації системного ризику на ринку в силу ефекту зараження, що є ознакою порушень фінансової стійкості. Наявність асиметрії інформації, морального ризику на ринку ПФІ негативно впливає на його стійкість через зниження його інформаційної ефективності	Кількісні	<ul style="list-style-type: none"> – Відношення обсягу ринку ПФІ до ВВП – Відношення обсягів ринку ПФІ до відповідного ринку базових активів – Рівень левериджу учасників ринку – Коефіцієнт скорочення учасників ринку – Обсяг тіньових угод з ПФІ, направлених на маніпулювання та шахрайство – Валова схильність учасників ринку до ризику, пов'язаному з використанням ПФІ
		Якісні	<ul style="list-style-type: none"> – Ступінь ефективності ринку; – Якість системи ризик-менеджменту учасника ринку; – Рівень морального ризику
Учасники (банки і хедж-фонди) ринку ПФІ (3)	Переважають спекулятивні мотиви в обраних стратегіях учасників ринку, непрофесійна поведінка в умовах високої волатильності ринку ПФІ негативно впливають на його стійкість	Кількісні	<ul style="list-style-type: none"> – Індекс ринків базових активів та показники його волатильності – Активи, зобов'язання, власний капітал, фінансовий результат учасників – Кількість створених та ліквідованих учасників ринку – Валове створення капіталу учасниками ринку – Частка непрацюючих (прострочених) кредитів до загального обсягу наданих кредитів
Методика обліку і оцінки ПФІ (4)	Неадекватна оцінка вартості ПФІ та некоректне відображення її в обліку призводять до неврахування ризиків інструментів, наростання системного ризику і зниження стійкості ринку	Якісні	<ul style="list-style-type: none"> – Відповідність теоретичної концепції існування ринку ПФІ його реаліям – Рівень адекватності моделей оцінки та рейтингування ПФІ – Достовірність відображення в обліку операцій з ПФІ – Прозорість та доступність інформації щодо ПФІ
Стан економіки та фінансового сектору (5)	Макроекономічні показники стану економіки і фінансового сектору визначають загальну кон'юнктуру ринку ПФІ, цим самим впливаючи на стійкість його розвитку	Кількісні	<ul style="list-style-type: none"> – Рівень процентних ставок – Обсяг та щорічний ріст ВВП – Індекс інфляції – Глибина фінансового сектору – Чистий потік прямих та портфельних іноземних інвестицій – Зміни валютного курсу – Капіталізація ринків базових активів – Рівень оподаткування господарських операцій – Загальна вартість акцій та коефіцієнт їх обороту
		Якісні	<ul style="list-style-type: none"> – Відкритість економіки – Рівень фінансіалізації і фіктивного капіталу – Вплив глобалізації – Рівень розвитку фінансового сектора – Циклічність розвитку економіки
Регулювання ринку ПФІ (6)	Відсутність чи недостатня розробленість необхідних нормативних вимог викликають дестабілізацію ринку ПФІ	Якісні	<ul style="list-style-type: none"> – Ефективність державної політики у сфері фінансового ринку і ринку ПФІ – Дотримання норм оформлення, урегулювання, оподаткування ПФІ – Рівень розвитку системи саморегулювання на ринку

Джерело: складено автором

Понад 9/10 операцій на фондових ринках, зокрема і ринках ПФІ не пов'язані з потребами реального сектору – торгівлею і довгостроковими інвестиціями, а на кожен долар, що обертається у реальному секторі економіки припадає 50 доларів у фінансовому [10].

Зростання впливу на стійкість ринку такого ендогенного фактора як волатильності курсів ПФІ, що супроводжується нарощуванням обсягів спекуляцій, є індикатором настання кризових явищ на ринку [11]. Одним із загальноновизнаних індексів волатильності та очікувань інвесторів на ринку ПФІ є CBOE Volatility Index (VIX), який обчислюється з 1993 р. у співвідношенні з цінами опціонів на індекс акцій S&P 500 на Чиказькій біржі, одному з найбільших організованих торговельних майданчиків світу. Обсяг торгівлі стандартизованих ПФІ (ф'ючерсів і опціонів) на індекс S&P 500 у 2007 р. склала 45 трлн. дол. [3].

Наведена на рисунку 2 динаміка цього індексу свідчить, що пікові значення волатильності ринку при значенні індексу 89,53 та 81,48 в. п. спостерігались під час оголошення про банкрутства Lehman Brothers та AIG у вересні - жовтні 2008 р. на фоні загального зростання волатильності в другому півріччі 2008 р. У той же час прийняття рішення про реструктуризацію боргів AIG призвели до поліпшення інвестиційних очікувань учасників ринку і зменшення значень індексу до 41,63 в. п. Підтвердженням ілюстративності фактора волатильності на ринках ПФІ, зокрема при неналежному використанні таких інструментів як CDO, CDS, MBS знаходимо і в роботі [12].



Рис. 2. Динаміка індексу VIX з 01.01.2008 по 30.07.2009 рр., в. п.

Превалювання спекулятивних мотивів у ринкових стратегіях учасників ринку, використання інструментарію фінансового інжинірингу для отримання надприбутків, як окремих факторів, що впливають на стійкість ринку ПФІ, обумовлює появу фінансових «бульбашок» на цих ринках. Фінансові «бульбашки» виникають внаслідок віртуального використання ПФІ в їх самовідтворенні, не підкріпленого операціями в реальному секторі економіки, що знижує стійкість ринку ПФІ, є прямим свідченням відриву фіктивного капіталу від реального і призводить до виникнення кризових явищ. У такому випадку за словами Дж. Кейнса, "...розширення продуктивного капіталу стає побічним продуктом діяльності грального будинку" [6, с. 224].

Варто відзначити, що крім банків, дилерів (торгівців на ринку ПФІ), основними гравцями на ринку ПФІ є великі портфельні інвестори – хедж фонди, вплив діяльності яких на ринок ПФІ і фінансову систему загалом оцінюється в наукових працях доволі неоднозначно. З урахуванням розміру їх сукупних активів, високої спекулятивної активності та формуванням надскладних і непрозорих хедж-фондів на фонди (fonds of fonds), що не підпадають під жодні регулятивні норми, дискусія щодо їх ролі в зниженні стійкості ринку, на нашу думку, є обґрунтованою. Відомо, що в подіях азіатської кризи 1997-98 рр., що охопила валютні ринки спочатку Таїланду, а потім і інших азіатських країн: Малайзії, Філіппін, Тайваню, хедж-фонди та міжнародні спекулянти загалом відіграли не останню роль. Так, 19 провідних японських банків на той час за операціями з ПФІ зазнали збитків у 180 млрд. дол., збитки від використання ПФІ в Росії в період її дефолту в 1998 р. склав 100 млрд. дол. [13]

Загалом, починаючи з середини 20 ст., з ПФІ пов'язують численні скандали і банкрутства відомих бізнес-структур, що були спричинені недостатнім врахуванням ризиків ПФІ та неефективним їх управлінням. Вони становили загрозу фінансово стійкому стану ринку ПФІ, сприяли наростанню системного ризику і потребували державного регулювання для недопущення системної фінансової кризи. Узагальнені дані за обсягами отриманих збитків понад 1 млрд. дол. в операціях з ПФІ за їх видами наведені в таблиці 2.

Як свідчать емпіричні дані, значною мірою збитки, яких зазнали взагалі інститути, викликані спекулятивним (іноді шахрайським) використанням ПФІ, проблемами в функціонуванні систем ризик-менеджменту, і меншою – пов'язані з використанням ПФІ з метою хеджування.

Таблиця 2 – Збитки учасників ринку за операціями з ПФІ

№	Рік	Номінальна сума збитків	Еквівалент в доларах США	Країна	Інститут	Джерело збитків, вид ПФІ	Особа, асоційована з отриманням збитків
1	1993	DEM 2.63 млрд.	USD 1.38 млрд.	Німеччина	Metallgesellschaft	Oil Futures	Heinz Schimmelbusch
2	1994	USD 1.7 млрд.	USD 1.7 млрд.	США	Orange County	Interest Rate Derivatives	Robert Citron
3	1995	GBP 827 млн.	USD 1.323 млрд.	Великобританія	Barings Bank	Nikkei Futures	Nick Leeson
4	1995	JPY 103.4 млрд.	USD 1.1 млрд.	Японія	Daiwa Bank	Bonds	Toshihide Iguchi
5	1996	JPY 285 млрд.	USD 2.6 млрд.	Японія	Sumitomo Corporation	Copper Futures	Yasuo Hamanaka
6	1998	USD 4.6 млрд.	USD 4.6 млрд.	США	Long Term Capital Management	Interest Rate and Equity Derivatives	John Meriwether
7	2000	EUR 1.4 млрд.	USD 1.9 млрд.	Австрія	BAWAG	Foreign Exchange Trading	Wolfgang Flöttl, Helmut Elsner
8	2006	USD 6.5 млрд.	USD 6.5 млрд.	США	Amaranth Advisors	Gas Futures	Brian Hunter
9	2008	EUR 4.9 млрд.	USD 7.1 млрд.	Франція	Société Générale	European Index Futures	Jérôme Kerviel
10	2008	BRL 4.62 млрд.	USD 2.1 млрд. ;	Бразилія	Aracruz	FX Options	Isac Zaguri, Rafael Sotero
11	2008	HKD 14.7 млрд.	USD 1.9 млрд.	Китай	CITIC Pacific	Foreign Exchange Trading	Frances Yung
12	2008	BRL 2 bio	USD 1 млрд.	Бразилія	Sadia	FX and Credit Options	Adriano Ferreira, Álvaro Ballejo

Джерело: складено на основі даних ринкових інститутів та [14]

Наприклад, за даними ISDA обсяг CDS, виписаний на борги збанкрутілого Lehman Brothers, склав близько 400 млрд. дол. (дані ISDA), а його незабезпечені борги становили 157 млрд. дол. Відповідно, з метою спекуляції (а не хеджування можливих збитків) було виписано CDS на суму близько 243 млрд. дол. лише по цьому банку [15].

Короткострокові спекулятивні угоди з ПФІ (short sale) учасників ринку, переважно на залучені кошти призводять до ажіотажного наростання спекулятивних операцій у період надування «бульбашки» і змінюються такою ж ажіотажною панікою після їх руйнування та масового закриття позицій і списання збитків під час кризових явищ. Слід додати, що розмір збитків з урахуванням високого рівня левериджу операцій учасників ринку як окремого ендогенного фактора, що впливає негативно на стійкість ринку, можуть багаторазово мультиплікуватись. Про дохідність американського та європейського ринку позик з левериджем свідчить індекс S&P/LSTA Leveraged Loan Index та S&P European Leveraged Loan Index (рис. 3). Наведені значення динамічних рядів викликають занепокоєння через різке зростання дохідності такого роду позик після їх кризового падіння у 2008, що свідчить про значне поживлення на цьому ринку і створення передумов до наступних кризових явищ, які супроводжуватимуться ефектом делевериджу.

Самопідсилюючий ефект левериджу (делевериджу у зворотному боці) у наростанні збитків учасників ринку можна проілюструвати за допомогою проциклічної спіралі цін та маржевих внесків, заснованої на тісних взаємозв'язках між учасниками ринку [16]. Неврахування ризиків ПФІ, розглянутих у першому розділі роботи, зокрема ризику контрагента, та ризиків неналежного використання ПФІ як окремих факторів призводить до неспроможності учасника ринку до виплати залучених коштів. Це призводить до скорочення позицій в ПФІ цим учасником і учасником ринку, що надавав фінансування. Закриття позицій інвесторів і виведення капіталу відбуваються за ажіотажно низькими цінами (asset fire sale), що розраховані нижче фундаментальних, і призводять до падіння котирувань не тільки ПФІ, але і пов'язаних з ними базових активів, цим самим зачіпаючи реальний сектор і розширюючи коло учасників ринку, пов'язаних кредитними відносинами. «Розпродаж» активів та зниження цін котирувань призводить до необхідності збільшення сум забезпечень, з одного боку, і фіксації збитків за поточними позиціями в ПФІ з іншого, що знову ж таки відбивається на неспроможності відповідати за зобов'язаннями за

залученими коштами в умовах браку ліквідності, і т. д. провокуючи розкручування нового витка спіралі, упродовж циклічного розвитку ринку ПФІ і зниження його стійкості. Руйнування проциклічної спіралі, заснованої на ефекті левєриджу та «пастки ліквідності», потребує втручання регуляторів, оскільки сам ринок не в змозі відновити стійку рівновагу.

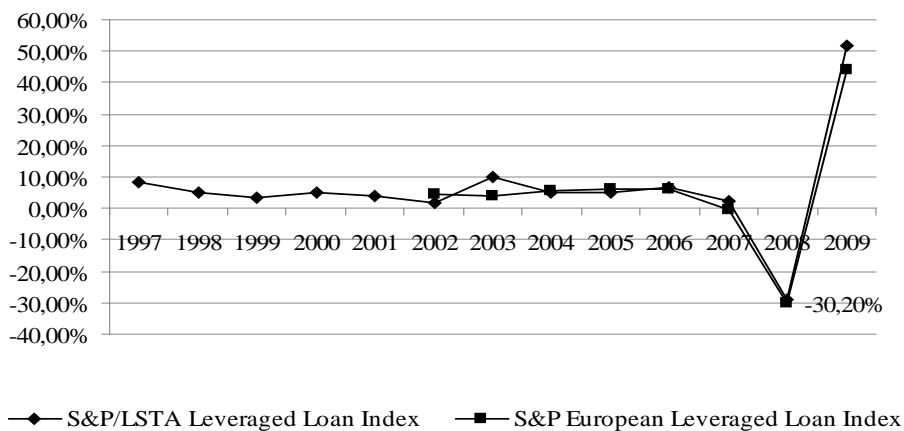


Рис. 3. Річна дохідність індексу S&P/LSTA Leveraged Loan Index та S&P European Leveraged Loan Index 1999-2009 рр., в. п.

Зазначені взаємозв'язки із спіральним ефектом концентруються в окремому ендегенному факторі, – системному ризику на ринку ПФІ, з яким у науковій думці пов'язують ефект зараження (ефект доміно). Дослідження впливу фактору системного ризику на стійкість фінансових ринків і ринку ПФІ зокрема актуалізувались з розгортанням фінансово-економічної кризи 2007-2009 рр., та збитковістю чи навіть банкрутством окремих учасників ринку – так званих «надто великих, щоб впасти» («too big to fall») та інститутів з високим рівнем левєриджу «highly leveraged institutions» (HLLs), тобто тих же самих інвестиційних банків і хедж-фондів. Проте єдиного підходу щодо визначення сутності та ролі цього виду ризику на ринках ПФІ поки що не склалося.

Так, за методологією Банку Міжнародних розрахунків системний ризик – це ризик порушень у фінансовій системі, спричинений погіршенням у всіх її складових, що має потенційно негативні наслідки для реальної економіки. Також системний ризик визначається як ризик того що брак ліквідності чи банкрутство одного з інститутів і його неспроможність відповідати за зобов'язаннями призведе до браку ліквідності чи банкрутства інших фінансово стійких інститутів. Каталізаторами системного ризику можуть бути екзогенні та ендегенні шоки ринку, які у свої комплексній (синергетичній взаємодії) зумовлюють прояв цього ризику у формі ефекту (ризик) зараження, ризику макроекономічних шоків та ризику дисбалансів [17, 18].

Категорії «ефекту зараження» та «ефекту доміно» є ключовими в межах мережевого підходу до аналізу ролі фінансових посередників, зокрема і учасників ринку ПФІ, до поширення економічної нестабільності, який реалізований у так званих моделях фінансового «зараження» (contagion), що отримали бурхливий розвиток після азіатської кризи 1997-1998 рр. Зазначені моделі акцентують увагу на формуванні критичної маси нестійких учасників ринку, в результаті чого переростання фінансової нестійкості в рецесію стає практично визначеним через наростання ентропії системи ринку, і зниження його здатності підтримувати стійкий стан [19].

Реалізація системного ризику у всіх його формах призводить до нестійкого стану ринку, зокрема і у поєднанні його з інформаційною неефективністю ринку в силу існування асиметрії інформації та морального ризику на ньому.

Фактор інформаційної ефективності ринку ПФІ має під собою підґрунтя у вигляді теорії (гіпотези) ефективності ринку, яка поки що займає провідне становище у поясненні механізму функціонуванні фінансових ринків, хоча найближчим часом може бути змінена на більш адекватну гіпотезу фрактальності ринку. У будь-якому разі, гіпотеза ефективності ринку передбачає, що ринок, на якому ціни відображають усю існуючу інформацію є ефективним. Коли торговці та інвестори використовують доступну їм інформацію у формуванні сподівань щодо майбутнього рівня віддачі, а вартість операцій купівлі-продажу є невисокою, рівноважна ціна активу дорівнює оптимальному ринковому прогнозу фундаментальної вартості [5, 20]. Відповідно в межах цієї гіпотези сучасні ф'ючерсні (строкові) ринки, що є інформаційно прозорими відповідають поняттю ефективних ринків. У той же час проблеми

асиметричної інформації, морального ризику на ринках ПФІ ставлять під сумнів їх інформаційну ефективність, що супроводжується появою альтернативних концепцій (тієї ж таки гіпотези фрактальності ринку), і ілюструє вплив такого екзогенного фактора впливу, як превалююча концепція (гіпотеза) існування ринку, на якій у свою чергу базуються методи і моделі оцінки вартості ПФІ. Дисбаланси між реальною і фіктивною вартістю ПФІ визначаються існуванням асиметрії інформації, неадекватністю оцінки інструментів, моральним ризиком у прийнятті рішень. Полярною думкою у відношенні до питань ефективності ринку ПФІ є думка Р. Мертона, який доводить, що застосування ПФІ поряд з розподілом ризиків сприяє зниженню транзакційних витрат, асиметрії інформації та морального ризику [2]. Проте така думка є неоднозначною в умовах, що склалися на ринку в період кризи.

Взагалі моральний ризик – (moral hazard) З. Боді в сфері страхування визначає як зростання ймовірності події, від якої страхуються після укладення угоди через тенденцію застрахованого підвищувати свою схильність до ризику чи застосовувати інші заходи [4].

У випадку ринку ПФІ, коли певний суб'єкт стає стороною угоди з ПФІ, особливо у випадку придбання певного виду ПФІ з метою хеджування ризику, спостерігається зростання недбалості цього суб'єкта стосовно хеджованого ризику, оскільки в того з'являється додаткова, але необґрунтована впевненість в його мінімізації. Така ситуація ілюструє наростання фактора морального (суб'єктивного) ризику на ринку ПФІ. Наявність ПФІ як можливого інструменту хеджування ризиків спонукає його власника до надмірного ризику, що як фактор на тлі інформаційної неефективності та асиметрії неодмінно негативно позначається на стійкості ринку ПФІ.

Прикладом фактора асиметрії інформації, яку Ф. Мишкін визначає як нерівність в інформації, яку має кожна із сторін [7, С. 214], на ринку ПФІ можна вважати той факт, що користувачі ПФІ – ризик-менеджери компаній, трейдери, інвестори досить часто більш необізнані стосовно методик визначення вартості надскладних ПФІ порівняно з їх конструкторами – квантами і фінансовими інженерами, що працюють на боці емітентів ПФІ, а тому повноцінно не можуть враховувати зміни вартості цих інструментів у своїй діяльності та фіксувати їх в обліку, а також адекватно оцінювати ризики і загрози, що виникають з їх використанням. Питання невідповідності внутрішньої вартісної сутності ПФІ та їх зовнішньої оцінки користувачами цих інструментів є основою асиметричності на ринку ПФІ, що є аналогічною асиметричності на товарних ринках, дослідженою нобелівським лауреатом Дж. Ейкерлофом, М. Спенсом, Дж. Стігліцом [21].

Внаслідок фактора асиметричності і викликаного ним механізму зворотної селекції на ринку ПФІ переважають за своїми видом і обсягами інструменти з невідповідною оцінкою вартості, що негативно позначається на стійкості ринку ПФІ. Зазначений вплив призводить до формування диспропорцій в оцінці ПФІ, надуванні «бульбашок» переоцінених ПФІ або ПФІ, ризики яких недостатньо враховані. Крім того, відбувається неефективний перерозподіл за Парето ризиків та ресурсів на ринку ПФІ, коли одні учасники поліпшують свій стан за рахунок інших і сприяють розбалансуванню системи ринку ПФІ та зниження його фінансової стійкості.

Яскравим прикладом таких диспропорцій і кризових явищ є неврахування інвесторами асиметрії інформації та морального ризику на ринках таких видів похідних інструментів та інструментів сек'юритизації як CDO, CDS, MBS тощо та їх вплив на розвиток іпотечної кризи в фінансових системах провідних країн світу у 2007-2009 рр. Обмеженість інформації про достовірну вартість найбільш ризикованих траншів цих інструментів, а також впевненість у їхніх емітентах – найбільших банках і інвестиційних компаніях, сформована рейтинговими агенціями, призвели до наростання асиметрії інформації та морального ризику – і як наслідок, переходу ринку ПФІ у нестійкий стан.

Зменшення такого впливу, і відповідної підтримки стійкого стану ринку ПФІ можливе з прийняттям поглиблених підходів до аналізу і оцінки ПФІ, підвищення розуміння їх сутності користувачам та зростання їх професіоналізму у сфері ризик-менеджменту, фінансового інжинірингу, а також розбудови інфраструктури ринку, зокрема інформаційної, зниження транзакційних витрат поширення прозорості та інформаційної ефективності (симетричності) з боку розробників та торговців, інвесторів ПФІ.

Стосовно групи екзогенних факторів методології оцінки і обліку інструментів слід зазначити, що їх фінансова концептуальна основа, у вигляді теорії ефективних ринків потребує перегляду через фактори асиметричності інформації, морального ризику та ін., що вказують на потенційну нестійкість ринку ПФІ. У цьому контексті неспроможність моделі Блека-Шоулза оцінити нові види деривативних продуктів фінансового інжинірингу, які швидкими темпами почали з'являтися у другій половині 80-х. рр. 20 ст. вважають однією з причин нестійкості усього фінансового ринку США у 1987 р. Неадекватність існуючих моделей оцінки та обліку реальної вартості надскладних ПФІ їх змодельованій вартості, неврахування усіх їх ризиків при рейтингуванні (особливо кредитних і іпотечних ПФІ), непрозорість встановлення цін та розкриття інформації щодо вартості укладених угод вважаються основними причинами кризових явищ на ринку деривативів і у фінансовому секторі у 2007-2009 рр.

Як окрему групу якісно обумовлених екзогенних факторів варто розглянути регулювання ринку ПФІ, основна тенденція якого у вигляді фінансової лібералізації та глобалізації фінансових ринків і ринків ПФІ призвела до його нестійкого стану протягом певних періодів. Державна політика у сфері фінансового ринку і ринку ПФІ кожної країни, що розвиває даний сегмент ринку мала б забезпечувати регулятивну концептуальну основу для його стійкого розвитку, а чітко розроблені вимоги щодо ліцензування, оформлення, урегулювання, розрахунків, оподаткування на даному ринку – створити рамкові умови його стійкого функціонування. Останні кризові явища на ринку ПФІ продемонстрували і значні прогалини в організації саморегулювання на ринку ПФІ – оскільки професійні об'єднання учасників ринку опікуються, передусім, індивідуальними інтересами, а не довгостроковим і стійким розвитком ринку – середовища їх функціонування.

Проте поряд з методологічними факторами, нормативні, які є визначальними відносно попередніх, нами вважаються ключовими якісними зовнішніми факторами, що не дали змогу забезпечити фінансову стійкість ринку ПФІ.

Щодо факторів стану економіки та фінансового ринку загалом і їх впливу на фінансову стійкість ринку ПФІ, що конкретизується в певних макроекономічних показниках, слід відзначити їх взаємний двосторонній вплив.

Ідеолог впровадження ПФІ в США А. Гріспен доводить, що використання ПФІ дозволило фінансовій системі стати більш ефективною і стійкою завдяки більш рівномірному розподілу ризиків і пом'якшення циклічних коливань та кризових явищ. Більше того, він підкреслює важливість ПФІ у проведенні монетарної політики.

Проте, зосереджуючись на дослідженні впливу цієї групи екзогенних факторів на стійкість ринку ПФІ, варто зауважити таке:

- у відношенні до рівня розвитку ринку ПФІ визначальним є рівень розвитку ринку базових активів, зокрема фінансового ринку в певних локалізованих межах. Наведене цілком узгоджується з висновками [22] про те, що ліквідний спотовий ринок є основою для успішної розбудови стійкого ринку ПФІ. Відповідно на ринках, що формуються, у т.ч. й в Україні спроби створити стійкий, ефективно функціонуючий ринок деривативів наштовхуються на постійні перешкоди, що передусім викликані недостатнім розвитком фінансового ринку. З урахуванням значної сегментації спотового фінансового ринку його вплив на стійкість ринку ПФІ необхідно розглядати з позиції різноманіття параметрів, що характеризують ці сегменти;
- відносно впливу ключових макроекономічних показників – темпів економічного зростання, валютного курсу, потоків прямих інвестицій та ін., спостерігається зворотний їх вплив на розвиток ринку – так, в умовах циклічності у фазах спадів, коли спостерігається погіршення вказаних показників ринок ПФІ завдяки виконуваним ним функції хеджування ризиків набуває піднесення. Проте цю залежність не слід абсолютизувати в тих випадках, коли ринок ПФІ сам починає негативно впливати на стан економіки і фінансового сектору.
- з впливом об'єктивного механізму циклічності розвитку економічних систем можна пов'язати і періодичні виникнення спекулятивних «бульбашок» на ринку ПФІ та порушення його стійкості [23]. У фазах економічного росту учасники фінансового ринку з метою підтримання норми прибутку на попередньому рівні спрямовують свої капітали у більш ризиковані інноваційні інструменти – зокрема ПФІ. Внаслідок припливу потоку спекулятивних грошей виникає «бульбашка», яка виступає передумовою порушення стійкого стану ринку і настання кризи, аж до відновлення стійкості на іншому рівні його розвитку.

ВИСНОВКИ

Таким чином, фінансова стійкість ринку похідних фінансових інструментів визначається впливом різномірних груп якісних і кількісних ендегенних та екзогенних факторів, які у свою чергу, конкретизуються в окремих показниках, що стосуються виділених груп факторів: учасників, ризиків, інфраструктури ринку ПФІ, його регулювання, методології оцінки та обліку, стану фінансової системи і реальної економіки. Варто наголосити, що серед зазначених груп факторів негативний вплив на стійкість ринку ПФІ мають спекулятивні мотиви учасників ринку, які в поєднанні з ефектом левериджу та волатильністю ринку призводять до надування «бульбашок» на ньому і переведення його в кризовий стан. Крім того, порушення стійкості ринку ПФІ спричиняють його інформаційна неефективність, що базується на високих моральних ризиках та асиметрії інформації на ринку, та високий рівень системного ризику, що накопичується під впливом індивідуальних ризиків ПФІ, ризиків їх неналежного використання та ефекту зараження. У той же час, позитивним впливом на фінансову стійкість ринку ПФІ характеризується підвищення якості ризик-менеджменту учасників та інфраструктурних інститутів ринку ПФІ, сприятлива економічна кон'юнктура, розвинені ринки базових активів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Корнеев В. В. Финансові спекуляції та стійкість економічних систем / В. В. Корнеев // Економіка і прогнозування. — 2008. — № 2. — С. 24—49.
2. Merton R. C. Financial innovation and Economic performance / R. C. Merton // Journal of applied Corporate Finance. — 1992. — № 4. — Р. 12—22.
3. Суэтин А. О причинах современного финансового кризиса / А. Суэтин // Вопросы экономики. — 2009. — № 1. — С. 40—51.
4. Боди З. Финансы : учеб. пособ. / З. Боди, Р. К. Мертон ; пер. с англ. — М. : Вильямс, 2000. — 592 с.
5. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка : підруч. / Р. Глен Габ бард ; [пер. з англ. ; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесневич]. — К. : КНЕУ, 2004. — 889 с.
6. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс ; [пер. с англ. ; общ. ред. и предисл. А. Г. Милейковского и И. М. Осадчей]. — М. : Прогресс, 1978. — 495 с.
7. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Ф. С. Мишкін ; пер. с англ. — К. : Основи, 1998. — 963 с.
8. Зубанов Н. В. Анализ устойчивости функционирования экономических систем относительно поставленных целей / Н. В. Зубанов, С. В. Пестриков // Вестник Самарського государственного университета. — 2006. — № 1. — С. 17—21.
9. Gordon G. Regulatory reports show 5 big banks face huge loss risk [Electronic resource] / Greg Gordon, Kevin G. Hall // McClatchy Newspapers. — Access mode : <http://www.mcclatchydc.com/homepage/story/63606.html>.
10. Луцишин З. Асиметрія і парадокс фінансової глобалізації / Зоряна Луцишин // Міжнародна економічна політика. — 2008. — № 8—9. — С. 78—107.
11. Пластун О. Л. Ринкова волатильність як індикатор зміни економічного циклу / О. Л. Пластун // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез допов. XIII Всеукр. наук.-практ. конф. (28-29 жовтня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". — Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. — Т. 2. — С. 171—173.
12. Unethical misuse of derivatives and market volatility around the global financial crisis [Electronic resource] / Hoje J. and others // Journal of Academic and Business Ethics. — Access : <http://www.aabri.com/manuscripts/09398.pdf>.
13. Chapman R. The Derivative Mess [Electronic resource] / R. Chapman. — Access : http://www.usagold.com/derivatives_chapman.html.
14. List of trading losses [Electronic resource]. — Access : http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_trading_losses.
15. Мазукабзова Б. Роль кредитно-дефолтних свопов в мировом кризисе / Б. Мазукабзова // Вопросы экономики. — 2009. — № 7. — С. 144—146.
16. Zigrand J-P. An Economist's View on Derivatives and Financial Stability [Electronic resource] / Jean-Pierre Zigrand // Presentation at the Conference on Derivatives in crisis: safeguarding financial stability. — 2009. — Access : http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/conference092009/zigrand_en.pdf.
17. Рисін В. В. Системний ризик банківського сектора: сутність, форми та чинники [Електронний ресурс] / В. В. Рисін // Ефективна економіка. — 2011. — № 1. — Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=184>.
18. Financial stability review. December 2009 [Electronic resource] // European Central Bank, 2009. — 223 p. — Access : www.ecb.int/pub/fsr.
19. Столбов М. И. Финансы и экономическая нестабильность. Роль финансовых посредников и рынков в трансмиссии колебаний деловой активности : науч. доклад / М. И. Столбов. — М. : Институт экономики РАН, 2010. — 50 с.
20. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Evidence / E. Fama // Journal of Finance. — 1970. — № 25. — Р. 383—417.

21. Шевченко Т. І. Аналіз сутності асиметричності інформації та інформаційна асиметричність на сучасних ринках України / Т. І. Шевченко // Вісник СумДУ. Економічні науки. — 2008. — № 1. — С. 191—199.
22. Baluch A. M. Derivative markets and economic growth: Is there a relationship? / Baluch A., Ariff M. — Bond University Working Paper Series. — 2007. — №. 13. — 45 p.
23. Эскиндаров М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия / М. Эскиндаров, Я. Миркин. — М. : Финансовая академия при правительстве РФ, 2008. — 148 с.

УДК 336.71: 347.734: 336.76

НОРМАТИВНО-ПРАВОВЕ ТА ІНФОРМАЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РЕАЛІЗАЦІЇ ЕМІСІЙНОЇ ПОЛІТИКИ БАНКУ

Миколишин М.М., аспірант

Університет банківської справи Національного банку України

У статті проаналізовано сучасний стан українського фондового ринку. Досліджено зміст та стан нормативно-правового та інформаційного забезпечення емісії банківською установою власних цінних паперів. Проаналізовано нормативно-правові документи, що забезпечують регулювання емісії цінних паперів на мікро- та макрорівнях. Показано важливу роль прозорості банків та її вплив на оборот цінних паперів, емітованих вітчизняними банками.

Ключові слова: емісія, цінні папери, вітчизняне законодавство, банківська установа, акціонерне товариство.

Миколишин М. М. НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ И ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ РЕАЛИЗАЦИИ ЭМИССИОННОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА / Университет банковского дела Национального банка Украины, Украина

В статье проанализировано современное состояние украинского фондового рынка. Исследовано содержание и состояние нормативно-правового и информационного обеспечения эмиссии банковским учреждением собственных ценных бумаг. Проанализированы нормативно-правовые документы, которые обеспечивают регуляцию эмиссии ценных бумаг на микро- и макроуровнях. Показана важная роль прозрачности банков и ее влияние на оборот ценных бумаг, эмитированных отечественными банками.

Ключевые слова: эмиссия, ценные бумаги, отечественное законодательство, банковское учреждение, акционерное общество.

Mykolishin M. M. NORMATIVE LEGAL AND INFORMATION SUPPORT OF BANK EMISSION POLICY REALIZATION / University of banking of the National Bank of Ukraine, Ukraine

In the article present state of Ukrainian stock market is analyzed. The essence and state of normative legal and informational provision of bank organization own stocks emission is researched. Normative legal documents that provide regulation of stocks emission at micro and macro-levels are analyzed. The important role of banks transparency and its influence on turnover of stocks issued by domestic banks is shown.

Key words: emission, stocks, domestic legislation, bank organization, joint-stock company.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

В останнє десятиліття Україна розвивається досить швидкими темпами. І, незважаючи на значну кількість несприятливих чинників (і показники інфляції, і політична нестабільність), фондовий ринок України росте. Експерти, як вітчизняні, так і зарубіжні, оцінюють фондовий ринок України як перспективний і привабливий, хоча він знаходиться на одній з початкових стадій розвитку і оцінюється як недостатньо активний.

Український фондовий ринок лише формується і в цьому процесі важливим є наявність стабільного та чіткого законодавства, а також передбачуваність практики його застосування. Зважаючи на реалії, можна стверджувати, що така передбачуваність існує.

Дотримання всіх необхідних принципів і стандартів функціонування фондового ринку дозволить створити діловий і прозорий ринок, на якому не лише функціонуватимуть різні види цінних паперів, але і