

СМАГІН В.Л.,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»
д.е.н., професор кафедри банківських інвестицій
МАЙОРОВА Т.В.,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»
к.е.н., доцент, завідувач кафедри банківських інвестицій

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Анотація. У статті проаналізовано основні тенденції розвитку світового та вітчизняного ринків похідних цінних паперів. Визначено роль Української біржі у функціонуванні вітчизняного строкового ринку та запропоновано шляхи його розвитку в умовах фінансової нестабільності.

Ключові слова: цінні папери, деривативи, похідні фінансові інструменти, ринок похідних цінних паперів, фондова біржа, біржовий строковий ринок, позабіржовий строковий ринок.

Аннотация. В статье проанализированы основные тенденции развития мирового и отечественного рынков производных ценных бумаг. Определена роль Украинской биржи в функционировании отечественного срочного рынка и предложены пути его развития в условиях финансовой нестабильности.

Ключевые слова: ценные бумаги, деривативы, производные финансовые инструменты, рынок производных ценных бумаг, фондовая биржа, биржевой срочный рынок, внебиржевой срочный рынок.

Annotation. The article analyzes key trends in the development of the global and domestic derivative markets. The role of the Ukrainian Stock Exchange in the domestic forward market functioning was determined and ways of its development under conditions of financial instability were suggested.

Keywords: securities, derivatives, derivative instruments, derivative market, stock exchange, stock forward market, over-the-counter forward market.

На сучасному етапі економічного розвитку ринки похідних фінансових інструментів стали важливою частиною світового фінансового ринку в цілому, і міжнародних фінансових відносин, зокрема. За участі строкового ринку, процес управління ризиками став більш досконалим, що дозволило вивести світові фінансові відносини на якісно вищий рівень розвитку. Світова торгівля похідними фінансовими інструментами виконує функції інтеграції регіональних ринків капіталу і, відтак, допомагає учасникам світової економіки зменшувати існуючі ризики та зосереджуватися на подальшому розвитку міжнародних торговельних та фінансових відносин. Це зменшує ступінь ризику і збалансовує міжнародний рух капіталу.

Перехід економіки України до ринкових засад господарювання викликав серйозні зміни фінансової системи. Важливим завданням фінансового менеджменту на даному етапі є використання похідних інструментів фондового ринку для хеджування ризиків операцій підприємства. Проте виконання цього завдання ускладнюється відсутністю розвинутого ринку деривативів в Україні, недостатньою професійною та психологічною підготовленістю суб'єктів господарювання до виконання операцій з деривативами, а також низькою зацікавленістю банків виступати у ролі фінансових посередників на даному ринку.

Підвалини дослідження строкових ринків заклали відомі західні економісти Дж. Гоффман, Н. Калдор, Дж.М.Кейнс, А.Маршалл, Дж.Хікс. Дослідження строкових ринків на сучасному етапі проводять багато зарубіжних фахівців, які детально аналізують інструменти ринку деривативів, способи їх застосування з метою хеджування операцій компаній, шляхи запобігання втратам від операцій з деривативами. Серед них можна назвати П.Вілмотта, Р.МакДональда, Ф.Мишкіна, Дж.Халла, Ч.Смітсона. Аналізу моделей опціонного ціноутворення приділяється значної уваги у роботах С.Бенінга, М.Джексона, Н.Талеба.

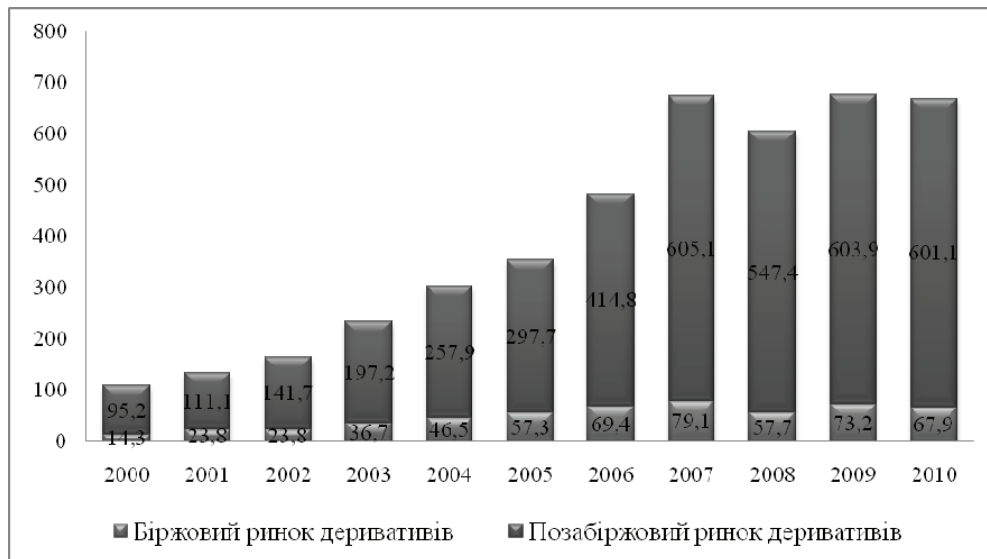
Серед російських економістів, що вивчають ринки деривативів, можна назвати А.Буреніна, О.Дегтярьову, О.Кандінську, А.Фельдмана. В Україні дослідженням фінансових ринків та розробкою необхідних заходів щодо становлення ринку деривативів займаються О.Береславська, І.Бланк, В. Гоффе, О.Кузьмін, Т.Лемішевська, Б.Луців, В.Міщенко, О.Мозговий, С.Науменкова, Л.Примостка, О.Сохацька.

Попри наявність окремих досліджень проблем функціонування строкових ринків в Україні, тема похідних цінних паперів у вітчизняній науковій літературі в цілому відображена недостатньо. Наразі відсутній детальний аналіз практики функціонування строкових ринків у розвинутих країнах світу та, відповідно, досі не визначені шляхи використання їх досвіду для побудови основ строкового ринку в Україні. В нашій державі досі не розроблено теоретичної бази для функціонування строкового ринку, на фондовому ринку не використовуються ефективні похідні інструменти.

Світовий досвід компаній у галузі управління ризиками діяльності свідчить, що одними з найбільш дієвих інструментів мінімізації ризиків є деривативи. З метою здійснення найбільш ефективного управління ризиками, багато компаній та фінансових інститутів використовують операції хеджування форвардними, ф'ючерсними, опціонними та своп-контрактами. Дані контракти є ефективними інструментами зниження процентного, валютного, кредитного, цінового ризиків, ризику зміни курсів акцій, ризику економічного циклу, ризику зміни економічної кон'юнктури та інших фінансових ризиків.

Фінансові інститути грають подвійну роль на ринку деривативів: з одного боку, вони виступають посередниками при проведенні підприємствами операцій хеджування, з другого – укладають угоди купівлі деривативів з метою хеджування власних ризиків діяльності та отримання прибутків від спекуляції даними фінансовими інструментами. Завдяки високому рівню розвитку операцій з деривативами, виконуваними фінансовими інститутами у світі, їх клієнти мають можливість отримання доступу до найбільш ефективних інструментів хеджування ризиків на фінансовому ринку.

Згідно з емпіричними дослідженнями, у більшості країн світу інституційні інвестори широко здійснюють операції з деривативами. Як видно з рис. 1. впродовж останніх 10 років кількість ф'ючерсних і опціонних контрактів, торгівля якими здійснювалася з підвищеною активністю, зросла у 7,5 разу, причому більшість із цих контрактів за власною природою суттєво ускладнювалася.



Джерело: побудовано за даними Bank for International Settlements: <http://www.bis.org>

Рис. 1. Світовий ринок деривативів, трлн дол. США

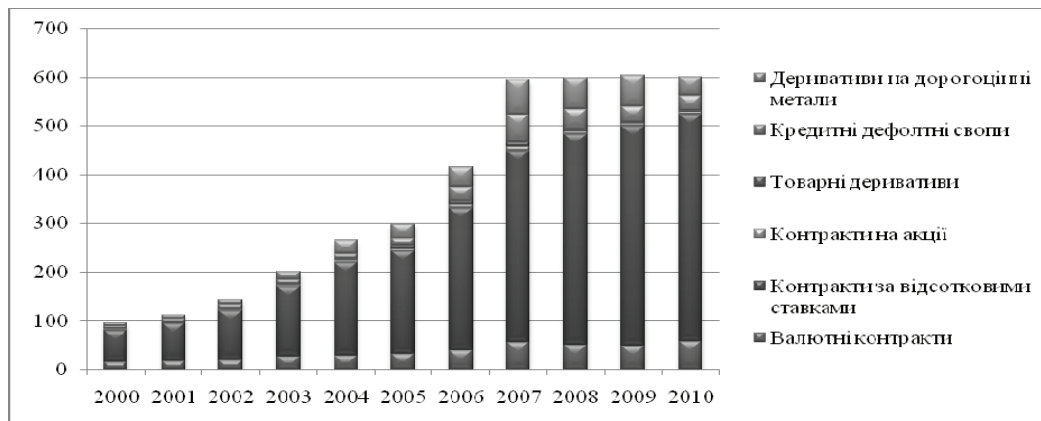
Натомість наприкінці 2008 року внаслідок розгортання фінансової кризи та переоцінки ризиків суб'єктами ринку відбувся спад як на позабіржовому, так і на біржовому ринку похідних фінансових інструментів на 8% і 27% відповідно, що стало першим значним спадом з 1998 року. Так, значення показника валової ринкової вартості (gross market value), який є одним з основних індикаторів ризику строкового ринку, лише за рік зросло вдвічі (що в еквіваленті становило 16,4 трлн дол. США). Вагомий внесок у зростання валової ринкової вартості також мало підвищення на 50% валового кредитного ризику (gross credit exposure) [1].

Проте вже до середини 2009 року відновились активність строкового ринку, що позначилось на збільшенні обсягу операцій на позабіржовому ринку на 10,3 % та на біржовому – на 26,9% відповідно.

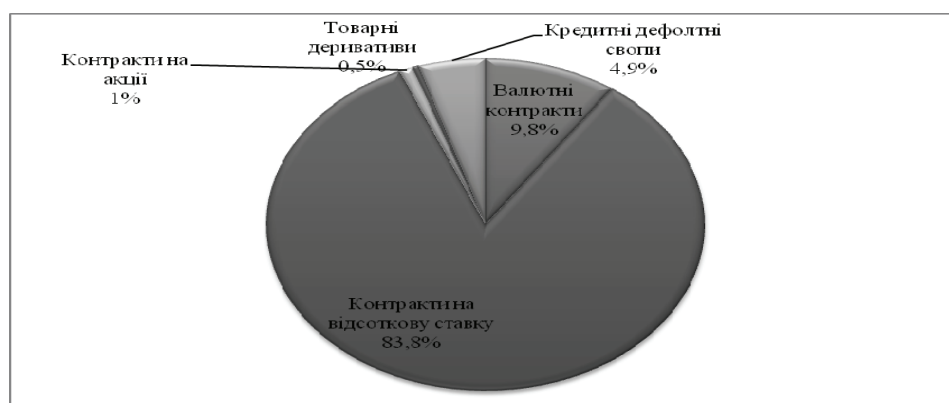
Після 60 років існування регульованого ф'ючерсного ринку (біржового ринку ПФІ) перші позабіржові похідні фінансові інструменти з'явилися в обігу лише в 1981 році. За останні 30 років позабіржовий ринок ПФІ ефективно використовувався для вирішення широкого кола питань з ризик-менеджменту. Причому, у порівнянні з регульованим ринком деривативів, прозора централізована торгівля контрактами на ринку ОТС тривалий час не проводилася. Дилери лише фіксували контракти, трансфер яких здійснювався до інших фінансових установ з установленням усіх учасників фінансової операції з оприлюдненням дуже обмеженого об'єму інформації [2].

Світовий позабіржовий ринок похідних фінансових інструментів (OTC derivatives market) майже в 9 разів перевищує обсяги операцій на організованому ринку (On-exchange derivatives). Найвищого рівня позабіржовий ринок деривативів досяг у червні 2008 року – 683,8 трлн дол. США. Таким чином, на позабіржовому ринку ПФІ здійснюється обіг 20 дол. США для кожного долара товарів і послуг, виробленого американською економікою і біля 12 дол. США — світовою економікою. За цей період недосконалого регулювання ринку ОТС структура контрактів трансформувалася у напрямку стандартизації під тиском використання ефективних інформаційних технологій та потужних електронних торговельних платформ. Але й у таких умовах широкого застосування інновацій на позабіржовому ринку ПФІ, вдосконалення електронних торговельних платформ, у всіх торговельних операціях домінували дилери [3].

Структура та динаміка позабіржового ринку похідних фінансових інструментів представлена на рис. 2-3, з яких видно, що за останні 10 років найбільшими масштабами зростає сектор контрактів за відсотковими ставками, досягши 465 трлн. дол. на кінець 2010 року. Ринок кредитних дефолтних свопів (CDS) зростає від 40 % до 160 % щорічно, від 630 млрд. дол. у 2001 році до 30 трлн дол. наприкінці 2010 року. Це майже два с половиною ВВП країни. За даними BIS – 95 % транзакцій з CDS здійснено між фінансовими установами [4].



Джерело: складено за даними Bank For International Settlements: <http://www.bis.org>
Рис. 2. Позабіржовий ринок деривативів у період з 2000-2010 рр., трлн дол. США

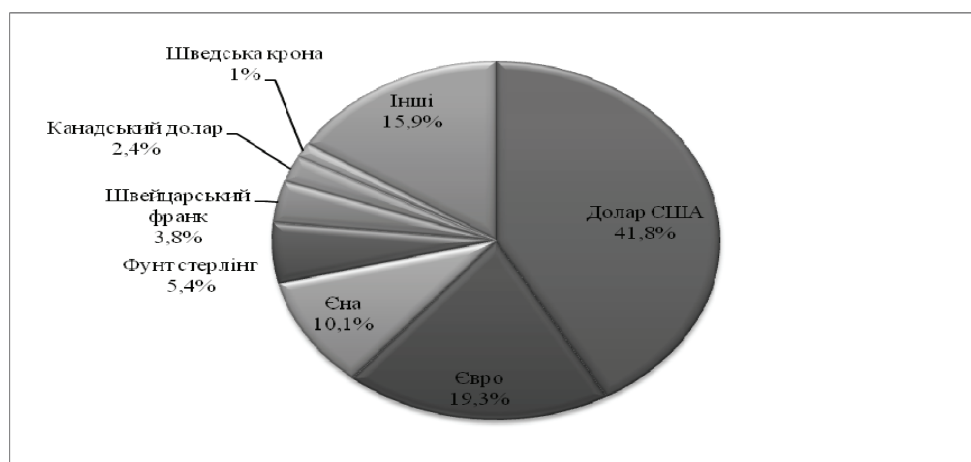


Джерело: складено автором за даними Bank For International Settlements: <http://www.bis.org>
Рис. 3 Структура позабіржового ринку ПФІ за інструментами, %

У загальній структурі позабіржового строкового ринку за видами базових активів станом на I півріччя 2011 р., найбільшу частку займали контракти за відсотковими ставками (83,8%), значно менша частка належить валютним контрактам (9,8). Суттєво нижчу частку мають кредитні дефолтні свопи (4,9%), контракти на акції (1%) та товарні деривативи (0,5%).

Протягом усього періоду дослідження (2000-2010 рр.) визначальну роль у позабіржових валютних контрактах відіграють фінансові інструменти зі строком погашення до одного року. Частка короткострокових угод у загальній структурі валютних контрактів за станом на кінець червня 2011 р. становила 73,8% [4].

Короткострокові угоди (до 1 року) за процентними ставками відігравали значно меншу роль і лише з середини 2007 р. їх частка стає переважати в загальній структурі угод за цим видом фінансових інструментів і на I півріччя 2011 року становить 44,5%, проте до визначеного періоду переважали середньострокові процентні контракти (строком від 1 до 5 років). При цьому більшим попитом користуються контракти, укладені в євро (39,7% за станом на I півріччя 2011 р.) (рис. 4), дещо менше угод укладається в доларах США (30,8%) . Найбільшу частку в загальній структурі займають контракти, укладені в доларах США (станом за I півріччя 2011 року – 41,8%).



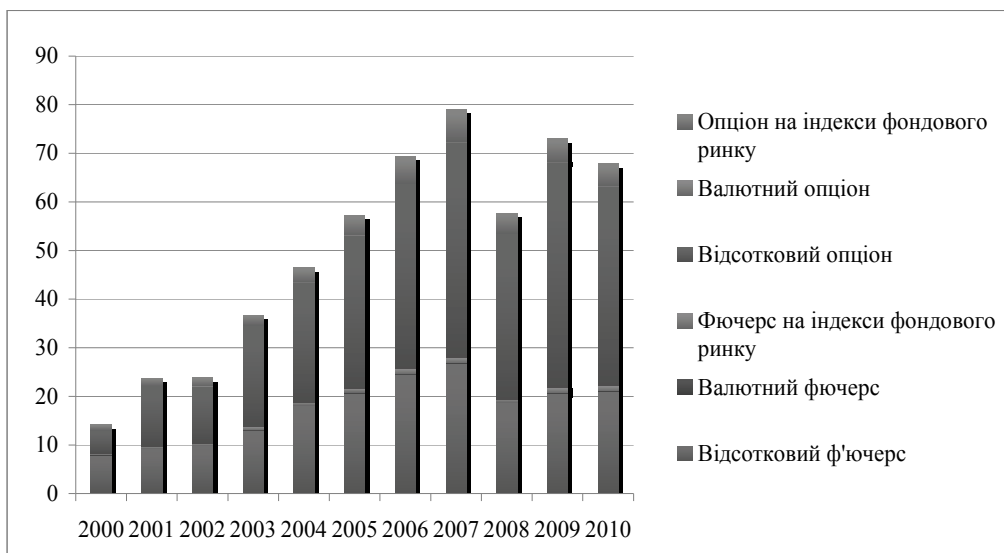
Джерело: складено за даними Bank For International Settlements: <http://www.bis.org>

Рис. 4. Структура позабіржових валютних контрактів за валютою, %

Далі йде євро – 19,3%, японська єна - 10,1%, англійський фунт стерлінг – 5,4%, швейцарський франк – 3,8%.

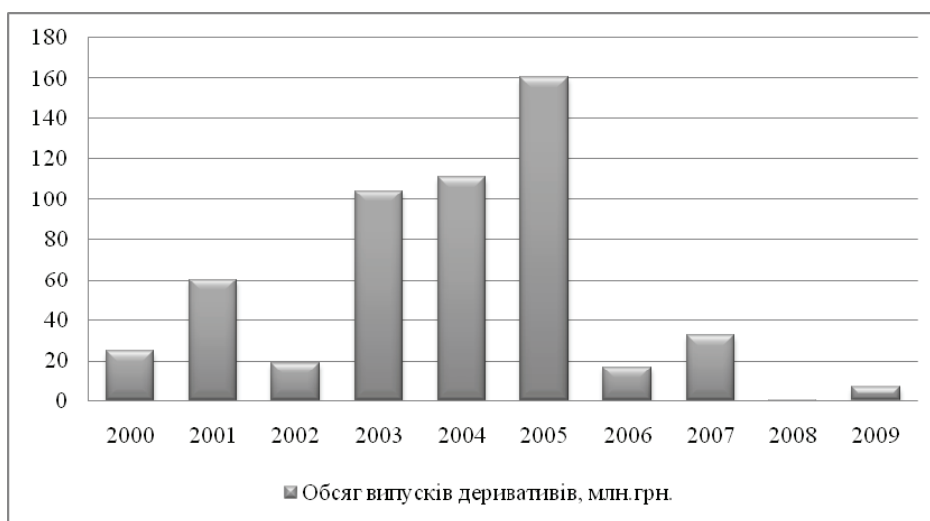
Варто зауважити, що перевагою проведення операцій на організованому ринку є те, що біржа виступає гарантом розрахунків, тим самим унеможливаючи невиконання зобов'язань її учасниками, тоді як позабіржовий ринок позбавлений відповідної системи гарантування.

Якщо проаналізувати структуру та динаміку біржового ринку похідних фінансових інструментів рис. 5, то можемо відмітити, що біржовий ринок деривативів у період 2000-2007 розвивався значними темпами, досягши піку у 2007 році, досягши обсягу майже у 80 трлн дол. З іншого боку, позабіржовий ринок досяг свого піку на позначці 605 трлн дол. Для порівняння, річний світовий ВВП за 2006 рік склав близько 50 трлн дол. Варто також відзначити, що на біржовому ринку за останні 10 років найшвидші темпи розвитку показали контракти за відсотковими ставками (опціони та ф'ючерси), причому з 2001 року більшим попитом користуються опціони, загальний обсяг операцій становить 56,42 трлн дол. (станом на червень 2011 р.).



Джерело: побудовано за даними Bank for International Settlements: <http://www.bis.org>
Рис. 5. Біржовий ринок деривативів за 2000-2010 рр., трлн дол. США

На відміну від світових тенденцій в Україні ринок деривативів розвивається не так стрімко, див. рис. 6. Так, за даними звітів ДКЦПФР у 2007 р. порівняно з 2006 р. він демонструє різке зниження до 0,27 млн. грн.



Джерело: побудовано за даними річних звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України: <http://www.ssmc.gov.ua>
Рис. 6. Обсяги випусків деривативів з 2000 по 2009 рр., млн. грн.

Важливим етапом становлення повноцінного ринку похідних фінансових інструментів можна вважати 27 травня 2010 р., коли Українська біржа запровадила ф'ючерс на індекс українських акцій (UX). Такий ф'ючерсний контракт є угодою двох сторін здійснити на певну дату в майбутньому (у день виконання ф'ючерсу) взаєморозрахунки на основі різниці фактичного значення індексу в день виконання і значення індексу, закріпленого у ф'ючерсній ціні в день укладання угоди [5].

Подальший розвиток строкового ринку на Україні тісно пов'язаний із «Українською біржею», яка спирається на технології та систему управління ризиками Фондової біржі РТС (FORTS) [6]. Так, лише в перший день торгів на строковому ринку «Української біржі» було укладено 503 угоди об'ємом 5047 контрактів або 8 938 993 грн. В торгах взяло участь 16 учасників [7].

Протягом 2010 року на Українській біржі 13,1% обсягів угод та 15,5% кількості угод було здійснено за операціями строкового ринку, що показано на рис. 7.

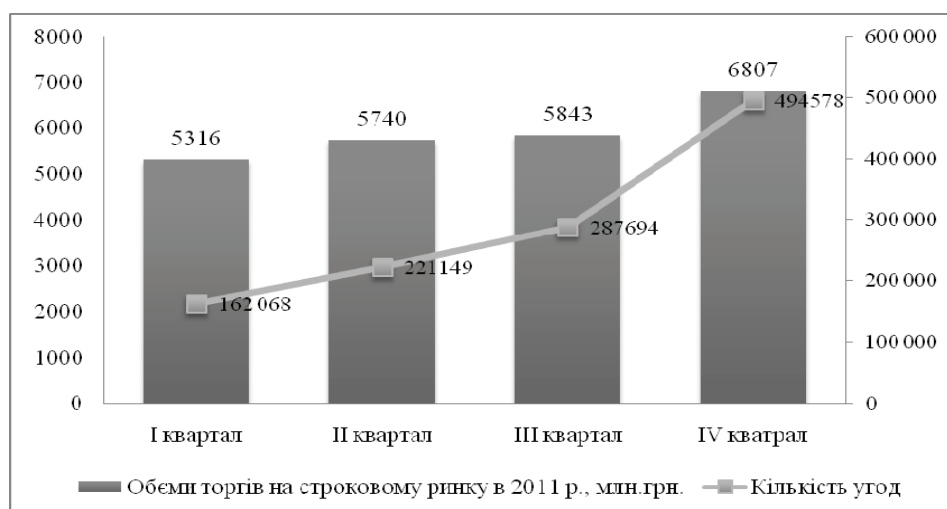


Джерело: складено за даними Аналітичний огляд фондового ринку України за 2010 рік: Національне рейтингове агентство «Рюрик» [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.rurik.com.ua/documents/research/Fund_market_review.pdf. – Назва з екрана.

Рис. 7. Розподіл обсягів та кількості угод на УБ за типом ринку (2010 рік), %

Обсяг торгів на Українській біржі протягом 2010 року становив 23,8 млрд. грн. на фондовому ринку та 3,6 на строковому ринку. Середня вартість угоди на фондовому ринку протягом 2010 року становила 28438,90 грн., на строковому ринку – 23407,58 грн. [8].

Фондовий ринок «Української біржі» зростає швидкими темпами. Так, в I кварталі 2011 року загальний об'єм торгів на «Українській біржі» склав 19 481 млн. грн., що на 51% перевищує аналогічний показник за IV квартал 2010 року. Загальна кількість угод сягнула 536 530, що на 25% більше, ніж кварталом раніше. За підсумками I кварталу 2011 року на фондовому і строковому ринках «Української біржі» було зареєстровано 8744 рахунків, що на 25% перевищує підсумковий показник 2010 року. Серед них доля активних рахунків складає 44%.



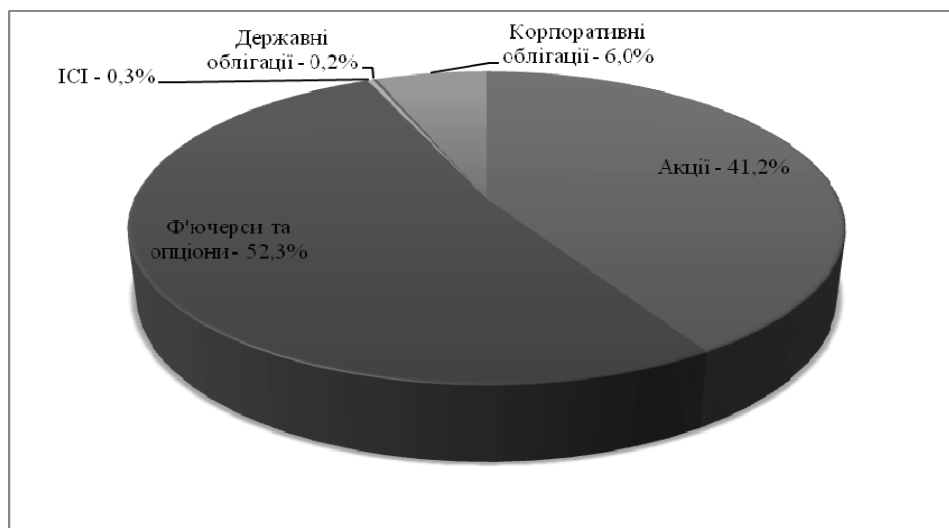
Джерело: складено за даними UX Review №1,2,3,4: квартальний журнал «Української біржі» [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ux.ua/a18>.

Рис. 8. Об'єми торгів та кількість угод на строковому ринку «Української біржі» в 2011 р., млн. грн.

У свою чергу, об'єм торгів в IV кварталі 2011 р. склав 6807 млн. грн., що на 16% більше, ніж за III квартал 2011 р., або 4 612 849 контрактів (рис. 2.8). Кількість угод досягла 494 578 – на 72% більше показника попереднього кварталу. Об'єм відкритих позицій по ф'ючерсним контрактам на Індекс UX на кінець IV кварталу 2011 р. склав 92 млн. грн. або 62 990 контрактів. Об'єм відкритих позицій по опціонних контрактам на ф'ючерс на Індекс UX склав 16 млн. грн. або 10 658 контрактів.

Отже, за підсумками 2011 р. об'єм торгів на строковому ринку «Української біржі» склав 23 707 536 944 грн. (12 064 393 контрактів), а кількість угод досягла позначки 1 165 489, збільшившись на 659,09% порівняно з минулим роком.

Варто відмітити, що в структурі торгів в жовтні-грудні 2011 р. на ринок акцій припадало 41% загального обороту на біржі або 5 364 млн.грн., 52% - на строковий ринок або 6 807 млн.грн., і 7% на ринки інвестиційних сертифікатів, корпоративні облигації та ОВДП або 836 млн. грн. (рис. 9).



Джерело: побудовано за даними UX Review №4: квартальний журнал «Української біржі» [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://fs.ux.ua/f/1161/4-ux-review.pdf>. – Назва з екрана.

Рис. 9. Структура торгів на «Українській біржі» в розрізі ринків (IV квартал 2011 року),%

Таким чином, частка строкового ринку в загальному обороті на «Українській біржі» вперше перевершила аналогічний показник фондового ринку, збільшившись при цьому на 13% порівняно з III кварталом 2011 р. Доля ринку акцій впала на 14%, а доля ринку облигацій та ІСІ збільшилась на 2%.

На думку експертів, такий успіх ф'ючерса в черговий раз підтверджує його актуальність [8].

Підсумовуючи проведенне дослідження варто зробити наступні висновки. За останнє десятиліття як на світових ринках похідних фінансових інструментах, так і в Україні, відбувалося стрімке зростання їх обсягів та посилення ролі деривативів у фінансовій діяльності, що перш за все пояснюється можливостями, які надають ці інструменти. Світовий позабіржовий ринок похідних фінансових інструментів (OTC derivatives market) майже в 9 разів перевищує обсяги операцій на організованому ринку (On-exchange derivatives). На думку експертів, такий успіх ф'ючерса в черговий раз підтверджує його актуальність.

Проте існує ряд серйозних перешкод, які стоять на шляху процесу розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні, серед яких найважливішими є: відсутність необхідного нормативно-законодавчого забезпечення; відсутність єдиного регулятора ринку похідних фінансових інструментів; низька фінансова грамотність населення України та відсутність культури інвестування.

Для їх вирішення необхідно насамперед сформувати законодавчу базу, що регулюватиме операції з деривативами шляхом прийняття законопроекту «Про похідні (деривативи)». Це сприятиме розвитку не лише ринку деривативів, а й усього фінансового ринку в Україні. Потребують уваги й інші рекомендації, у тому числі: розширення лінійки фінансових інструментів; вдосконалення системи обліку операцій з даними фінансовими інструментами; розвиток матеріальної бази, технологій торгівлі, регулятивної та інформаційної інфраструктури; створення системи поінформованості населення про можливості ринку похідних цінних паперів; підвищення психологічної підготовленості суб'єктів господарювання до виконання операцій з деривативами шляхом проведення тренінгів та семінарів; розробка теоретичних рекомендацій щодо механізму використання деривативів у діяльності підприємств та ознайомлення з ними керівництва компаній; створення висококваліфікованих робочих груп з питань методології з залученням спеціалістів з організації біржової торгівлі і західних фахівців-практиків строкового ринку.

Лише за умови використання цих рекомендацій у процесі формування ринку деривативів в Україні, може бути досягнуто його поживлення та підвищення зацікавленості учасників ринку в проведенні операцій з даними фінансовими інструментами. Це, в свою чергу, буде сприяти поглибленню, розширенню і підвищенню стійкості вітчизняного фінансового ринку та економіки в цілому.

Список використаних джерел

1. OTC derivatives: A new market infrastructure is taking shape [Електронний ресурс] // Deutsche Bank Research .– Режим доступу:: http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_ENPROD/PROD000000000256894.pdf.
2. Basel Flash Report [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://www.protiviti.it/en-US/Documents/Regulatory-Reports/Basel-Updates/BASELII_FLASHREPORT.pdf.
3. Силантьєв С.О. Післякризове врегулювання ринку похідних фінансових інструментів [Електронний ресурс] / С.О. Силантьєв. – Режим доступу: <http://ir.kneu.kiev.ua:8080/bitstream/2010/600/1/Silantev.pdf>.
4. Bank for International Settlements: Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2011[Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.
5. Парандій О.В. Арбітражні операції на українському строковому ринку [текст] / О.В. Парандій // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – №11 (113). – С. 197 – 204.
6. Как работать на срочном рынке Украинской биржи: методическое пособие. – Версия № 2 от 22.04.2010 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://fs.ux.ua/files/83/>.
7. Запуск срочного рынка – новые рекорды [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.investfunds.com.ua>.
8. Аналітичний огляд фондового ринку України за 2010 рік: Національне рейтингове агентство «Рюрик» [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.rurik.com.ua/documents/research/Fund_market_review.pdf.
9. Internet Trading № 02. Сентябрь 2010 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://fs.ux.ua/f/361/it-2-2010.pdf>.