

Міністерство освіти і науки України
Тернопільський національний економічний університет



*До 50-річчя
Тернопільського національного
економічного університету*

БІРЖОВА СПРАВА

Підручник

**За науковою редакцією
доктора економічних наук, професора О.М. Сохацької**

*Затверджено Міністерством освіти і науки України
як підручник для студентів вищих навчальних закладів*

Видання третє перероблене, змінене та доповнене

Тернопіль
ТНЕУ
2014

УДК 336.764/768
ББК 65.9 (4.Укр) 264.31.я73
Б 67

Підручник підготовлений за науковою редакцією докт. екон. наук, професора О. М. Сохацької. Авторський колектив: *Ю. В. Мельник* – канд. екон. наук, доцент кафедри міжнародного менеджменту та маркетингу (розділи 4, 9, 10, 18); *Н. С. Стрельбицька* – канд. екон. наук, доцент кафедри міжнародного менеджменту та маркетингу (розділи 11, 12, 15, 16, 19); *О. М. Войтенко* – канд. екон. наук, старший викладач кафедри міжнародного менеджменту та маркетингу (розділи 12, 15, 17, 20); *С. І. Вінницький* – асистент кафедри міжнародного менеджменту та маркетингу (розділи 2, 7, 8, 13); *Н. І. Полікевич* – викладач кафедри міжнародного менеджменту та маркетингу (розділи 1, 2, 3, 6, 14); *О. Б. Кухтин* – викладач кафедри міжнародного менеджменту та маркетингу (розділ 5)

Рецензенти:

- О. С. Кузьмін* – докт. екон. наук, професор, завідувач кафедри менеджменту і міжнародного підприємництва, директор навчально-наукового інституту економіки і менеджменту Національного університету «Львівська політехніка», заслужений працівник народної освіти України;
Є. Г. Панченко – докт. екон. наук, професор кафедри міжнародного менеджменту Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана;
С. В. Науменкова – докт. екон. наук, професор, завідувач кафедри банківської справи Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Відповідальний за випуск:

Олена Миколаївна Сохацька, докт. екон. наук, професор, завідувач кафедри міжнародного менеджменту та маркетингу Українсько-нідерландського факультету-програми Тернопільського національного економічного університету

*Затверджено Міністерством освіти і науки України
як підручник для студентів вищих навчальних закладів
(Лист № 1/11-675 від 21.01.2014 р.)*

Б 67 Біржова справа : підруч. / за наук. ред. докт. екон. наук, проф. О. М. Сохацької. – Тернопіль : ТНЕУ, 2014. – 655 с.
ISBN 978-966-654-361-8

Третє видання підручника «Біржова справа» написано відповідно до програм дисциплін «Біржова справа» та «Міжнародні біржові ринки» Тернопільського національного економічного університету.

Перше та друге видання підручника було схвально зустрінуте науковцями, фахівцями біржових ринків, студентами. Третє видання змінене, перероблене та доповнене з врахуванням сучасних процесів, що відбуваються у світовій біржовій торгівлі.

Підручник складається з трьох частин та двадцяти розділів. Кожний розділ закінчується коротким резюме, контрольними запитаннями, переліком посилань та рекомендованої літератури, тестами для перевірки знань, задачами, додатками, в яких проілюстровано типові угоди на брокерське обслуговування, біржові котирування ф'ючерсних та опціонних контрактів.

Україна йде шляхом створення умов для функціонування інфраструктурних інститутів, таких як товарні, фондові та валютні біржі. Ситуація на ринках сільськогосподарської сировини, валюти та цінних паперів в Україні потребує впровадження механізмів страхування цінних та курсових ризиків, що без опанування правил строкової біржової торгівлі зробити практично неможливо. Підручник буде цікавим не лише викладачам, аспірантам, студентам, слухачам бакалаврських та магістерських програм, а й біржовими брокерами, трейдерами, торговцям цінними паперами, інвестиційним керуючим, дилерам банків, фінансових компаній для організації успішної роботи на глобальних біржових ринках та впровадження аналогічних технологій на вітчизняних біржах.

Підручник допоможе у здобутті необхідних знань для процедур укладання ф'ючерсних, опціонних угод та свопів на міжнародних ф'ючерсних біржах з метою захисту експортно-імпортних операцій, виробництва, торгівлі основними сировинними активами від цінних і курсових коливань та отримання додаткових джерел доходів.

УДК 336.764/768
ББК 65.9 (4.Укр) 264.31.я73

ISBN 978-966-654-361-8

© ТНЕУ, 2014

ЗМІСТ

Передмова	7
Частина I. Теоретичні засади біржової справи	11
Розділ 1. Суть біржі та її економічна природа	12
1.1. Роль та місце біржі в економіці.....	12
1.2. Суть біржі та її економічна природа.....	16
1.3. Функції та характерні ознаки біржової торгівлі.....	18
1.4. Види бірж.....	21
Розділ 2. Еволюція біржової торгівлі	37
2.1. Історія формування бірж в Європі, Великобританії та США.....	37
2.2. Розвиток бірж у дореволюційній Росії.....	43
2.3. Становлення біржової торгівлі в Україні.....	48
2.4. Особливості функціонування бірж в Україні на початку XXI ст.	52
Розділ 3. Біржовий товар	77
3.1. Класифікація біржових товарів.....	77
3.2. Види біржових контрактів.....	82
3.3. Характеристика біржових товарів.....	86
3.4. Сільськогосподарська і промислова сировина.....	86
3.5. Фінансові інструменти.....	88
Розділ 4. Сучасні міжнародні біржові ринки	107
4.1. Характеристика ф'ючерсного контракту.....	108
4.2. Основні риси ф'ючерсної торгівлі.....	115
4.3. Характеристика біржової мережі світу.....	119
4.4. Новітні тенденції на міжнародних біржових ринках.....	131
Розділ 5. Основні теорії функціонування ф'ючерсних ринків	147
5.1. Стан дослідження ф'ючерсних ринків в Україні.....	147
5.2. Еволюція розвитку основних економічних теорій ф'ючерсних ринків.....	157
5.3. Сучасні теорії міжнародних ф'ючерсних ринків.....	161

Розділ 6. Концепція ціноутворення на ф'ючерсних ринках.....	172
6.1. Формування ф'ючерсних та майбутніх спотових цін.....	172
6.2. Сучасні концепції ціноутворення на ф'ючерсних ринках.....	181
Розділ 7. Фундаментальний аналіз біржових цін та курсів.....	189
7.1. Суть фундаментального аналізу.....	189
7.2. Особливості здійснення фундаментального аналізу на фондових ринках.....	195
7.3. Фундаментальний аналіз на ф'ючерсних ринках.....	205
7.4. Фундаментальний аналіз валютного ринку.....	211
Розділ 8. Технічний аналіз біржових цін.....	224
8.1. Суть технічного аналізу.....	224
8.2. Засоби технічного аналізу.....	230
8.3. Методи дотримання тренда.....	237
8.4. Основні фігури технічного аналізу.....	243
8.5. Трендові індикатори та осцилятори.....	248
8.6. Аналіз показників обсягів торгів.....	250
8.7. Структурні теорії технічного аналізу.....	254
Частина II. Організаційні аспекти біржової справи.....	263
Розділ 9. Учасники біржових операцій.....	264
9.1. Засновники та члени біржі. Їх права й обов'язки.....	265
9.2. Учасники біржових сесій.....	269
9.3. Біржові посередники: брокери та дилери.....	271
9.4. Сутність і види брокерської діяльності.....	271
9.5. Правове регулювання брокерської діяльності.....	275
Розділ 10. Організація біржових торгів.....	287
10.1. Організаційна структура управління біржею.....	288
10.2. Порядок укладання біржових угод.....	294
10.3. Організація діяльності брокерської фірми.....	301
10.4. Ведення рахунків клієнтів.....	303
10.5. Звітність щодо виконання наказів клієнтів.....	305
Розділ 11. Кліринг та система розрахунків за біржовими угодами.....	311
11.1. Суть біржового клірингу.....	311
11.2. Історія становлення біржових клірингових установ.....	315
11.3. Організація клірингу.....	317
11.4. Роль маржевих внесків у діяльності розрахунково-клірингових палат.....	321
11.5. Забезпечення додаткових фінансових гарантій розрахункової палати.....	326

Розділ 12. Процедура поставки за біржовими контрактами.....	337
12.1. Економічна функція поставки за ф'ючерсними контрактами.....	337
12.2. Організація процедури поставки за ф'ючерсними контрактами.....	339
12.3. Поставка за ф'ючерсними контрактами з фінансовими інструментами.....	349
Розділ 13. Електронний трейдинг – сучасна технологія біржової торгівлі.....	355
13.1. Історія становлення електронної біржової торгівлі.....	355
13.2. Розвиток біржового електронного трейдингу в Україні.....	365
13.3. Проведення операцій в електронному трейдингу.....	368
13.4. Електронний трейдинг на ринку FOREX.....	377
Розділ 14. Державне регулювання біржової торгівлі.....	389
14.1. Суть та значення державного регулювання біржової торгівлі.....	389
14.2. Регулювання ф'ючерсної торгівлі у США.....	392
14.3. Державне регулювання ф'ючерсного ринку в Європі та Азії.....	396
14.4. Державне регулювання біржової торгівлі в Україні.....	402
Частина III. Основи ф'ючерсної та опціонної торгівлі.....	419
Розділ 15. Товарний ф'ючерсний контракт як інвестиційний інструмент біржового ринку.....	420
15.1. Товарні ф'ючерси як фінансові інструменти.....	420
15.2. Порядок укладання та виконання ф'ючерсних контрактів.....	430
Розділ 16. Торгівля опціонами.....	437
16.1. Суть опціонів та їх характеристика.....	437
16.2. Товарні опціони.....	441
16.3. Основні стратегії з товарними опціонами.....	446
16.4. Опціони з фінансовими інструментами.....	452
Розділ 17. Фінансові ф'ючерси.....	468
17.1. Суть та види фінансових ф'ючерсів.....	468
17.2. Відсоткові фінансові ф'ючерси.....	477
17.3. Контракти на індекси фондових бірж.....	489
17.4. Ф'ючерсні контракти з валютою.....	493
17.5. Ф'ючерсні контракти на погоду.....	500
Розділ 18. Біржова спекуляція на ф'ючерсних ринках.....	508
18.1. Економічна суть біржової спекуляції.....	509
18.2. Історія становлення біржової спекуляції.....	512
18.3. Види біржової спекуляції.....	518
18.4. Види біржових спекулянтів.....	525
18.5. Спекулятивні стратегії із застосуванням ф'ючерсних контрактів.....	527
18.6. Спекулятивні стратегії з опціонами.....	531
18.7. Правила успішної спекуляції на сучасних біржових ф'ючерсних ринках.....	537

Розділ 19. Хеджування цінових та курсових ризиків за допомогою ф'ючерсної торгівлі.....	551
19.1. Суть та основні характеристики хеджування.....	551
19.2. Види хеджування.....	554
19.3. Досконале хеджування цінових ризиків на ринках сільськогосподарської сировини.....	561
19.4. Здійснення хеджевих операцій з урахуванням реальних ситуацій на ринках.....	565
19.5. Особливості хеджування цінових ризиків на ринку реальних товарів.....	570
19.6. Хеджування курсових ризиків фінансових інструментів.....	578
Розділ 20. Перспективи становлення ф'ючерсних ринків в Україні.....	586
20.1. Створення умов для становлення ф'ючерсних ринків сировини.....	586
20.2. Шляхи становлення ф'ючерсних ринків в Україні.....	589
Словник термінів.....	605
Умовні скорочення, що вживаються у біржових відомостях зарубіжних економічних видань.....	634
Література.....	638
Термінологічний покажчик.....	652

ПЕРЕДМОВА

Біржовики – еліта глобальної економіки. Пояснення цього феномена просте: біржовики управляють та контролюють кругообіг крові капіталістичної системи – капіталу. Могутність та значення біржовиків для ринкової економіки підтверджується тим, що їх професія є однією з високооплачуваних у світі. Біржове маклерство сьогодні є і найближчі десятки років XXI ст. залишатиметься найважливішим бізнесом та сферою для здобуття найпрестижнішої кар'єри в світі. Біржовий маклер – це динамічна професія з великим майбутнім, яка кидає виклик усім іншим фінансовим посередникам у боротьбі за клієнта.

Світова економічна криза 2008–2009 рр. лише прискорила розвиток світової біржової торгівлі. Міжнародні біржі шляхом злиття та поглинання перетворилися на глобальні біржові холдинги, номенклатура ф'ючерсних, опціонних, свопових контрактів суттєво розширилася. До переліку біржових вперше включаються такі групи товарів, як молочні продукти, енергетичні контракти знову поповнюються вугіллям, з'являються гібриди індексів та цінних паперів (ETF), структуровані контракти (свопи на календарні та міжринкові спреди різних активів), незважаючи на звинувачення у кризі, не втрачають популярності кредитні дефолтні свопи.

Світова революція комунікацій створила можливості, які революціонували біржову індустрію. Комп'ютерні мережі пропонують біржам швидкі та конкурентні альтернативи, що надають фінансовим операціям небаченої гнучкості у питаннях свободи та можливостей для вкладників та користувачів капіталу. Швидкість укладання біржових контрактів вимірюється мілісекундами, підвищується їх складність, що підвищує вимоги до фахівців, які повинні володіти ґрунтовними знаннями і вміннями щодо використання інноваційних біржових технологій, та одночасно підвищує їх значимість на ринку.

Все сказане вище актуалізує проблему не лише підготовки фахівців біржової справи, а й навчання біржовій торгівлі людей інших професій, яким ці знання будуть потрібні для збереження власних грошей та отримання додаткового доходу. Ці люди в майбутньому можуть працювати біржовиками за сумісництвом. Таку можливість надає комп'ютерна техніка та глибокі знання суті біржової торгівлі. А став-

ши біржовим трейдером можна отримати повну свободу дій, не бути підзвітним начальству, жити та працювати у будь-якому куточку земної кулі.

Сьогодні біржі є центрами економічної активності світової економіки. В останні роки ці ринки переживають вибуховий розвиток в Азії. Швидкими темпами проходить процес становлення ф'ючерсної торгівлі у країнах Східної Європи, в тому числі і в Росії. Нині суттєві зрушення відбуваються і на біржових ринках України. Так, за 2011–2012 рр. на Українській біржі створено строковий майданчик, що за обсягами торгівлі суттєво перевершує торгівлю цінними паперами. Особливою популярністю користується ф'ючерсний контракт на індекс Української біржі та опціон на цей ф'ючерс. Значна робота щодо популяризації електронної біржової торгівлі зерновими культурами проводиться Аграрною біржею. 3 квітня 2011 р. на світовому біржовому холдингу «СМЕГРОУП» у Чикаго проводяться торги так званим чорноморським ф'ючерсом (ф'ючерсним контрактом на пшеницю, що вирощується у Росії, Україні та Казахстані).

Проте в Україні інтерес до цієї сфери спостерігається за межами вищої економічної освіти, що призвело не лише до зменшення кількості захищених дисертаційних робіт з цієї проблематики, а й вилучення дисципліни «Біржова справа» з нормативної частини навчальних планів для підготовки економістів та менеджерів у вищих навчальних закладах. Для спеціальності «Біржова діяльність» була передбачена підготовка молодших фахівців першого рівня акредитації. На цьому фоні неодноразові спроби становлення строкових сегментів на валютному, зерновому та енергетичному біржових ринках були приречені на провал. Натомість практика випереджує навчальний процес. Інтернет переповнений пропозиціями щодо навчання біржовій справі на короткострокових курсах, зокрема для торгівлі на ринку «FOREX», електронних фондових майданчиках, аналогічні навчання проводять самі біржі, інвестиційні компанії тощо. Деякі із міжнародних компаній створюють навчальні програми на ділових телеканалах. Лише останні кілька років ВНЗ почали готувати біржовиків за магістерськими програмами з напрямку «Специфічні категорії».

Сьогодні в черговий раз перед біржевою торгівлею в Україні постала проблема трансформації своїх операцій з реальними товарами у торгівлю строковими фінансовими інструментами. У цьому напрямі приймаються нові законопроекти та концепції розвитку основних ринків, актуалізується вивчення біржової торгівлі на професійній основі, яке потребує наявності фундаментальної літератури з цієї проблематики.

До уваги читачів пропонується третє видання підручника, призначеного для широкого кола осіб, які активно займаються бізнесом або вивчають економіку, оскільки без оволодіння основами біржової справи сьогодні неможливо ефективно управляти комерційною діяльністю та фінансами в умовах глобальної економіки.

Даний підручник є результатом наукової та викладацької роботи докт. екон. наук, професора О. М. Сохацької у Тернопільському державному економічному універ-

ситеті, де з 1992 р. викладалася дисципліна «Теорія і практика біржової справи». У 2003 р. вийшло з друку перше видання підручника (Сохацька О. М. Біржова справа : підручник. – Тернопіль : Карт-Бланш, 2003. – 608 с.). Друге видання підручника, здійснене у 2008 р., було поглибленим і передбачало вивчення ф'ючерсної та опціонної торгівлі. Третє видання, перероблене, змінене та доповнене, враховує кардинальні зміни, що відбулися за п'ять останніх років у світовій та вітчизняній біржовій торгівлі.

Логіка підручника є зручною та перевіреною у викладацькій практиці. Підручник складається з трьох частин та двадцяти розділів. Кожен розділ завершується коротким резюме, переліком контрольних запитань, рекомендованої літератури, тестами для перевірки знань, задачами, додатками, що ілюструють типові брокерські договори та біржові спотові, форвардні, ф'ючерсні, свопові та опціонні контракти, біржові котирування, аналітику біржових ринків, адреси сторінок бірж.

Всі питання ілюструються за допомогою прикладів, зберігаючи основні види одиниць мір ваги та об'ємів, прийнятих на міжнародних біржах. У підручнику підтримується точка зору зарубіжних та деяких вітчизняних авторів про неприпустимість ілюстрації результатів здійснення ф'ючерсних та опціонних угод глобальних біржових холдингів із застосуванням національних одиниць виміру, оскільки в Україні таких ринків поки немає, а приклади із зарубіжної практики у такому разі будуть некоректними. У третьому виданні широко використовуються приклади біржових котирувань із мережі Інтернет з виправленими помилками, а також додано ілюстративні додатки.

У першій частині підручника «Теоретичні засади біржової справи» викладено основи знань щодо сутності ф'ючерсної біржі, історії її становлення, формування специфічного біржового товару, теоретичних підвалин біржової торгівлі, ціноутворення ф'ючерсних цін і курсів, базових напрямів аналізу біржових цін - фундаментального та технічного.

Друга частина підручника «Організаційні аспекти біржової торгівлі» присвячена вивченню основних учасників біржової торгівлі, брокерської діяльності, організації біржових торгів, клірингу за біржовими угодами, комп'ютерного біржового трейдингу, питань державного регулювання біржової торгівлі.

У третій частині висвітлено питання організації ф'ючерсної та опціонної торгівлі з всіма основними видами активів (від тору до похідних фінансових інструментів), суті біржової спекуляції та здійснення основних спекулятивних стратегій, хеджування основних цінових ризиків за допомогою ф'ючерсної торгівлі, яке тепер не перестає бути актуальним для України, зокрема на товарних та фінансових ринках. Розділ, що стосується ф'ючерсних ринків України відображає нові реалії та можливі перспективи і напрями їх становлення.

Підручник доповнено глосарієм, переліком умовних скорочень, що використовуються у біржовій пресі та котируваннях, і предметним покажчиком.

Підручник буде корисним не лише для студентів, викладачів, аспірантів, а й тих, хто бажає ближче познайомитися з цією захоплюючою сферою економіки. Однак необхідно запам'ятати пораду відомого біржовика О. Елдера, що успіху у біржовій грі можна досягти лише тоді, коли займатися нею як серйозною справою. Хочеться вірити, що у найближчий час в Україні з'являться успішні та освічені біржовики, за допомогою яких в нашу країну прийдуть необхідні для неї інвестиції, буде розбудовано сучасний ринок капіталів та його ф'ючерсний сегмент, що дасть можливість успішно розвивати нові напрями економіки та суттєво покращити добробут населення.

*Березень 2014 р.,
м. Тернопіль
Тернопільський національний
економічний університет*

Олена Миколаївна Сохацька

Частина I

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ БІРЖОВОЇ СПРАВИ

- Розділ 1.*
Суть біржі та її економічна природа
- Розділ 2.*
Еволюція біржової торгівлі
- Розділ 3.*
Біржовий товар
- Розділ 4.*
Сучасні міжнародні біржові ринки
- Розділ 5.*
Основні теорії функціонування ф'ючерсних ринків
- Розділ 6.*
Концепція ціноутворення на ф'ючерсних ринках
- Розділ 7.*
Фундаментальний аналіз біржових цін та курсів
- Розділ 8.*
Технічний аналіз біржових цін

Розділ 1.

СУТЬ БІРЖІ ТА ЇЇ ЕКОНОМІЧНА ПРИРОДА

Біржа – це храм новітніх язичників: їхні боги – злитки золота, їхні святі ікони – банківські чеки чи державні облигації, їхні благочестиві справи – спекуляції на підвищенні чи зниженні фондів, їхнє покаяння – ліквідація.

Н. Макаров, російський літератор

Теоретична частина

- ✓ Роль та місце біржі в економіці
- ✓ Суть біржі та її економічна природа
- ✓ Функції та характерні ознаки біржової торгівлі
- ✓ Види бірж

1.1. Роль та місце біржі в економіці

За своїм покликанням та багатовіковою історією біржа була і є одним із світових стовпів, на яких базується цивілізоване ринкове господарство. У країнах Заходу біржа зайняла провідне місце серед інших економічних інститутів, довівши свою суспільну значущість.

«Біржа – каса світу. О, не питай, що у скрині тій є...» – це уривок із вірша Г. Гросшеттера, переклад якого був опублікований в книзі О. Штілліха «Біржа та її діяльність», який чудово передає думку багатьох вчених і дослідників, що біржа – один із найяскравіших проявів глобалізації. Не погодитися з цією думкою вкрай

важко, адже ніякий ринок не може зрівнятися з біржею за своїми оборотами. Попит та пропозиція цілої країни зібрані тут на просторі декількох квадратних метрів. Тисячі укладених угод ліквідуються тут протягом однієї-двох годин. У хвилини приймаються рішення, які можуть надати мільйонні прибутки або призвести до таких самих втрат. Інформаційна епоха додала цим операціям небаченої швидкості. Рахунок уже йде на мілісекунди, а замість трейдера торгує машина.

В Україні, як і в деяких інших постсоціалістичних країнах, місце біржі досі є невизначеним. Мало того, саме в Україні перші кроки становлення організованих ринків сировини, капіталу та валюти було зроблено під знаком боротьби із біржею. З цього приводу можна згадати неодноразове припинення біржових торгів на Міжбанківській валютній біржі (м. Київ) та збитки, яких завдали ці «заходи» українській економіці у 1992–1993 рр.

Після двадцяти років незалежності трансформаційні процеси в економіці все ще відбуваються хаотично та призводять до непередбачуваних результатів. Державне втручання не завжди є адекватним. Все сказане стосується і розвитку біржового руху. В Україні кількість бірж є однією з найвищих у світі, на 1.10.2013 р. їх налічувалося 584¹. Для порівняння: загалом на світових ринках функціонує близько 50-ти товарних та 250-ти фондових бірж.

Така кількість бірж пояснюється тим, що біржовий ринок України все ще перебуває на стадії становлення й вимагає впровадження в практику біржової торгівлі сучасних форм організації процесу торгівлі. При цьому важливе значення має саме правова основа біржі та біржової торгівлі, від стану яких залежить розвиток цієї форми гуртової торгівлі.

У багатьох людей сформувався стійкий стереотип, і не лише у нас, а донедавна і на Заході, що біржова торгівля – це нова форма спекуляції. Ще зовсім недавно у вітчизняній літературі існував спрощений та однобічно негативний погляд на біржу, особливо ф'ючерсну. Він переносився на законотворчий процес, що суттєво стримував формування в Україні сучасного біржового механізму.

Події у 2007–2008 рр. загострили питання спекуляцій, однак у наступні кілька років обсяги глобальної біржової торгівлі залишаються вражаючими.

Товарна біржа на Заході є продуктом історичної еволюції – від угод з реальним товаром (спотових та строкових (форвардних)) до ф'ючерсних. З товарообмінного інституту вона перетворилася на інститут фінансовий.

Знаний біржовик колишньої Російської імперії А. Васильєв наприкінці XIX ст. писав: «Саме біржа є продуктом складної економічної та фінансової діяльності країни. Як чутливий гальванометр відображає найслабший струм, так вона відчуває найменші коливання політичного життя»². Цей вислів доречний і для характеристики стану розвитку бірж в Україні, де відсутня політична воля для налагодження ефективного функціонування біржового ринку, який характеризується прозорістю правил торгівлі та конкурентним середовищем.

¹ Біржі України [Електронний ресурс] / Сайт державної служби статистики України. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>

² Васильєв А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. Васильев. – СПб., 1912. – 168 с.

Сучасні біржові ринки і принципи біржової торгівлі товарами, цінними паперами та валютою мають історію становлення й розвитку.

Стародавні Греція та Рим започаткували формалізовану торгівлю з фіксацією часу та місця, центрального ринкового закладу із загальними товарообмінними операціями та грошовими системами. Вже тоді практикувалося укладання контрактів на поставку товарів в обумовлені строки. В період розквіту Римської імперії торговельні центри за назвою ринок розпродажу «*foravendalia*» стають місцями, куди римляни ввозили товари з усього завойованого світу. Є свідчення, що приміщення Форуму в Римі будувалося як торговельний ярмарок, а Акрополь в Афінах служив комерційним центром. В Японії прообраз біржової торгівлі існував ще у I ст. до Р. Х. Основоположні принципи центральної ринкової структури цих цивілізацій збереглися до нашого часу. Витоки біржі слід шукати на середньовічних ринках та ярмарках, що постійно влаштувалися у торгових центрах Європи. У Брюгге, Антверпені, Генуї, Венеції, Ліоні, Нюрнбергу на центральних площах регулярно збиралися англійські, фламандські, іспанські, французькі купці для обміну інформацією про ціни і товари, а також для укладання торговельних угод. Зібрання купців згадуються з XIII ст.

Перше письмове свідчення про такі торги зустрічається у книзі «Сума арифметики, геометрії, вчення про пропорції і відношення», що складалася з 12-ти трактатів і була опублікована у 1494 р. У четвертому трактаті, який називався «Про векселі та вексельні угоди», її автор – Лука Пачолі – писав: «Якщо запиташ мене, як взнати ціну векселя, то відповім, що у Венеції можна обговорити ціну на площі Ріальто, а у Флоренції – на Новому ринку».

У Севільї (Іспанія) купці щодня збиралися на сходах кафедрального собору; у Лісабоні – на Новій вулиці, яка на той час була найбільшою та найширшою в місті; в Генії – на Банківській вулиці; в Ла-Рошелі (Франція) – між вулицями Пті-Бак та Адміро, на місці, яке називали «кантон фламандців». У Лейпцигу негоціанти збиралися під аркадами біля ярмаркових лавок або під великим годинником; у Дюнкерку – пополудні на площі перед ратушею.

В історичному ракурсі ф'ючерним угодам передували певний вид угод, що їх уклали на середньовічних ярмарках у Фландрії та Шотландії у XII ст. Ці угоди мали назву «*lettresdefaire*» і, за наявності взірців, уклалися на всю партію товару.

Досі невідоме точне пояснення походження слова «біржа». Серед науковців поширені дві версії.

Етимологічно поняття «біржа» походить від грецького слова «*byrza*», що в перекладі означає «сума, гаманець». Згідно з першою версією, витоки його лежать у новолатинському слові «*bursa*» – «шкіряний гаманець», але це одночасно і «студентська стипендія», і власне «біржа». Подібність кореневих основ простежується у німецькому «*borse*», французькому «*bourse*», італійському «*borsa*». Однак в англійській мові вживається слово «*exchange*», що буквально означає «обмін», і лише додавання прикметників «*commodity*» і «*stock*» дозволяє зрозуміти, що мова йтиме про товарну і фондову біржі.

Згідно з іншою версією сама назва пов'язується з іменем бельгійського купця В. дер Бурсе, який мешкав у м. Брюгге і мав на своєму родовому гербі зображення трьох гаманців. Місце розташування його будинку було зручним для зібрань торго-

вців, здебільшого грошових міняйл. Багатий купець використав свій шанс. Він віддав у розпорядження торговців свій будинок, який став першою офіційною біржовою спорудою. Вирощуючи тюльпани на подвір'ї свого будинку, він справно отримував дохід у вигляді орендної плати від біржовиків.

Ця версія пояснення має перевагу не лише тому, що збігається написання імен і символів на гербі. В даному випадку історично достовірним є те, що першими біржами були зібрання власників грошово-обмінних контор для операцій з монетами і злитками коштовних металів. Основна перевага цієї версії полягає в тому, що вона дає близьке за змістом тлумачення.

В російській мові це слово також цікаво трактується. У словнику В. Даля «Толковий словарь живого великорусского языка» (кінець XIX ст.) зустрічаємо такі пояснення:

- 1) будівля або місце, де у визначений час збираються купці за торговельними справами;
- 2) саме зібрання;
- 3) час зібрання купців.

Не будучи економістом і біржовиком, В. Даль зумів коротко і доступно розтлумачити загальноприйняте вживання слова.

Сьогодні всі ці пояснення терміна зберігаються, хоча й доповнилися новими тлумаченнями. Найважливішим є те, що і професіонали, і аматори визнають *три основних значення біржі*:

- ✓ об'єднання комерційних посередників;
- ✓ місце торгів;
- ✓ гуртовий ринок.

Історично початковою формою гуртової торгівлі була караванна, яку пізніше замінила ярмаркова, яку витіснила, хоча й не повністю, біржова. Основна відмінність між цими трьома різновидами гуртової торгівлі полягає у їх регулярності. *Караванна форма була епізодичною, ярмаркова – періодичною. Біржа ж є стаціонарним торговельним місцем з фіксованими днями та годинами роботи.* Запровадження електронної торгівлі не змінили суті біржі. Торгівля відбувається у визначений час, електронний майданчик продовжує концентрувати попит та пропозицію.

У середньовіччі, що характеризувалось розпадом звичних зв'язків і поділом ринку, з'являються спочатку дрібні, а потім і більші за розміром **ярмарки**, про скликання яких попередньо повідомляли і точно визначали час і місце їх проведення. Регіональні ярмарки організовували купці, ремісники з допомогою феодалських управителів. «Люди із запорошеними ступнями» – негоціанти, мандрівні комерсанти, що готували умови для концентрації великих партій товарів, – були прообразом брокерів-приймальників замовлень, чії контори та фірми сьогодні розташовані в місцях економічної активності у будь-якому куточку земної кулі.

Так виникає поняття **«організований ринок»**, тобто впорядкований ринок, який характеризується такими ознаками (рис. 1.1):

- ✓ наявність організації, яка керує ринком;
- ✓ концентрація попиту і пропозиції в просторі та часі;
- ✓ наявність правил торгівлі щодо укладання угод і розрахунків за ними;
- ✓ регулювання з боку держави та саморегулювання.

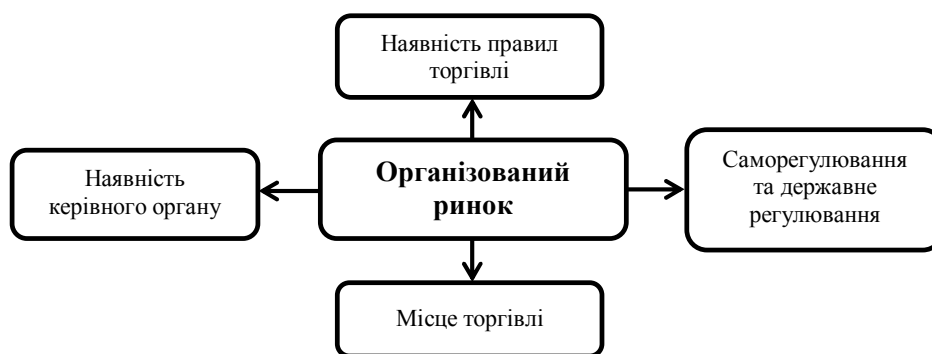


Рис. 1.1. Структура організованого ринку

1.2. Суть біржі та її економічна природа

Найважливішими рисами середньовічного ярмарку, що збереглися й у сучасній комерційній діяльності, були принципи саморегулювання та арбітражу, а також формалізовані торговельні процеси. У середньовічній Англії законодавство визначало стандарти (правила, вимоги) поведінки, що влаштовували місцеву владу. Ці вимоги були мінімальними, але вони становили основу загальноприйнятої практики оформлення угод, торговельних рахунків, фрахових, складських розписок і квитанцій, акредитивів, актів про передачу та інших торговельних документів.

Усі ці атрибути сприяли організації бірж. Суперечки і конфліктні ситуації розглядав ярмарковий суд або суд «людей із запорошеними стопами», так званий арбітраж. З розвитком міст регіональні ярмарки втратили своє значення. Виникли спеціалізовані торговельні центри, своєрідні гуртові магазини, які отримали назву «*бурса*». Переважно вони розташовувалися у готелях або чайних закладах, а потім перебазувалися на постійне місце в спеціальні споруди.

Проте це не була проста заміна приміщень. Суттєво змінився торговельний процес, тобто метод поєднання попиту та пропозиції, зведення покупця з продавцем. У найпростішій формі ринкової торгівлі, що називалася базаром, процес був організований елементарним способом: продавці з одним або кількома товарами чекають покупців, які обходять ряди і знаходять потрібну річ. Попит таким способом зустрічається з пропозицією. Базар – це зародкова форма вільної торгівлі, яка вижила навіть у період соціалізму.

Торгові ряди у дореволюційній Росії функціонували як стихійно організований ринок. На гуртових ярмарках торгували великими партіями товарів за взірцями. Багаторазове збільшення операцій перетворило ярмарок на біржові структури, постійні торговельні місця.

Порівняно з ярмарком, який покладається на екстенсивне охоплення розгалуженою пропозицією потоку попиту, що рухається, біржа є інтенсивним потоком, своєрідним поєднанням попиту і пропозиції. Вони перебувають у безпосередній близькості і змінюють одне одного. В ідеалі біржа – це ринок, на якому продавець і покупець не залишаються без угод. Придбавши один товар, можна тут же продати інший і так далі.

Тобто біржа з самого початку свого зародження є організованою торгівлею, її створювала особлива організація, яка отримала назву «**біржа**». Торговці сировинними товарами, зокрема сільськогосподарськими, не могли вдовольнитися періодичними зібраннями на ярмарках. Підвищена цінова нестабільність впродовж року призводила до масових банкрутств фермерів, плантаторів, землевласників, елеваторників, переробних фірм і гуртових торговців. Саме ці учасники товарних ринків були зацікавлені в організації постійно діючої торгівлі, що давало змогу щодня знати поточні ціни. Головна причина виникнення бірж – розвиток масового виробництва, для якого потрібен ринок, здатний реалізувати значні партії товару на регулярній основі відповідно до реального співвідношення попиту та пропозиції. Від ярмарку біржу відрізняла форма торгівлі: **публічні торги**, які відбувалися у визначений час, у конкретному приміщенні.

Під час торгів визначалася справедлива ціна, яка підкріплювалася авторитетом біржових зборів. Ціна доводилася до відома всіх учасників ринку через реєстрацію та офіційну публікацію у біржових бюлетенях, пізніше в засобах масової інформації. Процес визначення справедливої ціни називали *котируванням цін*, а біржу визначили як *ринок чистої конкуренції*, на якому присутні багато продавців та покупців, які у будь-який момент можуть обмінятися ролями, а торгівля відбувається одним видом товару. Наприклад, у величезній операційній залі Чиказької торговельної палати торгівля ф'ючерсним контрактом на кукурудзу проводиться лише в одному *німі (ямі)*.

Через біржі почали реалізовуватися переважно масові товари, які можна було продавати за взірцями, а згодом у результаті вироблення стандартів щодо кількості та якісних параметрів і без взірців. Ціни на біржові товари мали змінюватися впродовж часових періодів, а передбачити їх змінність без постійної торгівлі неможливо.

Отже, **біржа** – це постійно діючий ринок масових замінних цінностей, який функціонує за визначеними правилами у конкретному місці та в призначений час.

Біржа – це ринок, на якому товари продаються у великій кількості у приміщенні, де відбуваються публічні торги за допомогою голосу та жестів або через комп'ютерні мережі, створюючи особливу атмосферу ринку чистої конкуренції. Біржа володіє своєю мовою, знання якої означає знайомство із структурою й організаційними елементами, **Статутом** і **Правилами біржової торгівлі** та **Кодексом честі біржовика**³.

Біржа – категорія ринку, явище економічного життя. Біржа – це великий ринок для обороту капіталів, для правильного встановлення цін на товари, цінні папери та валюту; грошовий ринок для держав, підприємств, фірм, асоціацій і корпорацій. Вона виступає посередником між тими, хто шукає, куди вкласти капітал, і тими, хто потребує його, тобто регулює кредитні, грошові, платіжні відносини як у країні розміщення, так і між державами. Біржа служить для привізної торгівлі страховим закладом, запобігаючи зниженню цін до прибуття товару, тобто страхує підприємницький ризик.

Отже, **економічна сутність біржі** така:

- ✓ ринок замінних цінностей;

³ Сохацька О. М. Біржова справа : підруч. / О. М. Сохацька. – К. : Кондор, 2008. – С. 18.

- ✓ організація;
- ✓ забезпечується реалізація власної вигоди учасниками біржової торгівлі;
- ✓ здійснюється офіційне котирування цін;
- ✓ наявний специфічний біржовий товар;
- ✓ відбувається страхування цінкових та курсових ризиків;
- ✓ відображається цифровий вираз попиту і пропозиції;
- ✓ розміщуються товари у просторі й часі;
- ✓ встановлюються об'єктивні ціни та курси, здебільшого майбутні.

Це цікаво!

Щодо реалізації власної вигоди, влучно писав патріарх біржової справи XIX ст. О. Штілліх у книзі «Біржа та її діяльність», виданий у російському перекладі відомим у Санкт-Петербурзі видавництвом «Брокгауз-Ефрон» у 1912 р.: «Неподалік від королівського палацу у Берліні, на березі Шпрее, стоять два імпозантних приміщення, які привертають увагу перехожих. Одне із них – новозбудований піднесений до неба собор, друге – посивіла від часу служниця земної пристрасті, наживи – біржа. При безсумнівних відмінностях у цілях, в одному вони подібні між собою: обидва по суті храми. В соборі поклоняються християнському богу, на біржі – вищому богу на землі... Як пастори, так і більша частина публіки, яка відвідує у неділю церкву, в будні набагато ближчі до інтересів біржі, ніж думають»⁴.

Історія свідчить, що поняття біржі не залишається незмінним. Навпаки, впродовж більш як чотирьохсотлітнього періоду еволюційного розвитку біржа змінюється за всіма параметрами, а саме: місце торгівлі, учасники, товар.

Біржова форма торгівлі товарами доповнена торгівлею цінними паперами, інноваційними фінансовими інструментами і валютою. Впровадження стандартизації розмірів контрактів та уніфікація їх щодо сорту, марки тощо у XX ст. привели до переходу до ф'ючерсної торгівлі, а обіг реального товару перемістився на позабіржовий ринок, де кожний учасник у конкретний момент часу може придбати або продати певну кількість конкретного товару, що поставляється на умовах, що задовольняють даного споживача.

1.3. Функції та характерні ознаки біржової торгівлі

Біржа є результатом розвитку ринкових відносин. Вона пройшла довготривалий шлях до свого становлення та визнання. З'являлися нові функції, перетворювався характер угод, відбувалася поступова трансформація економічної спрямованості біржі.

Необхідно також зазначити, що весь свій шлях становлення до початку XX ст. біржа проходила, маючи над собою жорсткий прес з боку громадської думки. Причина такої негативної реакції полягала в консервативності суспільства і новизні самої ідеї біржових відносин. Основними претензіями, які пред'являлися біржі, були такі: «капітали і цінності утворювалися не за допомогою виробництва (потужності

⁴ Штілліх О. Біржа и ее деятельность / О. Штілліх. – СПб., 1992. – С. 5.

будь-якого виробництва в короткостроковому періоді обмежені, а на біржі за один день можна заробити великий статок)...», «...на біржі товар можна було продати, не маючи самого товару, і купити товар, не маючи грошей (більш того, можна було купити товар, який ще не був вироблений)». Зокрема, в Америці, після завершення Громадянської війни (1861–1865 рр.) наступив період падіння цін на сировинні товари, в чому виробники звинуватили спекулянтів та біржові ринки. В деяких штатах були ухвалені закони, що повністю забороняли біржову торгівлю.

Проте, незважаючи на це, біржа розвивалася. Існує багато переваг біржової торгівлі. Основні з них:

- ✓ біржа є барометром ділового життя, що показує високий і низький тиск його економічного стану;
- ✓ біржа значно полегшує торгівлю. За мінімумом витрат досягається максимум ефекту, оскільки попит і пропозиція прагнуть зрівноважити один одного з найменшими затратами праці та інших супутніх витрат. Це стало можливим завдяки високій концентрації продавців і покупців у просторі та часі;
- ✓ біржа – важливий посередник. Вона є великим ринком для руху капіталів і цінних паперів, у першу чергу, для держави і більшості підприємств. Біржа є посередником між тим, хто шукає, куди інвестувати капітал, з одного боку, і тим, хто його потребує, – з іншого. Тобто вона регулює кредитні, грошові і платіжні відносини як усередині держави, так і за її межами.

Ці та багато інших переваг дозволили стати товарній біржі органічною і необхідною ланкою будь-якої економіки.

За весь період розвитку товарна біржа пройшла кілька етапів: від гуртового ринку, де угоди відбувалися з наявними партіями товару, до сучасного ф'ючерсного ринку.

Це цікаво!

Китай створив першу біржу для торгівлі рідкісноземельними елементами⁵.

8 серпня 2012 р. у місті Баотоу (Внутрішня Монголія) пройшло офіційне відкриття китайського підприємства з обмеженою відповідальністю із торгівлі рідкісноземельними елементами. Метою торгівлі рідкісноземельними продуктами є створення національної біржі для обміну земельними ресурсами. Відповідно до плану у створення платформи буде вкладено 100 млн. юанів (15,72 млн. дол. США), планується задіяти 10 акціонерів, кожен з яких внесе по 10 млн. юанів, маючи 10% від зареєстрованого капіталу. Ця принципова рівність може гарантувати справедливість і неупередженість створюваної біржі.

Рідкісноземельні елементи є цінним стратегічним ресурсом. Довгий час Китай утримував понад 90% світового попиту на рідкісноземельні елементи, але відсутність фіксованих світових цін на цей продукт, а також «...децентралізована торгівля призвела до того, що в переговорах з іноземними підприємствами в умовах жорсткої конкуренції у Китаю не було конкретної цінової політики». Голова національної високотехнологічної промислової зони розвитку в Баотоу Ж. Фу повідомив, що створення біржі допоможе поступово стандартизувати торговельні операції і надасть Китаю право встановлювати цінову політику щодо рідкісних елементів⁶.

⁵ Рідкісноземельні елементи – Церій, Празеодим, Неодим, Прометій, Самарій, Європій, Гадоліній, Тербий, Діспрозій, Гольмій, Ербій, Тулій, Ітербій, Лютецій. Всі ці елементи – метали сріблясто-білого кольору.

⁶ Китай создал первую биржу для торговли редкоземельными элементами [Електронний ресурс] / Інформаційний портал. – Режим доступу : <http://www.warandpeace.ru/ru/news/view/71838/>.

Показовим є той феномен, що 40% світового обсягу угод було укладено на біржах Китаю, що свідчить про зміщення фінансового центру глобалізованої економіки. Загалом світовий обсяг біржових торгів у 2012 р. становив 5 млрд. дол. США.

Сьогодні можна стверджувати, що біржова торгівля домінує на світових ринках щодо своїх масштабів, обсягів і кількості учасників. Однак іншою тенденцією є її глобалізація та процеси злиття. На початок другого десятиліття XXI ст. у світі загалом налічується 6 основних товарних бірж – це *Dalian Commodity Exchange* (Китай), *Multi Commodity Exchange* (Індія), *Tokyo Commodity Exchange* (Японія), *Africa Mercantile Exchange* (Кенія), *NYSE Euronext* (країни Європи), *CME Group* (США), *Intercontinental Exchange* (США, Канада, Китай, Великобританія). Із більш повним переліком, аббревіатурою, розташуванням та типом продукції представлено біржі світу у дод. 1.

На цих та інших товарних біржах торгують ф'ючерсними та іншими видами строкових контрактів на такі товари, як продукти харчування, метали та енергоносії.

Загалом біржа репрезентує самостійну форму комерційної діяльності з метою отримання прибутку і характеризується такими рисами:

- ✓ концентрується у місцях економічної активності, у потужних виробничих та фінансових світових центрах, столицях, портах тощо;
- ✓ ведеться великими партіями товарів або значними за обсягами фінансовими інструментами;
- ✓ реалізуються реальні активи з негайною поставкою та поставкою в майбутньому, зобов'язання постачання-приймання, права тощо;
- ✓ проводиться регулярно, концентруючи попит і пропозицію у часі й просторі;
- ✓ характеризується гласністю, прозорістю діяльності, доступністю інформації для широкого загалу учасників ринків;
- ✓ має організаційну, економічну та правову основи;
- ✓ виробляє стандарти щодо якісних і кількісних параметрів товарів та фінансових інструментів;
- ✓ ведеться біржовими посередниками, брокерами та дилерами, сама біржа угод не укладає;
- ✓ виробляє власні правила торгівлі та слідкує за їх дотриманням;
- ✓ активно використовує методи електронного трейдингу.

Біржа як один із сегментів ринку виконує функції збалансування попиту та пропозиції шляхом відкритої купівлі-продажу; упорядкування й уніфікації ринку товарних і сировинних ресурсів шляхом розробки стандартів на реалізовану через біржу продукцію та пакета типових контрактів для угод купівлі-продажу; котирування цін; врегулювання суперечок, що виникають, представництва і захисту інтересів членів біржі; показника розвитку ринку, тобто функцію економічного індикатора; інформаційну діяльність щодо певного виду товарів, представлених на ринку.

Отже, біржа виконує такі функції (рис. 1.2):

- ✓ **організаційну** (організація біржових торгів, вироблення правил, матеріально-технічне забезпечення торгів, забезпечення висококваліфікованим персоналом);
- ✓ **вироблення біржових контрактів** (стандартизація якісних параметрів, стандартизація біржових товарів на купівлю-продаж товарів, визначення розмірів партій, процедур розрахунків та забезпечення ліквідності);

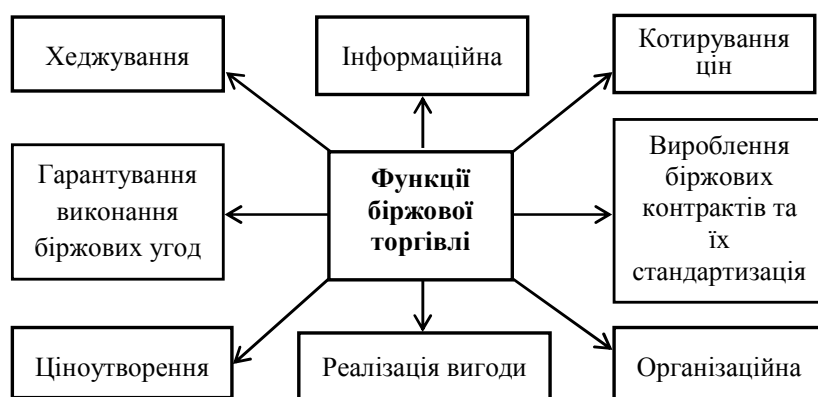


Рис. 1.2. Функції біржової торгівлі

- ✓ розв'язання суперечок між членами біржі й учасниками біржових операцій;
- ✓ реєстрації та публікації біржових цін (котирування);
- ✓ страхування цінових та курсових ризиків (хеджування);
- ✓ реалізації власної вигоди (через укладання спекулятивних угод)
- ✓ гарантування виконання біржових угод (через організацію розрахунково-клірингової діяльності);
- ✓ ціноутворення (формування ринкових цін, які найбільш об'єктивно відображають співвідношення попиту і пропозиції на товари);
- ✓ інформаційну (збір і реєстрація біржових цін з подальшою їх публікацією, наданням клієнтам, зацікавленим організаціям, пресі, радіо, телебаченню, комп'ютерним мережам та Інтернету інформації про рівень і динаміку світових цін і курсів на основні активи)⁷.

1.4. Види бірж

Біржі класифікують за видами біржових товарів, принципами організації, правовим статусом, формою участі торговців у біржових торгах, асортиментом товарів, роллю та місцем у світовій торгівлі, сферою діяльності, видами угод (рис. 1.3).

Згідно з *першою ознакою* біржі класифікують на **товарні, товарно-сировинні** (в Україні до цього виду відносять аграрні, енергетичні, фондові, та валютні). Автор не поділяє думок тих дослідників, які до цієї класифікації відносять ще й біржі праці. Останні мають зовсім іншу економічну сутність і є кадровими агенціями.

Товарна біржа – це насамперед регулярно функціонуючий ринок однорідних товарів з певними спільними ознаками, головною метою якого є виявлення попиту й пропозиції на товари та укладання відповідних угод.

⁷ Грязнова А. Г. Биржевая деятельность : учеб. / под ред. А. Г. Грязновой и др. – М. : Финансы и статистика, 1995. – С. 9.

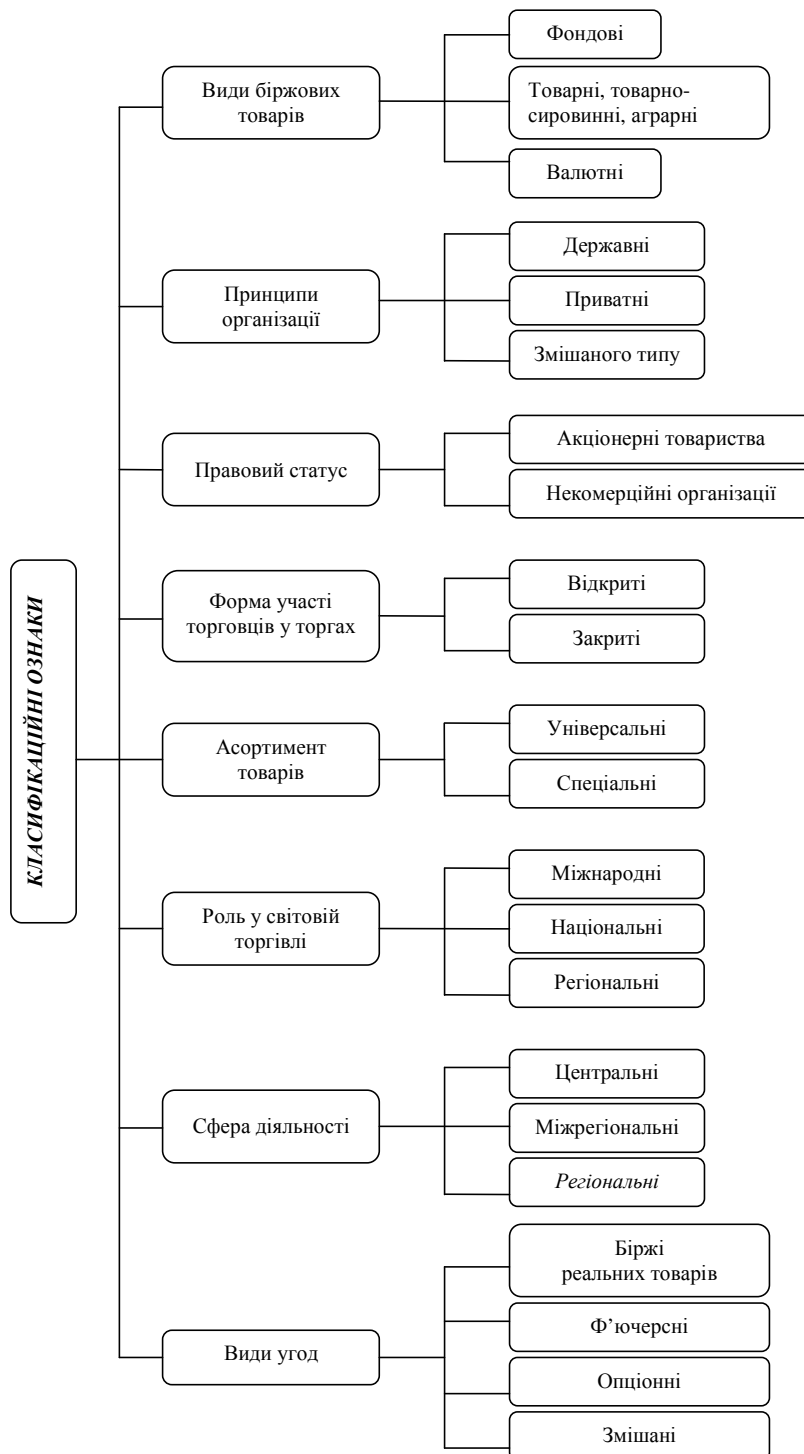


Рис. 1.3. Класифікація бірж

Товарні біржі здійснюють купівлю і продаж контрактів на постачання певних стандартизованих видів товарів зазначеними у контракті партіями та з певними характеристиками. На товарних біржах виявляються базисні ціни, що формуються під впливом співвідношення попиту і пропозиції. Всі біржі є самостійними підприємствами і діють незалежно одна від одної. Одні товари продаються і купуються лише на одній біржі, інші – на декількох. Розміри контрактів та характеристики одного виду продукції відрізняються на різних біржах.

У ст. 1 Закону України «Про товарну біржу» зазначається, що «...товарна біржа є організацією, котра об'єднує юридичних та фізичних осіб, які здійснюють виробничу та комерційну діяльність, і має за мету надання послуг в укладанні біржових угод, виявленні товарних цін, попиту та пропозиції на товари, вивчення, впорядкування та спрощення товарообороту і пов'язаних з ним торговельних операцій».⁸

Товарні біржі, виконуючи функцію ціноутворення на стратегічні товари – сировину та енергоносії, здійснюють вплив на формування цін для споживчих товарів. Тому товарні біржі є необхідним елементом ринкового механізму ціноутворення та розподілу доходів.

У країнах з розвинутою ринковою економікою товарні біржі здебільшого функціонують як неприбуткові асоціації, звільнені від сплати корпоративного прибуткового податку. Головними статтями їхнього доходу є: засновницькі і пайові внески та відрахування організацій, що входять до складу біржі; доходи від надання послуг членам біржі й інших організацій; виторг від інших надходжень.

Аналогічні цілі прагнуть ставити перед собою і вітчизняні засновники бірж. Так, у ст. 1 Закону України «Про товарну біржу»⁹ зазначено, що товарна біржа не займається комерційним посередництвом і не має на меті одержання прибутку. Однак на практиці біржі одержують прибуток через відрахування певного відсотка із сум комісійної винагороди, яка надходить від брокерських контор.

Також практикується надходження від біржових операцій та надання послуг підрозділами біржі, штрафів за порушення статуту біржі та правил біржової торгівлі; інших грошових надходжень, що не суперечать чинному законодавству та визначені ст. 13 Закону України «Про товарну біржу» як джерела формування майна біржі. Як правило, відрахування на користь бірж становлять 0,1–0,5% від суми укладених брокерами угод.

Варто зазначити, що зарубіжний досвід останніх років свідчить про масове акціонування бірж, тобто їх відхід від неприбуткової діяльності. Така ситуація пояснюється необхідністю вкладення суттєвих коштів на організацію торгів із використанням інноваційних технологій, зокрема мережевих.

Базові операції, які виконуються на товарних біржах:

1) клірингові операції – регулювання боргових зобов'язань серед учасників торгів та встановлення чистої маржі для кожного учасника;

2) хеджування, що досягається шляхом уникнення ризику завдяки стандартизованості контрактів, високій ліквідності біржових ринків;

⁸ Закон України «Про товарну біржу» // ВВРУ. 2011. – № 29. – С. 272.

⁹ Закон України «Про товарну біржу» // ВВРУ. 2011. – № 29. – С. 272.

3) спекуляція, яка досягається завдяки невеликому розміру маржі, що надає більший вибір дій.

Різноманіття форм біржових операцій та постійне удосконалювання практики біржової торгівлі створюють основу для ефективного функціонування ринкового механізму.

На фондових біржах здійснюються операції з найбільш ліквідними масовими цінними паперами, які за умовами емісії мають вторинне обертання: акції акціонерних товариств відкритого типу, державні облигації, казначейські зобов'язання та векселі тощо.

На валютних біржах, яких на світових ринках майже немає, за винятком бірж у постсоціалістичних країнах, торгують значними за обсягами контрактами з іноземною валютою.

Кількість бірж (без урахування фондових бірж та їх філій) в Україні у 2013 р. становила 584 біржі, серед них універсальних, товарно-сировинних і товарних – 196 бірж, агропромислових – 11, бірж нерухомості – 10 та 1 валютна біржа¹⁰.

Зокрема, за даними оприлюднених експрес-випусків Державної служби статистики, у 2013 р. на біржах працювало майже 4,5 тис. осіб, крім того, за сумісництвом – 160 осіб. Фонд оплати праці працівників бірж становив 14,6 млн. грн. На кожній з бірж у середньому діяло по 8 брокерських контор. Статутний капітал бірж становив 545,1 млн. грн.¹¹

За 9 місяців 2013р. на біржах України було проведено 5,6 тис. торгів, на яких для продажу запропоновано товарів на суму 23,2 млрд. грн. і укладено 36,3 тис. угод на суму 19,6 млрд. грн. Середній обсяг одного торгу за звітний період на біржах становив 3,5 млн. грн., що майже в 5 разів менше, ніж за 9 місяців 2012 р.

Найбільший обсяг угод було укладено на товарно-сировинних і товарних біржах (51,4%) та агропромислових біржах (43,1%). На універсальних біржах обсяг укладених угод становив 5,4% від загального обсягу біржових угод.¹²

Порівняно з відповідним періодом попереднього року обсяги укладених угод з купівлі-продажу палива збільшились на 57,3%, лісоматеріалів, деревини та виробів із деревини – на 50,2%, продукції з рослинництва – на 11,4%, тоді як обсяги укладених угод з купівлі-продажу продукції тваринництва зменшились на 52,9%, будівельних матеріалів – на 16,4%.

Біржова торгівля продукцією і товарами за 9 місяців 2013 р. представлена здебільшого спотовим ринком (укладання угод на реальний товар з негайною поставкою). На умовах споту було укладено 89,8% усіх біржових угод. У структурі цих угод найбільша частка припадала на паливо (39,4%), продукцію рослинництва (30,1%) та продукцію тваринництва (6,6%). Форвардні контракти (угоди на реальний товар з відстроченою поставкою) становили 9,8%, найбільша частка яких припадала на рослинництво (37,2%) та на лісоматеріали, деревину і вироби із деревини (18,3%).

¹⁰ Кількість бірж [Електронний ресурс] / Сайт державної служби статистики України. – Режим доступу : http://ukrstat.org/uk/operativ/operativ2005/sze/sze_ric/bir/bir_u/kb_u.htm.

¹¹ Експрес-випуск [Електронний ресурс] / Сайт державної служби статистики України. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

¹² Там само.

Таблиця 1.1

Обсяги укладених угод на біржах за видами товарів за 9 місяців 2013 р.
(без урахування фондових бірж та їх філій)¹³ (млн. грн.)

Метал і металопродукція	4,0
Будівельні матеріали	190,6
Транспортні засоби	36,3
Лісоматеріали, деревина та вироби із деревини	1334,5
Паливо	8437,5
вугілля	1499
нафта сира	842,7
бензин моторний	4881,1
газойлі (дизельне паливо)	699,7
газовий конденсат	426,4
пропан і бутан скраплені	118,6
Хімічна продукція	11,9
Непродовольчі товари	20,7
Продукція рослинництва	6031,1
Продукція тваринництва	1156,5
Продукти харчування	223,6
Нерухомість	482,2
Земельні ділянки	1,1
Інші види	1711,7
Усього	19641,7

Найбільша частка біржових угод припадала на біржі в м. Києві (81,1%) та Київській області (5,5%).

За другою ознакою, яка характеризується ступенем участі держави у біржовій торгівлі, біржі поділяють на три види:

- 1) **публічні (державні);**
- 2) **приватні організації торговців;**
- 3) **змішані.**

Державні біржі засновуються органами державної влади (товарні – Міністерством економіки, фондові – Міністерством фінансів тощо). Такі біржі розповсюджені в Європі: у Франції, Нідерландах, Бельгії. У Франції після сумнозвісного краху фінансової системи за часів Дж. Ло (1719 р.) Кодексом Наполеона були заборонені приватні біржі. Державні біржі є загальнодоступними для всіх бажаючих укласти біржову угоду. Для цього вони повинні звернутися до службовців біржі. Біржова діяльність регламентується законодавством і знаходиться під контролем держави.

Приватні біржі засновуються торговцями, які створюють біржову корпорацію, лише вони мають доступ до торгівлі, всі інші повинні укладати угоди через посередництво членів біржі. Якщо перший вид бірж прийнято називати європейським, то другий – англо-американським, оскільки такі біржі працюють в Англії та США.

При організації бірж в Україні передбачалося надати їм статусу приватних, однак у наступні 1991–1992 та 1996 р. було прийнято законодавчі акти, які не лише передбачали законодавче поле діяльності, а й визначили роль держави у налаго-

¹³ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2013/sze/suu/suu_u/dbu13_u.htm.

дженні контролю¹⁴. Зазначені закони продовжують діяти, за винятком одного : у лютому 2006 р. прийнято нову версію Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»¹⁵. Отже, біржі в Україні можна віднести до змішаного типу.

За *третьою ознакою* біржі поділяються на акціонерні товариства і некомерційні організації, хоча законодавча невизначеність в Україні призвела до того, що у 1991–1992 рр., коли реєструвалася більшість бірж, вони створювалися з яким завгодно правовим статусом, навіть як приватні підприємства. Згідно зі змінами, внесеними Законом № 5042-VI (5042-17) від 04.07.2012 р. у ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», «...фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю та провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності та припинення діяльності юридичних осіб, з особливостями, визначеними цим Законом. Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками)»¹⁶.

Як зазначалось вище, сьогодні міжнародні біржі змінюють організаційно-правовий статус із неприбуткових організацій на акціонерні товариства, здійснюють публічні емісії (IPO), отримують фінансування на фондових ринках і здійснюють виплату дивідендів. Названі процеси відбуваються через нестачу коштів у членів біржі для якісної організації торгівлі з використанням новітніх ІТ-технологій та засобів зв'язку, вартість яких постійно зростає. Водночас товарні біржі в Україні мають статус неприбуткової асоціації. Питання юридичного врегулювання цих аспектів функціонування біржової торгівлі досі залишається актуальним.

Однак вносити такі зміни до законодавства потрібно з урахуванням нових тенденцій, які спостерігаються сьогодні на зарубіжних біржових ринках. Там відбуваються активні процеси комерціалізації діяльності бірж, перетворення їх на акціонерні товариства.

За *четвертою ознакою* біржі поділяють на *відкриті* та *закриті*. В торгах на закритих біржах беруть участь лише члени бірж; в Україні більшість бірж є закритими. Відкриті біржі є двох типів: чисто відкриті, на яких клієнти можуть укласти угоди самостійно, та змішані, де відвідувачі укладають угоди за допомогою брокерів, які укладають угоди від імені та за рахунок клієнта, і дилерів, які працюють від власного імені й за власні кошти. Історія еволюційного розвитку бірж показала, що закриті біржі мають значні переваги, оскільки члени бірж беруть на себе зобов'язання щодо фінансових гарантій за укладеними угодами та розрахунків за цими угодами.

За *п'ятою ознакою* біржі поділяються на *універсальні* та *спеціалізовані*. Спеціалізовані біржі мають потоварну спеціалізацію або спеціалізацію на групах товарів.

¹⁴ Закон України «Про товарну біржу» // ВВРУ. – 1992. – №10. – С. 139; Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» // ВВРУ. – 1991. – №38. – С. 508; Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» // ВВРУ. – 1996. – №51. – С. 292.

¹⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.ssmc.gov.ua.

¹⁶ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 4 липня 2012 р. [Електронний ресурс] / Сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

Наприклад, Нью-Йоркська біржа кави, цукру і какао, Лондонська біржа металів, Канзас-Сіті Бордоф Трейд (лише пшениця) тощо.

Універсальні біржі мають широко диверсифіковану номенклатуру, наприклад, на Чикаго БордофТрейд котируються контракти на зернові культури, довгострокові казначейські облігації, векселі, комерційні папери, на Лондонській біржі фінансових ф'ючерсів котируються і контракти на зернові культури.

За шостою ознакою біржі поділяються на **міжнародні, національні** та **регіональні** залежно від ролі та місця бірж у світовій, національній і регіональній торгівлі. Міжнародні біржі зосереджені у таких трьох країнах, як США, Англія та Японія, де створено умови вільного переміщення прибутку, отриманого від біржової діяльності.

Національні біржі діють у межах однієї країни. До національних відноситься більшість товарних бірж країн континентальної Європи. Регіональні діють у межах регіону, наприклад, Тернопільська товарна біржа обслуговує західний регіон України тощо.

За сьомою ознакою біржі в Україні можна поділити на **центральні, міжрегіональні** та **регіональні**. До центральних відносяться біржі Києва та Харкова, до міжрегіональних – Одеська, Львівська товарні біржі, до локальних (регіональних) – Чернівецька товарна біржа.

За восьмою ознакою біржі поділяють на біржі реальних товарів або фінансових інструментів, ф'ючерсні, опціонні та змішані залежно від видів контрактів, які на них укладаються.

Резюме

Довівши свою суспільну значущість, біржа в країнах Заходу зайняла провідне місце серед інших економічних інститутів. В Україні, як і в деяких інших постсоціалістичних країнах, це місце є досі невизначеним. Біржова торгівля виникає в процесі еволюції гуртової торгівлі через підвищення регулярності проведення торгів. Сучасна біржова торгівля представлена як біржами з обов'язковими сесіями так і електронними ринками, які використовують новітні засоби зв'язку та передачі інформації, працюючи цілодобово. Товарна біржа на Заході є продуктом історичної еволюції – від угод з реальним товаром (спотових і строкових (форвардних)) до ф'ючерсних. З товарообмінного інституту вона перетворилася на фінансовий інститут.

Біржа – це ринок, який характеризується такими рисами: об'єднання комерційних посередників; визначене місце і час торговельних зборів. Біржа – це постійно діючий ринок масових замінних цінностей, який функціонує за визначеними правилами у конкретному місці та у призначений час.

Біржа – це ринок, де товари продаються у великій кількості в приміщенні, де відбуваються публічні торги за допомогою голосу і жестів або через комп'ютерні мережі, створюючи особливу атмосферу ринку чистої конкуренції. Біржа володіє своєю мовою, знання якої означає знайомство з структурою і організаційними елементами, Статутом і Правилами біржової торгівлі та Кодексом честі біржовиків.

Біржа – категорія ринку, явище економічного життя. Біржа – це великий ринок для обороту капіталів і правильного встановлення цін на товари, цінні папери та валюту. Біржа – грошовий ринок для держав, підприємств, фірм, асоціацій і корпорацій. Вона виступає посередником між тими, хто шукає, куди вкласти капітал, і тими, хто потребує його, тобто регулює кредитні, грошові, платіжні відносини як у країні розміщення, так і між державами.

Економічна сутність біржі у тому, що вона є ринком замінних цінностей; має властиве лише для неї організацію; на ній відбувається реалізація власної вигоди учасниками біржової торгівлі; проводиться офіційне котирування цін; котирується специфічний біржовий товар; вона служить закладом страхування цінних та курсових ризиків; дає цифровий вираз попиту та пропозиції; розміщує товари та фінансові інструменти у просторі і часі; на ній відбувається встановлення об'єктивних цін та курсів, переважно майбутніх.

Біржа виконує організаційну функцію, виробляє біржові контракти, займається розв'язанням суперечок між членами біржі, котирує біржові ціни та курси, має хеджеву функцію, забезпечує розрахунки та кліринг за біржовими угодами, поширює інформацію щодо динаміки зміни цін.

Біржі класифікують за видами біржових товарів, принципами організації, правовим статусом, формою участі торговців у біржових торгах, асортиментом товарів, роллю та місцем у світовій торгівлі, сферою діяльності, видами угод.

Контрольні запитання

1. Назвіть дві версії походження слова «біржа».
2. Як трактується термін «біржа» у сучасних економічних джерелах?
3. Охарактеризуйте поняття «організований ринок».
4. Дайте визначення біржовому ринку.
5. Поясніть твердження: «біржа – категорія ринку, явище економічного життя».
6. У чому полягає економічна сутність біржі?
7. Назвіть основні риси біржової торгівлі.
8. Перерахуйте основні функції біржі.
9. Які основні ознаки можна взяти за основу класифікації бірж?
10. Які закони в Україні регулюють діяльність бірж?

Рекомендована література

1. Васильев А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. Васильев. – СПб., 1912. – С. 168.
2. Винер Ф. А. Биржа / Ф. А. Винер. – М. : Волтерс Клевер, 2010. – 544 с.
3. Галанова В. А. Биржевое дело : учеб. / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – С. 7–40.
4. Грязнова А. Г. Биржевая деятельность : учеб. / под ред. А. Г. Грязновой. – М. : Финансы и статистика, 1995. – С. 9.
5. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева, О. А. Кандинская. – М. : Банки и биржи : ЮНИТИ, 1997. – С. 7–22.
6. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 10–23.
7. Економічна енциклопедія : у 3-х т. Т. 1 / ред. кол. : С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К. : Вид. центр «Академія», 2000. – С. 105–108.
8. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» // ВВРУ. – 1996. – №51. – С. 292.
9. Закон України «Про товарну біржу» // ВВРУ. – 2011. – № 29. – С. 272.
10. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» // ВВРУ. – 2006. – № 31. – С. 268.
11. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 4 липня 2012 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
12. Машлій Г. Б. Організація та регулювання діяльності товарних бірж : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук. : спец. 08.02.03 «Організація управління, планування і регулювання економікою» / Г. Б. Машлій Львів, 2001. – С. 7.
13. Раровська В. В. Біржова діяльність : навч. посіб. / В. В. Раровська, Л. А. Останкова, С. Е. Акопов. – К.: «Центр уч. л-ри», 2009. – 144 с.
14. Резго Г. Я. Биржевое дело : учеб. / Г. Я Резго, И. А. Кетова. – М. : Финансы и статистика, 2009. – 288 с.
15. Сохацька О. М. Біржова справа : підруч. / О. М. Сохацька. – К. : Кондор, 2008. – С. 18.
16. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 8–16, 46–51.

17. Чесноков В. Л. Біржові операції : навч. посіб. [для студ. вищ. навч. закл.] / В. Л. Чесноков. – К. : Центр уч. л-ри, 2008. – 191 с.
18. Штілліх О. Биржа и ее деятельность / О. Штілліх. – Спб., 1992. – С. 5.
19. Шутова Л. А. Биржевое дело : уч.-метод. пособ. / Л. А. Шутова. – Экслибрис-Пресс, 2011. – 256 с.
20. DeRosa F. D. Options on Foreign Exchange. –/ F. D. DeRosa [3rd Edition] – New Jersey : Wiley, 2011. – 267 p.
21. Raghunathan V. Stock Exchanges, Investments and Derivatives: straight answers to 250 nagging questions / V. Raghunathan, Rajib Prabina. – [3-rd edition, reprint]. – New Delhi : Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited 2008.– 440 p.
22. Shamah S. A Foreign Exchange Primer. Second Edition / S. Shamah. – New Jersey : Wiley Finance, 2008. – 235 p.
23. Weithers T. Foreign Exchange: A Practical Guide to the FX Markets / T. Weithers. – New Jersey : Wiley Finance, 2006. – 336 p.
24. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua>.
25. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Тести для перевірки знань до розділу 1

- 1. Історично-початковою формою гуртової торгівлі була:**
 - а) караванна;
 - б) ярмаркова;
 - в) біржова;
 - г) ф'ючерсна.

- 2. Біржа – це:**
 - а) об'єднання комерційних посередників;
 - б) місце торгів;
 - в) гуртовий ринок;
 - г) усе перераховане.

- 3. Організований ринок характеризується:**
 - а) наявністю правил торгівлі, регулюванням з боку держави і саморегулюванням, концентрацією попиту та пропозиції;
 - б) наявністю правил торгівлі;
 - в) концентрацією попиту та пропозиції;
 - г) наявністю законодавства.

- 4. Організаційна функція бірж полягає у:**
 - а) забезпеченні широкої гласності діяльності;
 - б) організації біржових торгів;
 - в) зборі та розповсюдженні інформації;
 - г) хеджуванні.

5. Котирування – це:

- а) реєстрація біржових цін і курсів зподальшою публікацією;
- б) надання інформації про ціни зацікавленим особам;
- в) вироблення біржових стандартів;
- г) гарантування виконання біржових угод.

6. За видами біржових товарів біржі класифікують:

- а) товарні, сировинні;
- б) валютні, товарні, товарно-сировинні;
- в) фондові, товарно-сировинні;
- г) товарні, товарно-сировинні, фондові, валютні.

7. Певне упорядкування роботи бірж та укладення біржових угод на основі встановлених правил – це:

- а) регулювання з боку біржі;
- б) регулювання інших учасників ринку;
- в) саморегулювання;
- г) регулювання біржової діяльності державою.

8. Впровадження Правил біржової торгівлі є:

- а) регулюванням біржової діяльності;
- б) законом, який регулює біржову діяльність;
- в) саморегулюванням;
- г) нормативними актами державних комісій.

9. Економічна суть біржі полягає:

- а) у концентрації попиту та пропозиції, дистрибуції товарів у просторі й часі;
- б) у реалізації власної вигоди, хеджуванні;
- в) в організації торгівлі у визначеному місці у вказаний час із офіційним котируванням цін;
- г) в усіх вищезазначених чинниках.

10. За ступенем участі держави біржі поділяють на:

- а) державні, муніципальні;
- б) державні, регіональні;
- в) державні, приватні, змішані;
- г) міжнародні, приватні.

11. Біржа – це:

- а) постійно діючий ринок масових замінних цінностей, який функціонує за визначеними правилами, у конкретному місці та в призначений час;
- б) ринок сировинних товарів;
- в) ринок фінансових інструментів;
- г) ринок цінних паперів.

12. Біржа – це:

- а) інститут макроекономічного регулювання;
- б) інститут мікроекономічного регулювання;
- в) інфраструктурний інститут ринку;
- г) інститут макроекономічного регулювання, інфраструктурний інститут ринку.

13. Біржа – це:

- а) категорія ринку;
- б) явище економічного життя;
- в) інфраструктура ринку;
- г) усе вищезазначене.

14. Які функції виконує біржа?

- а) організаційну;
- б) накопичувальну;
- в) інформаційну;
- г) фіскальну.

15. Хеджування – це:

- а) розв'язання суперечок між членами біржі;
- б) гарантування виконання біржових угод;
- в) збір і реєстрація біржових цін з подальшою їх публікацією;
- г) формування ринкових цін;
- д) страхування цінних та курсових ризиків.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ біржа як форма гуртового ринку;
- ✓ ринок замінних цінностей;
- ✓ організація;
- ✓ офіційне котирування цін;
- ✓ специфічний біржовий товар;
- ✓ прогнозні ціни;
- ✓ дистрибуція;
- ✓ функції біржі:
 - ціноутворююча,
 - інформаційна,
 - стабілізаційна,
 - хеджева.

Додаток

Додаток 1.1

Товарні біржі світу

Африка

Біржа	Абревіатура	Розташування	Типи продукції
Africa Mercantile Exchange	AfMX	Найробі, Кенія	Сільського господарства, акції та енергоносії
Ethiopia Commodity Exchange	ECX	Аддіс-Абеба, Ефіопія	Сільськогосподарська
Agricultural Commodity Exchange for Africa	ACE	Лілонгве, Малаві	Сільськогосподарська
Mercantile Exchange of Madagascar	MEX	Антананаріву, Мадагаскар	Сільськогосподарська
SAFEX (Johannesburg Securities exchange)	JSE	Sandton, Південна Африка	Сільськогосподарська

Америка

Біржа	Абревіатура	Розташування	Типи продукції
Brazilian Mercantile and Futures Exchange	BMF	Сан-Паулу, Бразилія	Сільського господарства, біопаливо, дорогоцінні метали
Chicago Board of Trade (CME Group)	CBOT	Чикаго, США	Зерно, етанол, Treasuries, фондовий індекс, метали
Chicago Mercantile Exchange (CME Group)	CME	Чикаго, США	М'ясо, валюта, євродолари, індекс акцій
Chicago Climate Exchange	CCX	Чикаго, США	Викиди
Hedge Street Exchange		Каліфорнія, США	Енергетика, промислові метали
Houston Street Exchange		Нью-Гемпшир, США	Сира нафта, дистилати
Intercontinental Exchange	ICE	Атланта, штат Джорджія, США	Енергія, викиди, сільського господарства, біопаливо
Kansas City Board of Trade	KCBT	Канзас-Сіті, США	Сільськогосподарська
Memphis Cotton Exchange		Мемфіс, США	Сільськогосподарська

Біржа	Абревіатура	Розташування	Типи продукції
Mercado a Terminode Buenos Aires	MATba	Буенос-Айрес, Аргентина	Сільськогосподарська
Mercado a Terminode Rosario	ROFEX	Росаріо, Аргентина	Фінансова, сільськогосподарська
Minneapolis Grain Exchange	MGEX	Міннеаполіс	Сільськогосподарська
Nadex Exchange		Чикаго, США	Енергетики, промислові метали
NewYorkMercantile Exchange (CME Group)	NYMEX	Нью-Йорк, США	Енергія, дорогоцінні метали, промислові метали
U.S. Futures Exchange	USFE	Чикаго, США	Енергія

Азія

Біржа	Абревіатура	Розташування	Типи продукції
International Commodity Exchange Kazakhstan		Алмати, Казахстан	Спот-торгівля товарами промисловості та мінеральні продукти, нафтопродукти і нафтохімія продуктів, сільськогосподарська продукція
Agricultural Futures Exchange of Thailand	AFET	Бангкок, Таїланд	Сільськогосподарська
Bursa Malaysia	MDEX	Малайзія	Біопаливо
Cambodian Mercantile Exchange	CMEX	Пномпень, Камбоджа	Енергетика, промислові метали, гуми, дорогоцінні метали, Agri Commodities
Central Japan Commodity Exchange		Нагоя, Японія	Енергетика, промислові метали, гуми
Dalian Commodity Exchange	DCE	Далянь, Китай	Сільського господарства, пластмаса, енергетика
Dubai Mercantile Exchange	DME	Дубай	Енергія
Dubai Gold & Commodities Exchange	DGCX	Дубай	Дорогоцінні метали
Hong Kong Mercantile Exchange	HKMEH	Гонконг	Золото, срібло
Iran Mercantile Exchange	IME	Тегеран, Іран	Промислова продукція і мінеральні продукти, нафтопродукти і нафтохімія продуктів, сільськогосподарська продукція
Iranian oil bourse	IOB	Острів Кіш, Іран	Нафта, газ, нафтохімія
Kansai Commodities	Kanex	Осака, Японія	Сільськогосподарська

Біржа	Абревіатура	Розташування	Типи продукції
Exchange			
Commodities & Metal Exchange Nepal Ltd.	COMEN	Непал	Золото і срібло
National Spot Exchange Limited	[NSEL]	Мумбаї, Індія	Спот-торгівля товарами, E-Series
Nepal Derivative Exchange Limited	[NDEX]	Катманду, Непал	Сільського господарства, дорогоцінні метали, кольорові метали, енергетика
Mercantile Exchange Nepal Limited	MEX	Катманду, Непал	Сільського господарства, дорогоцінні метали, кольорові метали, енергетика
Nepal Spot Exchange Limited	NSE	Катманду, Непал	Сільського господарства, дорогоцінні метали
Indian Commodity Exchange Limited	ICEX	Індія	Енергія, дорогоцінні метали, неблагородні метали, сільськогосподарська
Multi Commodity Exchange	MCX	Індія	Дорогоцінні метали, метали, енергетика, сільськогосподарська продукція
National Multi-Commodity Exchange of India Ltd	NMCE	Індія	Дорогоцінні метали, метали, сільськогосподарська
PAKISTAN MERCANTILE Exchange Limited	PMEX	Пакистан	Дорогоцінні метали, сільськогосподарська
Bhatinda Om & Oil Exchange Ltd.	BOOE	Індія	Сільськогосподарська
Karachi PMEX			Дорогоцінні метали, сільськогосподарська
Pakistan Mercantile Exchange	PMEX	Пакистан	Всі
Shanghai Futures Exchange		Шанхай, Китай	Промислові метали, золото, мазут, гуми
Shanghai Gold Exchange		Шанхай, Китай	Золото, срібло, платина
Singapore Commodity Exchange	SICOM	Сінгапур	Сільськогосподарська, гуми
Singapore Mercantile Exchange	SMX	Сінгапур	Ф'ючерси і опціонні контракти на дорогоцінні метали, такі як золото, кольорові метали, сільськогосподарські товари, енергетика, такі як WTI і Brent, виражені в євро, валюта, такі як євро, долар США, контракт, товари індекси

Біржа	Абревіатура	Розташування	Типи продукції
Tokyo Commodity Exchange	TOCOM	Токіо, Японія	Енергія, дорогоцінні метали, промислові метали, сільськогосподарська
Tokyo Grain Exchange	TGE	Токіо, Японія	Сільськогосподарська
Zhengzhou Commodity Exchange	CZCE	Чженчжоу, Китай	Сільськогосподарська, РТА
Vietnam Commodity Exchange	VNX	Хошимін, В'єтнам	Кава, каучук, сталь
Buon Ma Thuot Coffee Exchange Center	BCEC	Буоно Ма, В'єтнам	Кава

Європа

Біржа	Абревіатура	Розташування	Типи продукції
APX-ENDEX	APX-ENDEX	Амстердам, Нідерланди	Енергія
Commodity Exchange Bratislava, JSC	KCP	Братислава, Словаччина	Викиди, сільського господарства, діаманти
Climex	Climex	Амстердам, Нідерланди	Викиди
NYSE Liffe		Європа	Сільськогосподарська
EuropeanClimate Exchange	ECX	Європа	Викиди
Energy Exchange Austria	EXAA	Відень, Австрія	Електрика, дозволів на викиди
Integrated Nano-Science Commodity Exchange	INSCX	Британія	Наноматеріали
London Metal Exchange	LME	Лондон, Великобританія	Промислові метали, пластмаси
Risk Management Exchange	RMX	Ганновер, Німеччина	Сільськогосподарська
European Energy Exchange	EEX	Лейпциг, Німеччина	Енергія, викиди

Океанія

Біржа	Абревіатура	Розташування	Типи продукції
Australian Securities Exchange	ASX	Сідней, Австралія	Сільського господарства, електроенергія, енергетичне вугілля та природний газ
ABX Global	ABX	Брісбен, Австралія	Дорогоцінні метали

Розділ 2.

ЕВОЛЮЦІЯ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ

*Купці не можуть існувати без бірж, як
не можуть кораблі ходити в морі без води.*

*Т. Грешем, 1571 р.,
засновник Лондонської біржі*

Теоретична частина

- ✓ *Історія формування бірж в Європі, Великобританії та США*
- ✓ *Розвиток бірж у дореволюційній Росії*
- ✓ *Становлення біржової торгівлі в Україні*
- ✓ *Особливості функціонування бірж в Україні на початку XXI ст.*

2.1. Історія формування бірж в Європі, Великобританії та США

Біржі як закономірний результат еволюції форм гуртової торгівлі і способів торгів виникли в епоху нагромадження початкового капіталу. Однак, за даними американської енциклопедії, їх попередником була контора при дворі Франції, заснована у 1138 р. Якщо не враховувати початкових об'єднань грошово-мінських контор, то першими біржами були товарні. Спочатку вони з'явилися в Антверпені (1531 р.), в Ліоні й Тулузі (1549 р.), а згодом у Лондоні (1556 р.), в особливому приміщенні, яке пожертвував торговцям королівський банкір Т. Грешем. В Японії перша біржа з'явилася у 1730 р. для торгівлі рисом, у США першою була зернова біржа в Чикаго (1848 р.).

На цих біржах контракти укладалися на основі вірців до того, як вся партія закупленого товару надходила морським або іншими видами транспорту. На цю обставину вказує Ф. Шварц, сучасний дослідник ф'ючерсних ринків Заходу¹. У зв'язку з тим, що ціну на товари погоджували в момент укладання угоди, покупець та продавець у такий спосіб страхувалися від можливого підняття або спаду цін на момент поставки товару.

У XVI ст. в Японії імператорська династія Шоган запровадила систему карток, що надавали право власності на урожай рису, який ще був на полях або навіть не сіявся. Ці картки фактично були першими ф'ючерсними (строковими) контрактами. Їх купували і багаторазово перепродували торговці в розрахунку на майбутні потреби рису. Були відпрацьовані правила, які уточнювали строки поставки рису, визначали сорт і кількість для кожного контракту. Найголовнішим було те, що торговці обов'язково користувалися кредитом у кліринговій палаті, через яку ці картки поширювалися.

Разом з тим, бурхливо розвивалася торгівля векселями в іноземній валюті. З торгівлею векселями пов'язана поява перших професійних учасників ринку цінних паперів і перших бірж, на яких здійснювалися операції і з товарами, і з векселями. Першими біржами, на яких проводилися операції з цінними паперами, вважаються створені в XVI ст. установи в Антверпені (1531 р.) і Ліоні. Іноземний вексель продавався за гроші країни-імпортера. Продавали ці векселі купцям у своїй країні для імпортерських закупівель. Завдяки такій торгівлі визначався курс векселів у різних валютах. Як сьогодні прийнято вважати, встановлювався валютний курс.

Найстарішою фондовою біржею з тих, що збереглися до теперішнього часу, вважається *Амстердамська біржа (заснована у 1603 р.)*. Амстердамська біржа аж до 1913 р. була біржею універсальною, де відбувалася торгівля хлібом, сіллю, рибою, прянощами, лісом, грошима, облігаціями, акціями та іншими товарами². Саме тут пройшли апробацію всі методи торгівлі цінними паперами, що існують і донині, – строкові операції, зокрема угоди з премією (опціони) та ін.

На Амстердамській біржі вперше були встановлені середні норми, які характеризували якість товарів. Виникнення внутрішніх біржових стандартів дозволило не поставляти товари на біржові торги.

З 1720 р. тут запроваджуються ф'ючерсні угоди. На цій біржі вперше було введено в обіг такі цінні папери, як акції. Торгівля акціями започатковує біржову спекуляцію, яка згодом поширюється і на товари.

В той час остаточно визначилося поняття біржової гри: на підвищення, коли купувалися акції з метою збуту їх через деякий час за більш високою ціною, і на пониження, коли акції продавалися з розрахунку на їх майбутню купівлю за нижчою ціною. Розвиток строкових операцій поступово сформував певні біржові звичайні компенсаційних операцій: виконання всіх строкових операцій призначалося на заздалегідь встановлені дні, що давало змогу при незначній кількості готівки, яка була в обігу, значно розширити оборот біржової торгівлі. Безліч відвідувачів, які пра-

¹ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – С. 3.

² Smith B. M. A history of the global stock market : from ancient Rome to Silicon Valley / B. Mark Smith. – University of Chicago Press ed., 2004. – P. 16.

гнули швидкого збагачення, спонукали до того, що організатори біржі в Амстердамі у XVII ст. спорудили першу в історії спеціальну будівлю для біржі. Таким чином, з'явився атрибут сучасної біржі – біржова зала.

У 1747 р. на Амстердамській біржі котирувалися 44 види цінних паперів³.

Великобританія розпочала свій біржовий літопис із відкриттям у 1565 р. *Лондонської біржі*. Королівська біржа в Лондоні залишалася винятково товарною більше ста років, та з 1695 р. на ній розпочинається торгівля державними борговими зобов'язаннями, акціями голландських і англійських компаній. З 1720 р. і до середини XIX ст. основними видами цінних паперів на Лондонській фондовій біржі були державні облигації, оскільки в Англії протягом тривалого часу існувало законодавче обмеження на створення акціонерних товариств⁴.

У 1724 р. уряд Франції офіційно затверджує вексельно-фондову Паризьку біржу. Паризька біржа, на відміну від Лондонської, була іншим типом біржової організації: біржею-установою. Проте, як і на Лондонській біржі, тут діяла закрита маклерська корпорація, яка монопольно здійснювала всі посередницькі операції.

У Франції попередниками сучасних фахівців з цінних паперів були середньовічні міняйла. В 1304 р. король Пилип IV Гарний спеціальним указом ввів професію міняйла (*Courratier de Change*; пізніше ця назва скоротилася до *Courtier*). З 1639 р. ці фахівці почали іменуватися агентами з обміну (*agents de change*).

У 1724 р. спеціально для здійснення операцій між торговими посередниками було побудовано будівлю, де здійснювали операції агенти з обміну. Проте їх діяльність мало відповідала сучасним принципам біржової торгівлі: були відсутні механізми явного оголошення цін і процедура біржової торгівлі. Лише у 1777 р. для агентів з обміну був виділений спеціальний майданчик для торгівлі цінними паперами і введено правило відкритого оголошення ціни⁵.

У 1801 р. Наполеон видав указ про будівництво спеціальної будівлі – Паризької фондової біржі, яка була завершена в 1826 р.

Основними цінними паперами, з якими працювали агенти з обміну в XVIII ст. були векселі, а не акції або облигації. Проте вже до 1840 р. на Паризькій фондовій біржі котирувалися близько 130 боргових і пайових цінних паперів.

Найбільшою фондовою біржею в XIX ст. нарівні з Лондонською і Паризькою була біржа у *Франкфурті-на-Майні*.

Через те, що ні в Європі, ні в Німецькій імперії не існувало єдиної валюти, різні країни були роздроблені на численні маленькі економічні регіони, в кожному з яких існувала своя грошова одиниця, здійснення платежів було вкрай важким. У 1585 р. франкфуртські купці домовилися про використання фіксованих курсів обміну різних грошових одиниць. Ця дата вважається моментом народження Франкфуртської фондової біржі. З 1585 р. під час кожного ярмарку група купців періодично збиралася для оновлення єдиного і обов'язкового курсів обміну різних грошових одиниць.

³ AmsterdamStock Exchange [Електронний ресурс] / Офіційний сайт NYSE. – Режим доступу : <http://www.nyx.com/who-we-are/history/amsterdam>.

⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.theroyalexchange.co.uk/>.

⁵ Lehmann P.-J. *La Bourse de Paris*, 1991 / P.-J. Lehmann. – Dunod.

У 1707 р. на чергових зборах керівництво біржі офіційно затвердило торгових агентів – представників купців. У 1808 р. була організована Торгова палата. Аж до кінця XVIII ст. на біржі торгували винятково монетами і векселями. Тільки в кінці XVIII ст. починається періодична торгівля облігаціями.

Франкфуртська біржа, створена як приватне об'єднання комерсантів, перетворилася на публічну установу в першій половині XIX ст.⁶

До кінця XIX ст. поступово змінюється характер цінних паперів, що знаходилися в обігу на фондових біржах. Якщо спочатку об'єктами біржових угод були практично будь-які види цінних паперів, у тому числі векселі, акції, облігації, то з розвитком банків функції обслуговування короткострокового кредиту переходять до банків, що здійснюють операції з векселями і власне банківські операції своїх клієнтів. На біржах короткостроковий кредит відіграє дещо скромну роль і обмежується ломбардною операцією, призначеною для кредитування спекулятивних строкових угод. Головними об'єктами угод на фондових біржах з кінця XIX ст. і донині стають акції й облігації (боргові зобов'язання держави, органів місцевого самоврядування, великих банків й інших комерційних організацій).

Ті товарні біржі, що виникли в XVI ст., не відігравали такої помітної ролі, як фондові. Розквіт товарних бірж, що спеціалізувалися на певних видах товарів, наступив у кінці XIX ст. Він був пов'язаний із розвитком сільськогосподарського виробництва. Найбільші товарні біржі спеціалізувалися на торгівлі зерном, цукром, какао і т. ін. Ця сільськогосподарська продукція (сировина) найбільшою мірою придатна для біржової торгівлі: внаслідок впливу об'єктивних факторів (короткочасний період виробництва і постійний попит) вирівнювання цін на неї ускладнене. Сільськогосподарські продукти вписуються в систему біржової торгівлі за стандартами: без пред'явлення зразка, на основі його відповідного найменування – стандарту. Донині ці об'єкти є основним предметом угод на товарних біржах.

Перші товарні біржі в *Іспанії*, що були відомими як «LONJAS», виникли ще в Середньовіччі, а саме в XIV ст. Такі біржі були розташовані на місцях, де місцеві купці могли збиратися для торгівлі зерном, шовком, шерстю та іншими товарами Середземноморської культури.

Виникнення цінних паперів датується століттям раніше. Їх знали як «королівські права» і це були державні облігації, випущені як гарантія боргу або кредиту за запитом Короля. Прикладом таких королівських прав був Привілей Короля Генрі III, виданий Ф. Мартінезу в 1400 р., коли король Кастилії запросив позику від Мартінеза для фінансування замку, а взамін запропонував гарантію ренти земель села Вілланканіте.

Перша книга з описом того, як біржовий ринок функціонує, називалась «Плутанина плутанин» («Confusion of Confusions»). Книгу написав в Амстердамі у 1688 р. іспанець Ж. де лаВега.

У цій книзі автор, описуючи інтригуючі розмови між проникливим філософом, обережним купцем та ерудованим акціонером, вперше розкриває сутність бізнесу з акціями, джерела їх виникнення, етимологію слова, проблеми та загрози для тих, хто торгує цими цінними паперами.

⁶ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://deutsche-boerse.com>.

В 1809 р. Жозе І Бонапарт вирішив заснувати першу Іспанську фондову біржу в Мадриді на місці монастиря та церкви Святого Феліппе. Ця спроба не була успішною, оскільки в цей час Мадрид не був схильним для серйозної бізнесової діяльності. І лише 10 серпня 1831 р. у Мадриді було збудовано фондову біржу⁷. Вона сьогодні є найбільшою біржею Іспанії серед регіональних фондових бірж у Барселоні, Більбао і Валенсії, що торгують акціями, конвертованими облігаціями, векселями, державними облігаціями та облігаціями підприємств.

З 1752 р. у Нью-Йорку функціонує біржа, на якій торгували продукцією внутрішнього ринку. Низка менших за обсягами ринків створюється як у Нью-Йорку, так і в інших містах. Цих бірж зараз немає, але вони започаткували деякі нинішні американські товарні біржі. Ці перші ринки були не тільки місцем торгівлі, вони також виконували інші функції, а саме: приваблювали брокерів, бізнесменів, судновласників, фінансистів, спекулянтів із ризиковим капіталом, виробників та споживачів, концентруючи попит на сировину, фонди та гроші.

Колишні товарні ринки існували переважно для грошових операцій з негайною поставкою. Вони значно збільшували свободу і масштаби торгівлі всіма видами товарів: харчовими, текстильними, металами, шкірою, пиломатеріалами. Проте практика торгівлі реальним товаром з негайною поставкою та строковими угодами (форвардами) не відповідала раптовим змінам попиту та пропозиції.

До початку 1800-х рр. американським фермерам було властиво звозити зерно та худобу на регіональні ринки у визначений час року. Зібравши врожай, вони збиралися в Чикаго, щоб продати своє зерно, яке доставляли тільки восени, оскільки зимою ріки замерзали, а навесні дороги розвозило так, що фургони не могли проїхати. В роки великих врожаїв зерна було стільки, що деякі фермери топили його в озері Мічиган. Проте в період весняної сівби практично щороку відчувалася нестача посівного зерна. Восени ціни спадали, навесні, навпаки, підіймалися до астрономічних цифр. Фермери бачили, що одноразова пропозиція м'яса та зерна набагато переважала нетривалі потреби фабрикантів та мельників. Покупці пропонували меншу ціну, якщо бачили високу пропозицію. Як правило, короткостроковий попит не міг поглинути надлишку товарів за будь-якою ціною, навіть мінімальною. Всі ці сезонні коливання цін стали головним поштовхом для створення бірж, що могли торгувати щоденно протягом усього року. Одним із найбільших центрів, де створюються такі біржі стає Чикаго. У 1848 р. на зборах 82 великі зерноторговці заснували Чиказьку торговельну палату (ChicagoBoardofTrade). Поява організованої біржі, що зводила в одному місці продавців і покупців, зробила вигідним будівництво великих елеваторів, зерносклади для зберігання зерна протягом року. Саме біржі, які виникли в Чикаго, зіграли величезну роль у створенні необхідної інфраструктури ринку, а саме: мережі доріг, складів, холодильників, розширення гаваней, портів.

*У березні 1851 р. зафіксовано укладання першого форвардного контракту (попереднього контракту) на поставку кукурудзи в червні за ціною нижчою, ніж на спотовому ринку на момент укладання угоди*⁸. Таким чином фермери намагалися

⁷ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bolsamadrid.es>.

⁸ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – С. 6.

зробити мінімальною цінову невизначеність. Це були приватні домовленості, товар не переходив з рук в руки до обумовленого строку, ціни для обох сторін фіксувалися.

Проте при різких перепадах цін за період дії угоди виникали порушення як з одного боку, так і з іншого. Для вирішення цієї проблеми застосовували відому з давнини практику застави у «третьої» особи певної суми завдатку як гарантії виконання зобов'язань (це особливо стосувалося золота). У цьому разі при порушенні зобов'язань друга особа отримувала як компенсацію суму завдатку, що її залишала перша. Саме ця практика стала прообразом системи маржевого забезпечення, а пізніше системи клірингових розрахунків.

Це трохи стабілізувало формування цін впродовж року. Практика форвардних контрактів дозволила знизити ризик зміни цін, однак не вирішила проблеми їх непередбачених змін у зв'язку з неврожаєм, посухою чи, навпаки, високими врожайми. Саме біржі взялися за цю роботу. Стандартизувавши кількісні та якісні параметри для кожного виду товарів, біржа впроваджує в торговельну практику новий вид контрактів – ф'ючерсні.

Відтепер створюється струнка ринкова система, в якій стандартні кількість та якість (сорт, марка) формували основу ф'ючерсного контракту, в якому були вказані всі аспекти угоди, крім ціни. Вона була предметом торгу в залі біржі, де збирались одночасно покупці та продавці. На відкритому аукціоні через рівновагу попиту та пропозиції формувалася ринкова ціна.

Ф'ючерсні контракти стали справжньою революцією у торгівлі. Як згадувалося, прообрази цих контрактів виникли у середньовіччі одночасно в Європі та Японії, проте саме в період розквіту капіталізму в США вони відіграли вирішальну роль для успішного розвитку біржової торгівлі. До кінця XIX ст. ф'ючерсні контракти вдосконалювались, стандартизувались, розроблялися правила торгів. У цей самий період сформувалася система клірингових розрахунків та процедура доставки товарів.

Саме завдяки поширенню ф'ючерсів на біржу прийшли спекулянти – особи, які прямо не пов'язані з виробництвом та торгівлею. Це були люди, що бажали за допомогою біржі ризикнути і збільшити свої доходи від основної роботи: юристи, лікарі, службовці. Вони використали суттєву різницю між ф'ючерсним контрактом і форвардним, а саме можливість його погашення (ліквідації) шляхом зустрічної (офсетної) угоди – купівлі проданого контракту або продажу купленого на той самий місяць поставки.

При правильному прогнозуванні зміни ціни контракту можна було отримати суттєвий дохід, який приваблював спекулянтів. Вони почали відігравати одну з найважливіших ролей на біржі, завдяки їм збільшився приплив капіталу, зменшилися цінові коливання.

Питання біржової спекуляції надзвичайно актуальне, неоднозначно трактується у вітчизняній економічній літературі, тому в одному з розділів підручника спробуємо проаналізувати це явище і обґрунтувати доцільність його впровадження на біржовому ринку України.

З XIX ст. розпочинається торгівля зерном і бавовною між США та Європою. Виникає необхідність встановити систему угод, аналогічну «lettres de faire». Від

укладення контракту до поставки товарів через Атлантику могли змінюватися і фактично змінювалися ціни. Тому товари продавалися та купувалися за договірними цінами, які діяли доти, поки товари були у дорозі. Саме відтоді на біржах США зароджується ф'ючерсна торгівля.

Наприкінці XIX – початку XX ст. кількість товарних та фондових бірж зростає. Формується асортимент біржових товарів, широко котируються контракти на м'ясо, зерно, каву, бавовну, срібло, золото, нафту, ліс тощо.

З руйнацією Бреттон-Вудської системи міжнародні фінансисти відчули гостру необхідність виробити механізм страхування цінкових коливань, пов'язаних зі змінами курсів іноземних валют. На ринку ф'ючерсних контрактів з'являються фінансові інструменти, а саме: відсоткові ставки за кредити, векселі, облігації, акції, індекси акцій фондових бірж. З 80-х рр. XX ст. до біржової практики додаються також опціони.

Усе це відчутно змінює характер біржової торгівлі. На біржі, крім спекулянтів, з'являються хеджери, які намагаються застрахувати капітали та інвестиції своїх клієнтів від можливих втрат на фінансових ринках. Ф'ючерсний ринок дає роботу величезній армії професіоналів, а всьому населенню – найбільш оперативну інформацію щодо прогнозних ринкових цін, яка суттєво знижує цінний ризик, допомагає захистити від інфляції доходи бізнесу і заощадження населення.

В кінці XX – на початку XXI ст. обсяги ф'ючерсної торгівлі різко зростають, з'являються нові нетрадиційні контракти, такі як ф'ючерси на погоду, ф'ючерси на свопи тощо, які дозволяють страхувати погодні та екологічні ризики.

2.2. Розвиток бірж у дореволюційній Росії

Дореволюційна Росія надзвичайно важко сприймала біржу. Гострої потреби у цьому інституті не було до XVIII ст. У 1703 р. цар Петро Перший, подорожуючи Голландією під виглядом майстрового, відвідав Амстердамську товарну біржу, що вразила його своїм розмахом. За його наказом через два роки у Санкт-Петербурзі на Васильєвському острові було збудовано величну споруду для першої російської біржі. Іноземне походження та державний характер першої в Росії біржі визначили її долю. На ній котирувалися товарні векселі державних мануфактур, спеціально заснованих для потреб армії та флоту.

У Регламенті для головного магістра, який написав Петро Перший, всім портовим, губернським та іншим містам було наказано будувати біржі і купців змусити використовувати їх. Однак призвичаєні залагоджувати свої торговельні справи на значних за розмірами ярмарках купці ігнорували біржу. Після смерті царя-реформатора Санкт-Петербурзька біржа, яка була одна на всю Російську імперію, проіснувала понад сто років. Реальних економічних передумов для розвитку біржової торгівлі не було, а пряме копіювання іноземних форм явно не враховувало самотності господарського середовища колишньої Росії. То був час розквіту дрібногуртових ярмарків. Товарний ринок у Росії розвивався значно повільніше, ніж в інших країнах, внаслідок чого російське село традиційно потерпало. І лише після

промислового перевороту у 80 – 90-х рр. ХІХ ст. у Росії відбувається перший біржовий «бум», що суттєво прискорює ліквідацію товарного «голоду».

Розвиток капіталізму в Росії зумовлює економічну необхідність біржі. Особливо велику роль на той час відіграє експорт зерна. Наступною після Санкт-Петербурзької виникає Одеська біржа (1796 р.), потім Кременчуцька (1834 р.), Рибінська (1842 р.), і тільки після них створюються у Москві, Києві, Миколаєві, Харкові, Ризі, Варшаві. Як бачимо, біржі засновувалися у багатьох містах на теренах України. До кінця ХІХ ст. у Російській імперії налічувалося 114 бірж.

Російське законодавство у Торговельному статуті (1857 р.) визначає біржу як місце зустрічі, засноване для необхідних за торговельним обігом побачень, для отримання інформації про ціни на товари, про прибуття та відбуття суден, а також для встановлення вексельного курсу, преїскурантів і асекурацій.

У В. Даля слово «біржа» трактується як «...будинок, або місце, де у визначений час збираються купці за торговельними справами, і самі ці збори». Тут же наводиться цікава цитата: «Зачекаю продавати, що біржа скаже...». Як бачимо, торговець аналізував можливість зміни цін і приймав відповідне рішення.

У престижному 86-томному виданні «Енциклопедичного словника Брокгауза-Ефрона», що друкувався на рубежі століття, суть біржі трактується так: «Центр тяжіння біржі полягає у централізації попиту та пропозиції. Купець довідується негайно і до найменших подробиць про все, що стосується його інтересів; він легко і вільно схоплює тут настрої та бажання торговельного світу. Завдяки цьому біржа є ареною спекуляції, яка, утримуючись у визначених межах і не вдаючись до біржової гри, позитивно впливає на торгівлю та промисловість»⁹. Показово, що так у словнику трактується економічна роль біржі у 1892 р., саме тоді, коли точилися гострі дискусії про доцільність законодавчої легалізації біржової спекуляції, самих ф'ючерсних контрактів на фондові цінності.

У монографіях кінця ХІХ ст., написаних економістами, біржовиками та законодавцями, гостра полеміка велася навколо узаконення угод на строк і на різницю, угод з преміями. В дореволюційній російській економічній літературі не було термінів «ф'ючерс» та «опціон». Ці терміни самочинно внесли як кальку з англійської мови економісти, які працювали з зарубіжною біржовою літературою вже в наші дні. Досі наші філологи не сказали свого слова з цього приводу, так само, як і щодо термінів «менеджмент», «маркетинг» тощо.

Російські біржові структури того часу відставали від західних з таких показників, як участь у біржових операціях середнього класу підприємців. Вони переважно не опанували секретів біржової справи. Для ліквідації цього недоліку тоді видавалися доступно написані посібники для громадян. У них популярно пояснювалися вигоди біржових операцій з цінними паперами (фондами), товарами. Економічно обґрунтовувалася різниця між біржовими операціями і грою.

Наприклад, у монографії А. Ратькова (1909 р.), яка має назву «Кратчайший и доступный каждому путь к богатству. Биржевые операции. Популярное руководство», даються чіткі рекомендації пересічним інвесторам. «Крах у торговельному світі настає лише тоді, коли у потрібний момент ніде купити потрібного товару або

⁹ Энциклопедический словарь : в 86 т. Т. 2. – СПб. : Брокгауз–Ефронь, 1892. – С. 879.

нікуди збути заготовлені запаси»¹⁰. Хіба не вірно? Хіба це відповідає сучасній ситуації на ринку зерна, цукру, інших сільськогосподарських продуктів та й не лише їх?

«Ми, росіяни, не використали благодійної сили біржі. На просторах нашої неосязної країни у кишенях 150 млн. населення пропадають без користі величезні капітали. Лежать вони мертвим пластом. У кращому випадку власники їх «стрижуть» грошові купони, а в гіршому тратять свої або дідівські капітали у пияцтві, клубах за зеленим столом або перевозять їх за кордон і там витрачають на рулетку. А на батьківщині занепадає землеробство, гинуть в агонії фабрики і заводи, всюди й скрізь сум та злидні»¹¹. Погодимося, що це про нас сьогоднішніх сказано. А як повторюється ситуація на економічних теренах України майже через сто років. Влучно підкреслено і те, що «сірий» покупець створює і ринок «сірий», убогий. І це було сказано тоді, коли ціни на російських біржах були світовими. Водночас автор критикував невігластво населення, його упередження до ф'ючерсної біржової торгівлі, особливо на ринку цінних паперів, при бажанні доступного широком населення, яке тоді, як тепер, боялося біржі, асоціювало її з казино. А в Європі та США жоден цент чи сантим не лежав мертвим капіталом, працював на економіку.

Ризик у біржовій діяльності не вищий, ніж у фермера, який навесні кладе останнє зерно у землю і чекає врожаю, не знаючи, що готує йому природа і доля: сніг, мороз, посуху, врожай чи голод.

Полеміка серед вчених та законодавців закінчилася до 1913 р. на користь законодавчого утвердження ф'ючерсних угод, про що свідчать праці тодішніх провідних біржових юристів, таких як К. Гаттенбергер, Н.Васильєв, А. Кофман. Біржова практика Росії розпочала їх активне впровадження.

Коріння російських бірж проростає від епохи Великого Новгороду, Архангельська, Москви, де купці збиралися на величезних ярмарках.

Московська товарна біржа, збудована за кошти купця Н. Лежева у 1839 р., працює власне як біржа лише з 1861 р.

Саме з 1861 р. починається справжня історія російських бірж як яскравих представниць ринкової економіки. На цих біржах спочатку проводилися операції з реальним товаром, цінними паперами та валютою. До Першої світової війни на фондових біржах забороняли строкові операції, саме цей фактор виявився вирішальним в уповільненому розвитку російського фондового ринку і біржового взагалі.

У монографії «Біржа, спекуляція та гра» присяжний повірений Судової палати Санкт-Петербурзької біржі М. Студентський аналізує всі засоби заборонної дії, що застосовувались проти біржі в країнах Європи з часів Дж. Ло (початок XVIII ст.). Він зауважує, що всі спроби підпорядкувати біржу поліцейському наглядові, оголосити поза законом строкові (ф'ючерсні) угоди, не давали жодного ефекту. Крім того, закриття бірж згубно впливало на фінансові ринки. Неможливість законодавчої заборони строкових біржових угод юрист порівнює з неможливістю заборони продати бочку води водовозові до того часу, поки він привезе її знову. «Строкові угоди називають біржовою грою, порівнюють з договором парі, становище осіб, що укла-

¹⁰ Ратьков А. Кратчайший и доступный каждому путь к богатству. Биржевые операции. Популярное руководство / А. Ратьков. – СПб., 1909. – С. 3.

¹¹ Там само. – С. 3.

ли таку угоду, порівнюють з становищем двох звичайних гравців. Точка зору, надзвичайно поширена серед публіки, є цілком хибною і неправильною. Адже гра у рулетку – це надія на випадок, особливе щастя, дарунок долі. Це гра, це азарт»¹².

Теоретичні та законотворчі дискусії того часу дозволяють зрозуміти аргументи обох сторін. Вони актуальні й сьогодні при впровадженні ф'ючерсної торгівлі на біржах України, законодавчої легалізації біржової спекуляції, своєчасних і розумних обмежень нечесних біржових маніпуляцій. Як відзначали тоді економісти і юристи, вже при заснуванні біржі необхідно наперед змиритися з думкою, що на ній час від часу відбуватимуться й небажані, шкідливі дії. Строкові угоди насправді є головною зброєю торговельної та промислової спекуляції. Користь їх у цьому аспекті величезна. Так вважали тоді і біржовики, і юристи. В Україні ж сьогодні економічна наука знову змушена повертатися до вивчення суті цього питання, сучасних досліджень практично немає.

Отже, *строкові біржові угоди* :

- ✓ необхідні для нормального функціонування державного кредиту;
- ✓ відіграють величезну роль у розміщенні цінних паперів великих акціонерних товариств, промислово-фінансових груп;
- ✓ без строкових угод державі надзвичайно важко виділяти значні суми на військові витрати;
- ✓ без строкових угод неможливо поповнювати стратегічні запаси сировини та продовольства;
- ✓ без строкових угод неможливо точно і своєчасно отримувати необхідну інформацію про ринки сировини, капіталів і валюти у просторі та часі;
- ✓ строкові угоди вигідні також тим, що рівномірно розподіляють прибутки і збитки між учасниками ринку.

Це цікаво!

Колишній трейдер найбільшого швейцарського банку «UBS» К. Адоболі 20 листопада 2012 р. був засуджений в Лондоні до семи років тюремного ув'язнення. Суд визнав Адоболі винним у скоєнні несанкціонованих операцій, які завдали банку збитків на суму 2,3 млрд. дол. З'ясувалося також, що махінаціями трейдер займався досить довго – з жовтня 2008 р. до вересня 2011р. К. Адоболі називають другим Ж. Кервьєлем¹³. Під час оголошення вироку підсудний, колишній трейдер банку «UBS», свою провину не визнав.

Адоболі пред'явили звинувачення у двох випадках шахрайства, перевищенні службових повноважень та підробці фінансової звітності. В результаті Адоболі був засуджений до чотирьох років ув'язнення за першим випадком шахрайства і до семи років – за другим. Як пише «The Wall Street Journal», відбувати обидва терміни колишній трейдер буде одночасно, і у нього навіть є шанс на дострокове звільнення, але не раніш ніж через два з половиною роки¹⁴.

¹² Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1896. – С. 65.

¹³ Жером Кервьєль – колишній трейдер французького банку «Societe Generale», якого в 2010 р. засудили до трьох років в'язниці і штрафу за біржові махінації та шахрайство, що принесли SocGen збитки на 4,9 мільярда євро. Згідно з вироком, штраф Кервьєля становить 4,9 млрд. євро.

¹⁴ Плачущий трейдер [Електронний ресурс] / Фінансовий портал Finance.ua. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ru/~2/0/all/2012/11/26/291896>.

Із тодішньої дискусії випливає незаперечний висновок: на біржі нічого робити дилетантові. Для необізнаних людей це заняття небезпечніше, ніж найазартніша гра. Підтвердженням є величезна кількість банкрутств після невдалих біржових операцій.

Законодавці у всіх країнах давно зрозуміли незаперечну істину: захистити людей від їх власної некомпетентності неможливо. «Не повинно бути напівзаходів, напівшляхів. Або свобода, що сама себе захищає від можливих зловживань і ризиків та надає величезні переваги і незліченні вигоди, або повне знищення свободи особи, заміна її державним втручанням. Припиниться дія ризику, випадку, але й зникне дух підприємництва, винаходу, відкриття, зупиниться виробництво»¹⁵. Написано це в 1890 р., проте й нині актуальне.

Дискусія в науці і практиці Росії кінця XIX ст. стосувалася переважно строкових угод з цінними паперами. На інших ринках, особливо на ринку такого важливого товару, як зерно, ф'ючерсні угоди були надзвичайно популярними. Саратов, Нижній Новгород, Москва, Київ – це тодішні центри ф'ючерсної хлібної торгівлі.

З 1882 р. одне з провідних місць займала зернова біржа Саратова, який розміщений на перехресті водних та залізничних шляхів зернового Півдня та Південного Сходу тодішньої імперії. Саратов постачав хліб обом столицям та експортував за кордон. Біржа відіграла надзвичайно важливу роль у торговельно-промисловому розвитку Поволжя. Угоди на зерно стали цивілізованими, втратили «базарний» характер. Були впроваджені у практику торговельні угоди під майбутній урожай, строковий фрахт суден та залізничних вагонів. Саратовська біржа організувала з'їзди мірошників, опікувалася розширенням русла річки Волги, сприяла будівництву залізниць, складів, елеваторів. Жоден великий проект не обходився без консультацій або іншої участі біржі.

До початку XX ст. в Росії активно функціонувало близько півсотні товарних, а також ряд фондових бірж (самостійних фондових відділів товарних бірж) загальноєвропейського значення. За масштабами біржової торгівлі Росія не поступалася найбільш розвиненим європейським державам (у Німеччині до початку XX ст. нарахувалося близько 20 бірж, у Франції – 70).

Інститут біржової торгівлі розвивався в Росії в рамках самостійних громадських організацій підприємців. Контроль держави за їх діяльністю здійснювався у формі концесійної (дозвільної) системи установ бірж. У Росії не було загального правового регулювання біржової діяльності. Біржі здійснювали операції на основі своїх статутів і ділових звичаїв, які формувалися в повсякденній торговій практиці, що зводилися біржовими комітетами до правил біржової торгівлі. Це був період, коли держава покладалася на авторитет і професіоналізм самих комерсантів. Причому деякі біржі з успіхом справлялися з покладеними на них державою контрольними функціями. Наприклад, Санкт-Петербурзька фондова біржа здійснювала серед іншого обов'язковий попередній контроль за фондовими (інвестиційними) паперами, що випускалися на всіх інших російських біржах.

Біржі були органічно вплетені в розгалужену систему суспільного саморегулювання економічних відносин. Поряд з іншими громадськими торговими інститутами, зокрема ярмарками, торговими і торгово-промисловими палатами, купецькими збо-

¹⁵ Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1896. – С. 84.

рами, спілками промисловців, російські біржі виконували необхідні функції у сфері балансування попиту і пропозиції, ціноутворення, налагодження міцних міжрегіональних і міжнародних торгових зв'язків, контролю за емісією і обігом цінних паперів.

Особливістю всіх російських бірж була велика представницька діяльність, доброчинство, сприяння розквіту культури та мистецтв. Саме така їх діяльність мала в майбутньому підняти до розряду почесних професію біржовика. Однак події 1917 р. не лише не дозволили здійснити заплановане, навпаки, декільком поколінням у наших країнах довелося жити в суспільстві, що було повністю протилежне минулому задуму. Була знищена економічна свобода, її основа – приватна власність. Вони були замінені державним розподілом ресурсів, вічним дефіцитом усього. Непотрібними виявилися дослідження вчених та юристів, до яких знову звертаємося сьогодні, в період ринкового реформування економіки в Україні через понад 80 років. Актуальності ці дослідження й досі не втратили, їх можна використовувати і вченим, і законодавцям у процесі законотворчого забезпечення становлення строкового (ф'ючерсного) ринку.

2.3. Становлення біржової торгівлі в Україні

Історія біржової торгівлі в Україні починає свій відлік відкриттям у 1796 р. Одеської товарної та у 1834 р. Кременчуцької біржі.

Про ставлення до біржі на теренах тодішньої України свідчить видана у 1916 р. у Києві «Біржова енциклопедія», де сказано: «І донині панує погляд, що біржа є інститут винятково небезпечний і злісний, котрий потрібно тримати обіруч, з одного боку, оберігаючи державний кредит від зловмисних посягань на курси фондів, з другого – оберігаючи обивательських карасів від біржових щук і акул, турботливо закриваючи їм, що не доросли до розуміння власних інтересів, доступ до забороненого капища золотого тільця».

Взявши за основу класифікацію етапів становлення біржового руху в Україні, яка наведена у монографії за редакцією П. Т. Саблука та О. М. Шпичака¹⁶, запропонуємо її у дещо модифікованому вигляді, а саме:

1) *1796–1860 рр. Відкриття першої товарної біржі* (м. Одеса) і початок біржового руху. Торгівля здійснювалася невеликими партіями зернових та різними промисловими виробами. Біржа була створена для обслуговування іноземних торговців і діяла на постійній основі за європейським зразком.

2) *1861–1914 рр. Активізація біржової торгівлі у всіх центрах України, їх спеціалізація.* Будуються залізниці, елеватори, банки. 11 бірж спеціалізуються на окремих видах продукції, а саме: хлібні, фруктові, м'ясні, винні та інші. Найбільший оборот мали Київська товарна біржа¹⁷, яка спеціалізувалася на торгівлі цукром, Миколаївська – хлібна та Одеська – зернова.

¹⁶ Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / за ред. П. Т. Саблука та О. М. Шпичака. – К., 1997. – С. 85.

¹⁷ На початку ХХ ст. через Київську біржу було продано більше половини цукру, виробленого в Україні, і не менше однієї третини цукру Російської імперії.

3) 1914–1921 рр. **Повне припинення діяльності** (запропоновано автором. – О. С.). Вважаємо за необхідне виокремити такий етап, оскільки після Першої світової війни та Жовтневого перевороту біржі уже не відродилися такими, якими вони існували до цього.

4) 1921–1928 рр. **Відродження біржової торгівлі в період НЕПу**. Відродилися біржі, які функціонували до 1914 р., однак це були біржі, на яких торгували різним товаром, у тому числі нетрадиційним, таким як бакалія, годинники, одяг тощо. Позитивна роль цих бірж була у тому, що вони зібрали статистику повного виробництва та торговельного обороту у більшовицькій Росії. У 1930 р. Постановою Ради народних комісарів діяльність бірж була зупинена в результаті проведеної колективізації та повного одержавлення економіки.

5) 1990 р. **Відродження біржової торгівлі**. Третій «біржовий бум», який відбувся в 1991 р. на теренах колишнього СРСР, викликав швидке зростання кількості структур, у назві яких було слово «біржа». Лише в Україні на початок 1992 р. їх зареєстровано 87. Ця цифра, незважаючи на надвисокий податковий тиск (75% з доходу в 1992 р.), не зменшувалася до початку 1996 р. окрім того, цей процес триває досі. Як вказувалося вище, за станом на 01.04.2012 р. в Україні було 569 бірж.

6) 1992 р. **Припинення розвитку біржової торгівлі** в зв'язку з прийняттям закону про оподаткування доходу від біржової діяльності. Вважаємо за доцільне виділити цей і наступний етапи, оскільки саме в цей час відбуваються значні зміни в процесі біржового будівництва.

7) 1995–1996 рр. **Поворотний момент розвитку бірж в Україні**. Активну участь у становленні біржових сировинних ринків бере уряд. Приймаються концепції розвитку біржових сільськогосподарських та фондових ринків, видаються Укази Президента України з проблем біржового будівництва.

8) 1997 р. **до нашого часу. Зростання кількості бірж**. Створення саморегулювальних організацій, спроби впровадження строкових контрактів.

Здебільшого біржі засновували органи влади на місцях або в центрі (Головпостач, Міністерство сільського господарства і продовольства, інші відомства). Біржі України різноманітні за своєю структурою, складом учасників, правилами біржової торгівлі. При їх становленні засновники, як правило, не ставили перед собою завдання щодо концентрації біржового обігу для творення ринкових цін на сировину, капітали та валюту. Біржі, особливо товарні, засновувалися як гуртові посередники і, як правило, на них торгували і досі торгують дрібними партіями різноманітних товарів, які у світовій практиці не є об'єктами біржової торгівлі.

На початку їхньої діяльності справжній біржовий товар не міг бути предметом торгів через його державне фондування. Яскравим підтвердженням сказаного є дискредитація Української аграрної біржі (м. Київ). Створювалася вона в 1995 р., коли тодішні керівники Мінсільпроду почали усвідомлювати необхідність механізму ринкового ціноутворення на сільськогосподарську сировину, передусім зерно, цукор, м'ясо тощо. Однак всі зусилля біржовиків, що поступово впроваджували контракти спот і, особливо форвард, були зведені восени 1996 р. нанівець через блокування відвантаження у регіонах. Обласні адміністрації наклали вето на невеликий урожай і товару не відвантажили, навіть за умови отримання грошових завдатків за форвардними контрактами. Натомість колгоспи, а отже, і обласні бюджете-

ти знову залишалися без коштів. І, що найстрашніше, ніхто не втрутився, і закон не захистив покупців форвардів. Після цієї кризи аграрної біржі, на яку покладалося стільки надій, ілюзії про біржу як великого гуртового розподільника реальних товарів в Україні практично розвіялися.

Аналогічні тенденції тривають досі. Статистика свідчить: у 1997 р. кожен третій форвардний контракт на зернові культури, укладений на аграрних і товарних біржах, не був виконаний. Компанія «W.J. Export-Import, Inc.» – зерновий трейдер із США на українському аграрному ринку за декілька років зазнала збитків на суму 3,5 млн. дол.¹⁸

Перші біржі, створені у 90-х р. ХХ ст. в Україні, були товарними, як правило, універсальними. Згодом при великих товарних біржах почали виникати фондові відділи, але вони згодом перестали функціонувати.

Сьогодні основну частину біржового обігу забезпечують 10 найбільших бірж України:

- ✓ Фондова біржа ПФТС;
- ✓ Фондова біржа УБ (ПАТ «Українська біржа»);
- ✓ Українська фондова біржа;
- ✓ Українська універсальна біржа;
- ✓ Українська міжбанківська валютна біржа (ПрАТ «УМВБ»);
- ✓ Аграрна біржа;
- ✓ Київська агропромислова біржа;
- ✓ ТБ «Перша незалежна біржа»;
- ✓ Чорноморська товарна біржа;
- ✓ Універсальна товарно-сировинна біржа.

Функції, які виконують вітчизняні фондові біржі, полягають у забезпеченні регулярного функціонування організованого ринку цінних паперів і похідних фінансових інструментів. Всі торги відбуваються в електронних системах. Слід зазначити, що всі операції, які відбуваються на фондових біржах, суворо регулюються державою. В Україні функцію регулятора фондового ринку виконує Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, вона видає ліцензії й регулює правила взаємодії між усіма учасниками фондового ринку країни. Також комісія здійснює державний контроль, що стосується випуску та обігу цінних паперів та їх похідних¹⁹.

Основними функціями валютної біржі є організація торгів і укладання угод з купівлі-продажу іноземної валюти з членами біржі, здійснення котирування поточного ринкового курсу гривні, визначення поточних курсів іноземних валют щодо гривні, організація операцій НБУ щодо регулювання курсу національної валюти, проведення розрахунків в іноземній валюті згідно з укладеними на біржі угодами. На сьогодні ПрАТ «УМВБ» є біржею, яка здійснює організацію торгівлі фінансовими інструментами (цінними паперами, репо, деривативами як фінансовими, так і това-

¹⁸ Крот Ю. Зерновика України об'єднують в преддвері колоссального дефіцита зерна и продовольствия, который прогнозируется специалистами Мирового банка на начало следующего тысячелетия / Ю. Крот // Капитал. – 1998. – №4(121). – С. 127.

¹⁹ Про діяльність «Української біржі» [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української біржі». – Режим доступу : <http://www.ux.ua>.

рними) та розрахунки і кліринг за укладеними на біржі угодами з забезпеченням механізмів управління ризиками та системи гарантій з виконання угод.²⁰

На товарних біржах укладаються контракти як із традиційним біржовим товаром, так і з транспортними засобами, нерухомим майном, проводяться аукціони з продажу військового майна тощо. Крім того, вони надають додаткові послуги для збору, обробки та поширення інформації, пов'язаної з кон'юнктурою ринку, виконують рекламно-видавничу діяльність, аукціони з продажу об'єктів приватизації, сільськогосподарської продукції та промислових товарів, пропонують консультаційні, інформаційні та юридичні послуги.

Структура біржового обігу України незаперечно підтверджує, що товарні біржі в нашій країні, починаючи від етапу їх відродження у 1990 р., практично виконували роль примітивного посередника.

Для виправлення даної ситуації у 2003 р. чотирнадцять бірж України створили Асоціацію «Союз бірж України». Засновниками стали:

- ✓ Київська агропромислова біржа «Київагропромбіржа» (м. Київ);
- ✓ Товарна біржа агропромислового комплексу центральних областей України (м. Черкаси);
- ✓ Кримська універсальна біржа (м. Сімферополь, АР Крим);
- ✓ Луганська агропромислова товарна біржа (м. Луганськ);
- ✓ Тернопільська агропромислова біржа (м. Тернопіль);
- ✓ Товарна біржа «Катеринославська» (м. Дніпропетровськ);
- ✓ Товарна біржа «Українська ф'ючерсна біржа» (м. Київ);
- ✓ Чернігівська обласна товарна агропромислова біржа (м. Чернігів);
- ✓ Чорноморська товарна біржа агропромислового комплексу (м. Миколаїв);
- ✓ Українська універсальна біржа (м. Полтава);
- ✓ Одеська товарна біржа (м. Одеса);
- ✓ Універсальна біржа «Примус» (м. Краматорськ Донецької обл.);
- ✓ Універсальна біржа «Україна» (м. Харків);
- ✓ Рівненська міжрегіональна універсальна товарно-майнова біржа «Прайс» (м. Рівне).

Основною метою діяльності Асоціації є підвищення ефективності біржового товарного ринку, підвищення інтегрованості та прозорості ціноутворення на аграрну продукцію та земельні ресурси, сприяння розвитку та функціонуванню відкритих ринків землі та товарів, сприяння розвитку вільної конкуренції на товарних біржах і впровадження на них зовнішньоекономічної діяльності²¹.

Асоціація успішно функціонує й досі. На даний момент Асоціація «Союз бірж України» активно співпрацює з NYSE Euronext. Головною метою співпраці є подальша організація українського ринку біржових товарних деривативів.

²⁰ Українська міжбанківська валютна біржа [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української міжбанківської валютної біржі». – Режим доступу: <http://www.uice.com.ua>.

²¹ Про Асоціацію [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Асоціації «Союз бірж України». – Режим доступу: http://www.sabu.org.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=64&Itemid=156&lang=uk.

2.4. Особливості функціонування бірж в Україні на початку XXI ст.

В Україні й досі не створена біржа, яка відповідає б своїй ролі регулятора стихійних процесів ціноутворення базових активів. Жодна із функціонуючих у 2014 р. в Україні бірж не відповідає за суттю класичному поняттю біржі ні в економічному, ні в організаційному аспектах.

Практика біржового будівництва не створила кола біржових товарів, не запровадила торгівлі стандартизованими контрактами на жоден з базових активів. Закони України, що регулюють біржову діяльність (Закони України «Про товарну біржу», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», «Про цінні папери і фондовий ринок»), прийняті у період незалежності України і не стимулюють впровадження в практику сучасного біржового механізму. Ці законодавчі акти доволі поверхневі, не містять ряду головних аспектів створення строкового ринку. Із вертикальним структуруванням ринку на ринок «спот», тобто нинішніх центральних ринкових цін базових активів: сировинних товарів, капіталу та валюти; та строковий (ф'ючерсний), ринок майбутніх цін – Україна суттєво спізнилася. Ринок строкових контрактів (форвардних, ф'ючерсних, опціонних) при нестабільній економіці, різких змінах цін на сировину, інфляції дозволяє виконувати страхові, хеджеві операції, які дозволяють істотно зменшувати фінансові ризики. Без прогнозних цін та курсів, які офіційно котируються і використовуються бізнесом, розвиток промисловості й торгівлі у великих обсягах практично неможливий. Не лише податковий тиск, що є великим тягарем і поглиначем обігових коштів бізнесових структур, був причиною затяжної кризи виробництва. Одна з важливих причин – це відсутність механізмів регулювання ринкової вартості власних майбутніх матеріальних та грошових потоків. В Україні практично відсутній механізм прогнозування цін та курсів.

Перші спроби запровадження ф'ючерсних контрактів на 1000 дол., 1000 DM, 5 млн. російських рублів на Українській універсальній товарній біржі точно спрогнозували початковий курс гривні напередодні грошової реформи. Однак ці контракти були нестандартизовані, неузгоджені з Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, оскільки аналогічного органу для регулювання строкового товарного (ф'ючерсного) ринку в Україні не існує.

Українська міжбанківська валютна біржа (Ukrainian Interbank Currency Exchange) була заснована 21 липня 1993 р. Засновниками біржі стали 40 найпотужніших комерційних банків України. На сьогодні УМВБ відіграє першорядну роль у розвитку біржового ринку в країні.

Протягом усього періоду розвитку УМВБ була основним організатором торгівлі в самому широкому спектрі біржових інструментів: валютою (у т. ч. валютні ф'ючерсні контракти – USD, DEM, RUR), акціями підприємств, що приватизуються, облігаціями внутрішньої державної позики (у тому числі конверсійні ОВДП), векселями, банківськими (монетарними) металами, енергоресурсами, нафтопродуктами тощо.

На сьогодні ПрАТ «УМВБ» проводить торги такими інструментами: у товарно-му сегменті – енергоресурси (нафта, газовий конденсат, стабільний газовий бензин); у фондовому сегменті – акціями підприємств, що приватизуються. З листопада 2003 р. УМВБ розпочала торги ф'ючерсними контрактами, базовим активом яких є курси іноземних валют, крос-курси іноземних валют, а також ціна нафтового кошика УМВБ.

З 20 червня 2002 р., у зв'язку з вимогами законодавства гуртова торгівля банківськими металами (золото, срібло, платина, паладій) переведена на майданчик дочірньої структури ЗАТ «УМВБ» – Універсальної товарної біржі «Контрактовий дім УМВБ», зареєстрованої 26 грудня 2001 р. На даний час УТБ «Контрактовий дім УМВБ» є єдиним організатором оптової торгівлі банківськими металами в Україні²².

З початку 2008 р. УМВБ налагоджує активне співробітництво з NASDAQ OMX з метою створення в Україні цілісної цивілізованої структури фондового ринку та якісного обслуговування потреб учасників, інвесторів та емітентів як вітчизняних, так і міжнародних. У середині лютого УМВБ разом з НБУ та провідними учасниками фондового ринку бере участь у створенні ВАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» (ВДЦП) як майбутнього центрального депозитарію України. В травні 2008 р. УМВБ підписує ряд угод з NASDAQ OMX у сфері співробітництва та впровадження нових технологій. В межах роботи над проектом впровадження нових технологій УМВБ розробила та впровадила новий користувацький термінал FTN Trade/FTN Monitor, який було презентовано учасникам ринку в червні 2008 р., та який пройшов успішне тестування у 25 учасників ринку²³.

Набагато більше нерозв'язаних питань на сировинних ринках України, в тому числі найважливіших (аграрно-сировинному та енергетичному). Єдиної державної політики щодо структурування цих ринків на спот і ф'ючерсний (строковий) досі немає. Кожне галузеве міністерство створює у 1995–1996 рр., переломних для біржової торгівлі в Україні у ставленні до цього інституту урядових структур, свої відомчі біржі: Українську аграрну біржу (УАБ), енергетичний ринок тощо – замість законодавчої підтримки діючих бірж.

Проте, незважаючи на всі труднощі минулих років, спотовий зерновий ринок України може бути створений протягом декількох років, оскільки уже з'явилися сертифіковані елеватори, діяльність яких на законодавчому рівні регулюється Законом України «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва»²⁴. Елеватори є важливою ланкою в ефективному функціонуванні зернового ринку. Отримавши сертифікат відповідності послуг зі зберігання зерна та продуктів його переробки, елеватор отримує статус сертифікованого складу відповідно до Закону України «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва», а також право видавати складські свідоцтва.

²² [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.uice.com.ua.

²³ Історія УМВБ [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української міжбанківської валютної біржі». – Режим доступу : <http://www.uice.com.ua/node/8>

²⁴ Закон України «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва» [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2286-15>.

Слід підкреслити, що для отримання сертифіката відповідності зерновий склад повинен пройти сертифікацію у територіальному органі Державної інспекції з контролю якості сільськогосподарської продукції та моніторингу її ринку. Вартість сертифікації одного складу залежно від його місткості (від 10 тис. тонн до 150 тис. тонн) варіюється від 1500 до 7000 грн. відповідно, а діє цей сертифікат лише протягом одного року. Отже, беручи до уваги однорічну дійсність сертифіката відповідності, процедуру його отримання можна назвати бюрократично та фінансово виснажливою²⁵.

Це цікаво!

Вітчизняною пшеницею торгують в Америці.

Влітку 2012 р. на Чиказькій товарній біржі з'явився новий ф'ючерс на пшеницю FOB Black Sea, який отримав назву причорноморський ф'ючерс. Цей ф'ючерс безпосередньо пов'язаний з фізичним постачанням продовольчої пшениці з ринку зерна Чорноморського регіону.

Розмір контракту становить 5 тис. бушелів (136 тонн), при цьому поставки будуть здійснювати в липні, вересні, грудні, березні і травні. Базовим активом є борошномельна пшениця, яка поставляється на умовах FOB в п'ять українських портів: Одеса, Іллічівськ, Севастополь, Південний та Миколаїв, а також в три російських і один румунський порт.

В перший день торгів у Чикаго було укладено всього три угоди. Проте експерти вважають, що причорноморський ф'ючерс з часом буде затребуваним, оскільки досі продаж контрактів на причорноморську пшеницю не мав прямого механізму управління ризиками, а індикаторами ціни були контракти, які уклалися на Чиказькій товарній біржі для пшениці сорту Soft Red Winter (SRW). Однак фізичні обсяги ринку пшениці цього сорту є незрівнянно меншими порівняно з обсягами продажів аналогічної за характеристиками причорноморської пшениці (два-шість мільйонів тонн на рік проти майже 15 мільйонів).

Крім того, експерти прогнозують можливість появи згодом ще одного контракту – кукурдза, FOB Black Sea²⁶.

Таким чином, зміни, оприлюднені у законопроекті «Про внесення змін до законодавчих актів України щодо скорочення кількості документів дозвільного характеру» щодо скасування сертифіката відповідності, означатимуть звільнення відповідних суб'єктів ринку зерна від обов'язку отримання цього документа дозвільного характеру, що відповідно зніме з них значний бюрократичний та фінансовий тягар, а отже, облегшить ведення бізнесу. Проте слід наголосити, що відповідні зміни повинні бути внесені і до Закону «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва» та пов'язаних законодавчих актів, що в проаналізованій редакції законопроекту не передбачено²⁷.

²⁵ Дозвільна система зернового ринку: спроба спрощення [Електронний ресурс] / Адвокатське об'єднання «Волков і Партнери». – Режим доступу : <http://www.vk-partners.com/site/?act=home&code=news&id=542&setlang=ua>.

²⁶ На Чиказькій біржі почали торгувати українською пшеницею [Електронний ресурс] / УНІАН. – Режим доступу : <http://economics.unian.net/ukr/news/129800-na-chikazkiy-birji-pochali-torguvati-ukrajinskoyu-pshenitseyu.html>.

²⁷ Дозвільна система зернового ринку: спроба спрощення [Електронний ресурс] / Адвокатське об'єднання «Волков і Партнери». – Режим доступу: <http://www.vk-partners.com/site/?act=home&code=news&id=542&setlang=ua>.

В умовах скорочення виробництва, яке наразі властиве Україні, закономірним є прискорення біржових процесів, розширення асортименту біржових товарів, і навпаки. Тому для нашої країни характерне зростання універсальних товарних бірж.

Особливостями українських товарних бірж порівняно з західними є малий статутний капітал, універсальність та низький рівень спеціалізації.

Розглянемо механізм функціонування товарних бірж в Україні на прикладі «Аграрної біржі» – єдиної державної товарної біржі в Україні, заснованої у 2005 р. Вона надає рівні умови для всіх учасників біржової торгівлі та сприяє розвитку ринку товарних деривативів, базовим активом яких є сільськогосподарська продукція.

Впродовж останніх років «Аграрна біржа» займає провідну роль у торгівлі сільськогосподарськими товарами на умовах спот і форвард.

Під час біржових торгів можуть бути укладені контракти, що пов'язані з: 1) негайною (від 1 до 5 днів) взаємною передачею прав та обов'язків щодо реального товару (спотовий контракт, дод. 2.1); 2) відстроченою (від 30 до 360 днів) взаємною передачею прав та обов'язків щодо реального товару з авансовою проплатою (форвардний контракт, дод. 2.2).

Підставою для оформлення біржового контракту є протокол та відомість торгової сесії та оформлені картки брокерів з підписом реєстратора.

Аграрний фонд, який має повноваження здійснювати фінансові та товарні інтервенції на аграрному ринку, через свого уповноваженого представника має право втрутитися у хід ведення торгів, якщо ціни біржових угод протягом дня різко підвищуються або знижуються відносно встановлених мінімальних та максимальних інтервенційних цін, а також має місце невірна інформація, яка негативно впливає на результати торгів.

Суттєвою відмінністю вітчизняних товарних бірж донедавна була відсутність у них можливості здійснювати торги за допомогою електронних торговельних систем. Наприклад, на Лондонській біржі металів торгівля відбувається на трьох торгових майданчиках: через торги в «кільці» (місце, де трейдери фізично присутні на торговому майданчику біржі та торгуються голосом), через міжофісний ринок телефонного зв'язку та через *LMEselect* – електронний торговий майданчик біржі.

У 2012 р. «Аграрна біржа» в тестовому режимі запустила свою електронну торгову систему (ЕТС). Торги відбуватимуться в режимі реального часу за анонімним принципом, що виключає будь-яку можливість змови на ринку та допоможе зробити торгівлю на аграрному ринку України прозорою. Головною метою її створення є розширення ринків збуту, гарантія виконання угод, економія часу та коштів для представників бізнесу. Скористатися перевагами електронної платформи зможуть всі учасники ринку. В майбутньому доступ до електронної системи планують надати і закордонним покупцям.

Як свідчить досвід закордонних бірж, робота з електронною платформою спрощує та пришвидшує діяльність компаній, які шукають нові ринки збуту, але стикаються с проблемами українського аграрного ринку, а саме: ненадійністю розрахунків, залежністю від цінової політики елеваторів та закупівельників, не прогнозованою зміною ціни на сам товар.

На першому етапі функціонування ЕТС впроваджено використання гарантійного забезпечення для взяття участі в торгах у вигляді грошових коштів, яке спрямо-

ване на гарантування виконання своїх зобов'язань учасниками торгів. Гарантійне забезпечення відображається на відповідному рахунку учасника торгів в ЕТС (рис. 2.1).

Рахунок	Тип	Значення
на рахунку	+	400 000 000,00
продано		0,00
куплено		0,00
блоковано по заявкам	-	1 004,00
блоковано за угодами	-	8 022,00
знято	-	0,00
знято оброблено		0,00
вільні	=	399 990 974,00

Рис. 2.1. Рахунок учасника торгів в ЕТС

На другому етапі функціонування ЕТС буде впроваджено блокування грошових коштів та складських свідоцтв на відповідних рахунках учасника торгів. Цей механізм забезпечить більш швидкий перехід прав власності на біржовий товар та рух коштів, а також гарантування виконання своїх обов'язків учасниками торгів.

Отже, запровадження такої електронної торгової системи дасть можливість: виробникам продавати свою продукцію за максимальними ринковими цінами; встановити еталонні ціни у всіх областях України; гарантувати розрахунки за контрактами; торгувати в будь-якому місті, використовуючи мережу Інтернет; забезпечити анонімність торгів; розширити можливості для торгівлі; відображати ціни на товари в реальному часі; подавати заявки та укладати угоди в реальному часі; забезпечити рівний доступ для всіх учасників ринку.

Електронні системи впроваджує також нещодавно створена товарна біржа «Українська енергетична біржа» (ТБ «УЕБ»). Діяльність її пов'язана з організацією торгівлі на ринку електроенергії і на ринках енергоносіїв, таких як вугілля, біопаливо та ін.

УЕБ забезпечує організаційні, технологічні, правові та інші умови для організації функціонування та розвитку ринків біржової торгівлі електроенергією та енергоносіями, а саме електроенергією, вугіллям, нафтопродуктами та біопаливом.

Українська енергетична біржа є відкритим торговим майданчиком, на якому зустрічаються виробники і постачальники товарів та формуються ринкові справедливі ціни для кожного з учасників ринку.

Забезпечення торгівлі на ринках електроенергії та енергоносіїв включає організацію і проведення електронних спотових торгів товарами, що з часом дозволить створити необхідну ліквідність для запуску строкового ринку енергоносіїв.

Українська енергетична біржа є членом Європейської бізнес-асоціації (ЕВА), а також Асоціації учасників ринку альтернативних видів палива та енергії України, спільно з якими реалізується ряд проєктів зі створення біржових ринків.

У рамках створення нової моделі ринку електроенергії України ведеться активна співпраця з основними вітчизняними енергетичними компаніями та державними органами, а також провідними європейськими енергетичними біржами. Основні принципи діяльності біржі базуються на впровадженні ефективних механізмів біржової торгівлі на ринках електроенергії та енергоносіїв, а також на втіленні світового досвіду біржової торгівлі в Україні²⁸.

Діяльність даної біржі допоможе створити прозорий і зрозумілий для всіх механізм встановлення ринкової ціни на електроенергію та інші енергоресурси, а також підвищення енергетичної безпеки України²⁹. Оскільки електрична енергія є одним з найважливіших видів енергії, в останні десятиліття в усьому світі відбуваються радикальні зміни у бік лібералізації та реорганізації основ функціонування цього ринку. Сьогодні практично в усіх країнах ЄС створено вільний ринок електроенергії, а всі споживачі мають право і можливість самостійно обирати постачальника. Україна не стала винятком, і вже зараз на вітчизняному ринку електроенергії впроваджуються реформи, спрямовані на формування прозорого конкурентного ринку електроенергії.

Електроенергія у усьому світі вже давно є біржовим товаром. Цей товар має свої специфічні особливості:

- ✓ властивості такого товару, як електроенергія, можуть змінюватися в часі;
- ✓ процеси виробництва та споживання електроенергії збігаються в часі, а обсяги виробленої та спожитої електроенергії однакові в кожен момент часу;
- ✓ неможливо створити запаси електроенергії як готового товару;
- ✓ точні обсяги генерації і споживання електроенергії не можна спланувати заздалегідь;
- ✓ властивості такого товару багато в чому залежать не тільки від постачальника, а й від самого споживача³⁰.

Україна в 2013 р. збільшила експорт електроенергії на 1,2% порівняно з 2012 р. – до 9,861 млрд. кВт год. Поставки електроенергії у напрямку Угорщини, Словаччини та Румунії зросли на 13,6% порівняно із 2011 р. – до 4,367 млрд. кВт год. Поставки електроенергії до Польщі за підсумками 2013 р. становили 1,29 млрд. кВт год., що на 2,4% менше, ніж у 2012 р.

Білорусь у 2013 р. імпортувала 3,2 млрд. кВт год. української електроенергії, що на 25,9% менше, ніж у 2012 р. Крім того, Україна поставила до Молдови 1,455 млрд. кВт год., що на 72,1% більше, ніж у 2011 р. Експорт електроенергії в Росію становив 6,4 млн. кВт год., тоді як у 2012 р. він не здійснювався.

Таким чином, експорт електроенергії в напрямку країн Центральної Європи за підсумками 2013 р. зріс на 11,3% – до 5,396 млрд. кВт год.³¹

²⁸ Українська енергетична біржа [Електронний ресурс] / Офіційний сайт УЕБ. – Режим доступу : <http://www.ueex.com.ua/ukr/ueex/>.

²⁹ Там само.

³⁰ Там само.

³¹ Повідомляє прес-служба Міністерства енергетики та вугільної промисловості України.

Вищезазначене свідчить про нагальне завдання щодо створення в Україні біржового майданчика для торгівлі електроенергією.

Як правило, понад 40% бірж України зовсім не торгують, відбувається постійний процес реорганізації цих структур, деякі з них не можуть виконувати функцій, властивих класичним біржам. І хоч за кількістю бірж Україна випередила загалом західний світ, народжуються нові й нові структури цього типу. З моменту виходу другого видання підручника «Біржова справа» в 2008 р. їх кількість зросла ще на 80.

Досі, відповідно до ст. 9 Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності», біржова діяльність не входить у перелік видів господарської діяльності, що підлягають ліцензуванню (за винятком фондової), та не сертифікується, хоча на цьому наполягають самі біржовики.

Ліцензування є ефективним засобом державного регулювання діяльності товарних бірж. Законодавство багатьох країн, у тому числі й Росії, Казахстану та Вірменії, передбачає необхідність одержання ліцензії на право здійснення біржової торгівлі товарною біржею.

Коефіцієнт ліквідності укладених угод (співвідношення обсягів укладених угод до обсягів пропозицій) за 9 місяців 2013 р. на біржах країни становив 84,7%. Найбільший коефіцієнт ліквідності спостерігався на агропромислових біржах (97,8%), універсальних біржах (92,6%), товарно-сировинних та товарних біржах (75,5%).

Таблиця 2.1

Результати діяльності за 9 місяців 2013 р. найбільших бірж України

Біржі	Обсяги укладених угод		Кількість укладених угод	Середня вартість укладених угод, тис. грн.
	у млн. грн.	у % до підсумку		
Аграрна біржа	7060,8	35,9	2518	2804,1
Товарна біржа «Перша незалежна біржа»	7056,6	35,9	435	16222,1
Товарна біржа «Іннекс»	1512,1	7,7	135	11200,7
Товарна біржа «Київська агропромислова біржа»	1077,2	5,5	12226	88,1
Усього	19641,8	100	36323	540,8

Джерело: Експрес-випуск державної служби статистики України від 03.12.2013 р.

Порівняно з відповідним періодом 2012 р. обсяги укладених угод з купівлі-продажу палива збільшились на 57,3%, лісоматеріалів, деревини та виробів із деревини – на 50,2%, продукції з рослинництва – на 11,4%, тоді як обсяги укладених угод з купівлі-продажу продукції тваринництва зменшились на 52,9%, будівельних матеріалів – на 16,4%.

В Україні сьогодні гостро відчувається криза універсальної товарної біржі. Дещо кращою є доля фондових бірж. Разом із становленням ринку цінних паперів в Україні створені і розгорнули свою діяльність позабіржові системи комп'ютерного кодування цінних паперів (ПФТС), і саме їм віддають перевагу торговці.

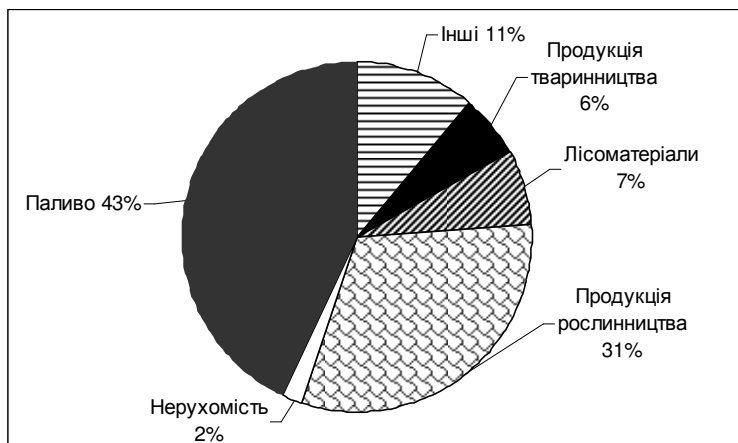


Рис. 2.2. Структура укладених угод за товарними групами на біржах України за 9 місяців 2013 р.³²

Причинами кризи біржі реальних товарів в Україні є такі.

Першою і головною причиною можна вважати відсутність цілісної політики держави щодо біржового руху загалом. Неможливо будувати ринкові відносини без структурування ринку на вертикалі: на ринок теперішніх цін (спот), причому саме центральні ринкові ціни на сировину, капітал та іноземну валюту; і ринок майбутніх цін (ф'ючерс) на ці найважливіші активи.

Сировинні товари, капітал, іноземна валюта – це активи, ціни та курси яких відіграють вирішальну роль в економіці. Без визначення теперішніх цін та їх майбутніх прогнозів бізнес не може розвиватися.

Крім цього, сировина як сільськогосподарська, так і енергоносії, що є основою будь-якого виробництва, – це товари, попит на які майже нееластичний за цінами. Для зменшення споживання, наприклад, енергоносіїв, необхідно змінити конструкцію двигунів або зменшити парк машин, що за короткий час зробити неможливо. Або інший, не менш красномовний приклад – це споживання хліба в Україні, обсяги якого, незважаючи на суттєве зростання цін, не зменшуються. Для цього потрібно змінити раціони харчування, набір споживчого кошика, а на це потрібні роки.

Сировинний товар, а Україна, як відомо, є сировинною країною, потребує специфічних механізмів для формування прогнозних ринкових цін, де величезна кількість продавців та покупців щомиті змінюється, а саме їх рівновага робить еластичним ціноутворення і зменшує цінові коливання.

В Україні, на наш погляд, вже не потрібні біржі у тому вигляді, якими вони є сьогодні. Потрібно створити біржу ф'ючерсну (регулятор і страховий орган) для сировини та фінансових ринків.

Друга причина – недосконалість біржового законодавства. Закони України «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про товарну біржу» та інші економічні закони не створюють ціліс-

³² Про діяльність бірж України за 9 місяців 2013 року [Електронний ресурс] / Експрес-випуск Державної служби статистики України. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

ного правового поля для структурування ринку та впровадження у біржову практику похідних фінансових інструментів. У новому Цивільному кодексі³³ також не закріплені операції з похідними фінансовими інструментами, ф'ючерсами, опціонами, свопами та відповідальність за їх невиконання, процедура судового оскарження й арбітражу.

Законодавство в Україні неоднозначно трактує статус бірж. У двох законах статус товарної та фондової бірж різний. В одному документі біржа – некомерційна організація (ЗУ «Про товарну біржу»), в іншому – акціонерне товариство (ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок»). Обидва законодавчі акти незначні за обсягом, до них не включені вимоги до забезпечення умов для ціноутворення методом чистої конкуренції збалансованої ринкової ціни або курсу. Не обумовлюються і не характеризуються похідні цінні папери, ф'ючерси та опціони, форвардні та ф'ючерсні угоди тощо.

Не визначається комерційна діяльність біржі, пов'язана з організацією біржових торгів, транспортно-експедиційною, складською, інформаційно-видавничою, рекламною та іншими, що забезпечують біржові торги, ціноутворення та можливість спекулятивних, хеджевих та арбітражних операцій. Забороняється має лише укладання самих біржових угод від імені біржі, а всі інші, спрямовані на поліпшення організаційних умов торгів, спрощення розрахунків, забезпечення ліквідності тощо, повинні дозволятися.

Третя причина кризи універсальної біржі в Україні – наявність на ній небіржового товару, що робить неможливими розрахунково-клірингові операції. Тобто при загальному шахрайстві на ринку, невиконанні своїх зобов'язань поза біржами запровадити систему відчутних грошових завдатків – депозитів і підтримуючої маржі – просто неможливо. І тому з 1991 р. брокерські контори, особливо російські, що мали місця на кількох біржах, виставляли той самий товар на різних біржах, і якщо його продавали на всіх, то обирався найкращий варіант, всі інші відкидалися.

Саме через специфічну процедуру розрахунків (кліринг) ліквідність біржових угод досягає 100%. І коли йдеться про реальний товар з негайною поставкою при значних коливаннях цін, то за спотовими операціями від продавця вимагається поставка товару на біржовий склад до торгів у залі, від покупця – 100% передоплати. За форвардними контрактами практикуються відчутні депозитні внески у розмірі 30–50% від вартості товару від обох сторін. Всі ці внески надходять через розрахункові фірми до розрахункових (клірингових) палат біржі.

Із обігу має зникнути небіржовий товар. Треба якомога швидше запровадити на цих біржах строкові контракти з системою клірингових розрахунків на основні види сировини, валюти, держоблігацій тощо. На законодавчому рівні Міністерству фінансів та Національному банку України слід визначити статус клірингових палат або центрів. Всі ми були свідками краху вже строкового (ф'ючерсного) валютного ринку Росії, спричиненого московськими міжбанківськими кризами 1995 і 1998 р. Збанкрутували банки, що виконували роль розрахунково-клірингових центрів

³³ Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради (ВВР). 2003. – № 40–44. – Ст. 356. (Із змінами, внесеними згідно із Законами України № 980-IV (980-15) від 19.06.2003 р. (ВВР. – 2004. – № 2. – Ст. 6); № 1255-IV (1255-15) від 18.11.2003 р. (ВВР. – 2004. – № 11, Ст. 140); № 1713-IV (1713-15) від 12.05.2004 р. (ВВР. – 2004. – № 33–34. – Ст. 403).

ф'ючерсних бірж, та біржі, на яких депозитні внески просто присвоїли керівники, що призвело до краху ф'ючерсного ринку загалом.

Четвертою причиною кризи універсальної товарної біржі в Україні було те, що біржова лихоманка відбувалася на неіснуючому ринку. Тому не дивно, що ринок і досі не функціонує належним чином, оскільки він не структурований вертикально (на спотовий та ф'ючерсний). В Україні ринок також не структурований горизонтально. Досі нема чіткої взаємодії біржового та позабіржового ринку сировини. Те, що називають ринком нерухомого майна, практично є ринком помешкань, де еквівалентом виступає чужа валюта (долар США). Ринок землі в Україні і пов'язаний з ним іпотечний відсутні. А без вартості землі – основного засобу виробництва на селі визначити собівартість сільськогосподарської продукції і пов'язати її з ринковою ціною продукту неможливо. Аналогічний стан справ на фінансовому ринку, ринку грошей, позик і на пов'язаному з ними ринку боргових зобов'язань, де Національний банк монополярно визначає ціну грошей у вигляді облікової ставки.

Ось і виходить: бірж як справжніх індикаторів ринку немає, їх і не може бути, бо немає самого ринку («для чого термометр мертвій людині?»).

Скільки існує біржовий механізм, стільки ж його переслідують кризи. Велика економічна депресія США у 30-х рр. ХХ ст. виникла після жорстокої біржової кризи, відомої як «чорний вівторок» та «чорний четвер» – 24 і 29 жовтня 1929 р. Криза була настільки жахливою, спричинила стільки жертв, що й досі сприймається як найстрашніше лихо, яке спіткало американську націю за всю історію її існування. До кризи всі американці, від домогосподарки до президента, азартно грали на фондовій біржі, купуючи та продаючи акції, курси яких щораз зростали. У вересні 1929 р. було випущено на 1 млрд. дол. більше акцій, ніж за всі вересні попередніх років.

У вівторок, 29 жовтня, о 10-й годині при відкритті біржі було запропоновано 650 000 акцій престижної корпорації по 179 доларів, тоді як 24 жовтня вони коштували 205. Покупців не було. Крах цих акцій став початком божевілля. Усі кинулися продавати. До кінця дня збитки становили понад 10 млрд. дол. Крах американської біржі спровокував крах європейських ринків, але наслідки тут були не такими жахливими, оскільки й ринки були значно меншими за обсягами. З кризи економіка США виходила надзвичайно важко і довго. Понад 130 тисяч підприємств перестали функціонувати, кожен третій американець залишився без роботи, без засобів до існування. Криза біржова стала апогеєм і каталізатором економічної кризи. Про неї написано дуже багато, однак будь-які паралелі з Україною 90-х рр. ХХ-го ст. зайві. Криза 1929–1933 рр. виникла внаслідок стихійності і безконтрольності з боку держави ціноутворення на біржовому ринку цінних паперів, коли курси акцій не відповідали реальному стану справ. У нас, в Україні, держава не усвідомлює політичного значення біржового інституту, що спричинює неабиякі економічні наслідки.

Економічні та літературні джерела, що описували біржову кризу 1929 р., підтверджують різні відмінності цих криз. Український ринок не реагує на біржову кризу, бо ринку немає, і в кризі перебувають не інструменти центрального ціноутворення, а прості посередники місцевого значення, які виникають і зникають ніким, за винятком фахівців-аналітиків, не помічені.

Біржова криза 1987 р. була також доволі болісною, особливо для Європи. Це знову був жовтень, що підтвердило слова М. Твена: «Особливо небезпечним для спекуляцій на біржі є місяць жовтень, але є ще інші досить небезпечні місяці...» – і він перелічив у довільному порядку всі місяці року.

Фахівці-економісти наголошують на монетарних та немонетарних причинах кризи. Це була енергетична криза в Європі, коли країни Перської затоки різко підняли ціни на нафту, і це була криза нерегульованих міжнародних подій у біржовій діяльності. Біржі стали міжнародними, розвиток комп'ютерної техніки дозволив збільшити обіг капіталів, розмах спекулятивних та арбітражних угод. На ринках з'явилися фальсифіковані фінансові інструменти. Однією з причин кризи 1987 р. був подвійний американський дефіцит (бюджетний та комерційний). Монетарною причиною називали коливання курсу долара, який вже не міг бути еквівалентом щодо інших конвертованих валют. Третя причина – фінансова, а саме збільшення відсоткових ставок за довгостроковими кредитами. Четверта – технічна (помилка комп'ютерів, програм тощо), оскільки з їх допомогою було прискорено виконання замовлень на продаж.

Криза, незважаючи на песимістичні прогнози, почала зменшувати свій вплив на реальну економіку вже через рік, адже відбувалася в період сильного зростання світової економіки.

Діловий світ доволі швидко вийшов із жорсткої фінансової кризи. Розпочинаючись знову ж таки з жовтня 1997 р., фінансова криза, що зародилася в Гонконгу, завдала відчутних ударів Японії, «азійським тиграм», США і навіть Росії, яка інтегрувалася у світові ринки. Україну і ця криза зачепила лише на макрорівні: міжнародні валютні організації збільшили відсотки за надані кредити. Сьогодні провідні економісти й аналітики системно вивчають російську кризу серпня 1998 р., яка відчутно вплинула і на ситуацію в Україні, де було девальвовано нову національну грошову одиницю – гривню.

Найгірша криза, яка спіткала світ у 2008 р., з часів Великої депресії розпочалась із так званої «іпотечної кризи» у США та призвела до банкрутства великих фінансових установ в Америці, декількох європейських банків, падіння біржових індексів, вартості акцій та товарів по всьому світу.

Основними причинами експерти називають надмірно експансивну грошову політику Федеральної резервної системи США, наявність величезного дисбалансу у світовій економіці, зокрема великий профіцит у зовнішній торгівлі Китаю, значний торговельний дефіцит у США, недоліки системи управління ризиками в інвестиційних банках, недосконалість регулювання фінансових ринків на національному і міжнародному рівнях³⁴.

Початком теперішньої кризи вважається серпень 2007 року, коли потужні інвестиційні банки США почали оприлюднювати величезні збитки від інвестицій в іпотечні цінні папери. Однак у той період криза не здавалася глобальною, оскільки її перебіг переважно не викликав шоку й паніки на світових фінансових ринках, а отже, було важко оцінити її справжній масштаб. Обсяг американського іпотечного

³⁴Чорнобай О. Світова фінансова криза: сутність, причини виникнення та її вплив на економіку України [Електронний ресурс] / О. Чорнобай // Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Evu/2009_13/Chornobay.pdf.

боргу за підсумками 2007 року становив близько 13 трлн. дол., що дорівнює річному ВВП країни, тоді як щоденний обсяг операцій на світовому валютному ринку – майже 2 трлн дол. За експертними оцінками, тільки 5–7% їх загальної суми пов'язані з реальною економікою, решта – спекулятивні трансакції. У структурі «глобальної ліквідності» комерційних банків частка «сильних» грошей, які створюються безпосередньо центральними банками, становить тільки 1%, а решта – так звані «near money» (майже гроші). Отже, витoki кризи слід шукати у пропорціях, які характеризують сформовану в останні десятиліття структуру грошей та співвідношення повноцінних і неповноцінних грошей (квазігрошей). При цьому точкою відліку фази кризи, що спричинила глобальне економічне «охолодження», вважають 15 вересня 2008 р. – день, коли збанкрутував один із найбільших інвестиційних банків США – «Lehman Brothers». Реакція на інформацію щодо банкрутства цього банку викликала миттєвий ефект переоцінки ризиків, а разом з тим, і панічного продажу акцій інвесторами. Це спричинило падіння ринків акцій у всьому світі³⁵.

Під час світової фінансової кризи 2007–2009 рр. світ вступив в глобальну рецесію, яка призвела до масового скорочення бізнесу, зростання безробіття і зниження державних доходів. На біржах всіх країн панувала нестабільність через кризу в секторі реальної економіки.

Світова криза виявила фундаментальні слабкості фінансових систем у всьому світі, показавши, наскільки тісно сьогодні взаємопов'язані і взаємозалежні економіки різних держав.

Це цікаво!

Втрати банків від світової фінансової кризи в США, Європі та Азії досягли фантастичних сум. Наприклад, Швейцарський інвестиційний банк «UBS» в першій половині 2008 р. втратив 40 млрд. франків. Земельний банк Саксонії оголосив про своє банкрутство і, щоб врятувати установу, його купив Земельний банк Баден Вюртенберг. Баварський земельний банк втратив 15 млрд. євро. Варто зазначити, що німецькі банки, як правило, універсальні, а не спеціалізовані, не постраждали так, як американські. Німецькі втрати виникли внаслідок купівлі неправильно атестованих цінних паперів американських банків. У США іпотечні банки Фанні Мей та Фреді Мек, а також найбільша у світі страхова компанія «Ей Ай Джі» (AIG) отримали мільярдну допомогу від уряду і таким чином не оголосили про банкрутство³⁷.

Світова фінансова криза вплинула на економіку України таким чином:

1. Циклічне уповільнення світової економіки, що загалом скоротило попит на експортну продукцію, експортну виручку, призвело до зменшення надходжень до державного бюджету, девальвації гривні і зниження заробітної плати.

³⁵ Чорнобай О. Світова фінансова криза: сутність, причини виникнення та її вплив на економіку України [Електронний ресурс] / О. Чорнобай // Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Evu/2009_13/Chornobay.pdf.

³⁶ Популях І. Світова фінансова криза: причини і перебіг [Електронний ресурс] / І. Популях // Листи до приятелів. – 2009. – № 2. – Режим доступу : http://www.lysty.com.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=87:20100123&catid=1:2009-10-04-13-34-51&Itemid=31.

2. Висока волатильність цін на світових товарних ринках, коли спостерігаються різкі стрибки цін на біржові товари, залежно від ситуації на фінансових та валютних ринках призвела до скорочення торгового балансу.

3. Обвал котирувань на світових фондових ринках, який призвів до різкого падіння вартості акцій українських компаній.

4. Паніка на фінансових ринках, банкрутство великих інвестиційних банків, різке зростання ставок Лібор – усе це практично перекрило зовнішні ринки фінансової ліквідності, що загрожувало труднощами у рефінансуванні зовнішнього боргу вітчизняними банками і корпораціями³⁷.

Біржові кризи, які переживало людство у XX та XXI ст., свідчать, що ринкова економіка та її барометр – біржа можуть давати збої, пробуксовувати, однак, попри все, дозволяють робити висновки, підвищувати якість регулювання цих процесів з боку і біржових структур, і держав. Тому, визначаючи напрями розвитку біржового ринку в Україні, необхідно створити належні політичні та економічні умови становлення біржі, яка допоможе структурувати сам ринок, визначати прогностичні ринкові ціни та дозволити здійснювати нові для наших учасників ринку, але вкрай необхідні операції страхування цінних та курсових ризиків.

³⁷ Бобров С. А. Аналіз причин виникнення світової фінансової кризи та її вплив на економіку України / С. А. Бобров // Фінанси України. – 2008. – №12. – С. 33–43.

Резюме

Біржі як закономірний результат еволюції форм гуртової торгівлі і способів торгів виникли в епоху нагромадження початкового капіталу. Спочатку вони з'явилися в Антверпені (1531 р.), в Ліоні (1549 р.) і Тулузі (1549 р.), а потім у Лондоні (1556 р.) в особливому приміщенні, яке пожертвував торговцям королівський банкір Т. Грешем. З 1752 р. у Нью-Йорку функціонує біржа, на якій торгували продукцією внутрішнього ринку. Низка менших за обсягами ринків розвивається як у Нью-Йорку, так і в інших містах. В Японії перша біржа для торгівлі рисом з'явилася у 1730 р., у США – в 1848 р. зернова біржа в Чикаго.

На Амстердамській біржі (1608 р.) вперше були встановлені середні норми, які характеризували якість товарів. Виникнення внутрішніх біржових стандартів дозволило не поставляти товарів на біржові торги. З 1720 р. тут запроваджуються ф'ючерсні угоди. На цій біржі вперше впроваджені в обіг такі цінні папери, як акції, з торгівлі якими започатковується біржова спекуляція, що потім перейшла на товари.

У 1848 р. збори 82 великих зерноторговців заснували Чиказьку торговельну палату. Поява організованої біржі, що зводила в одному місці продавців та покупців, зробила вигідним будівництво великих елеваторів, зерносковищ для зберігання зерна протягом року. І саме біржі, що виникли в Чикаго, зіграли величезну роль у створенні необхідної інфраструктури ринку, а саме: мережі доріг, складів, холодильників, розширення гаваней, портів.

У березні 1851 р. зафіксовано укладання першого форвардного (попереднього) контракту на поставку кукурудзи в червні за ціною, нижчою, ніж на спотовому ринку, на момент укладання угоди.

Стандартизувавши кількісні та якісні параметри для кожного виду товарів, біржа впроваджує в торговельну практику новий вид контрактів – ф'ючерсні.

Відтепер створюється струнка ринкова система, в якій стандартні кількості та якість (сорт, марка) формували основу ф'ючерсного контракту, в якому були вказані всі аспекти угоди, крім ціни. Вона була предметом торгу в залі біржі, де збирались одночасно покупці та продавці.

Коріння російських бірж проростає від епохи Великого Новгороду, Архангельська, Москви, де купці збиралися на величезних ярмарках. Петровська біржа (заснована царем-реформатором Петром Першим у 1705 р. у Санкт-Петербурзі) проіснувала одна майже сто років. Московська товарна біржа, збудована за кошти купця Н. Лежєва у 1839 р., працює власне як біржа лише з 1861 р.

Біржова торгівля в Україні започаткована відкриттям у 1796 р. Одеської товарної біржі та у 1834 р. – Кременчуцької. Становлення біржової торгівлі в Україні проходило у вісім етапів. Проте і досі не створено біржі, яка б виконувала функції макроекономічного регулювання економіки, розповсюджувала прогнозні ціни на основні сировинні товари та фінансові інструменти.

В Україні на початку XXI ст. спостерігається криза універсальної товарної біржі як інституту гуртового ринку сільськогосподарських товарів. Причинами кризи є відсутність у державі цілісної концепції становлення сучасних бірж, особливо строкових (ф'ючерсних), недосконалість біржового законодавства, наявність небіржового товару у біржовому обороті, прискорений розвиток кількості бірж на фоні повільного розвитку ринку основних активів загалом.

Контрольні запитання

1. Назвіть основні роки становлення перших бірж.
2. Яку роль у становленні строкової торгівлі відіграла Амстердамська товарна біржа у XVII ст.?
3. Які причини створення у 1848 р. Чиказької торговельної палати (Chicago Board of Trade)?
4. Поясніть необхідність запровадження строкових контрактів у біржовій торгівлі.
5. Окресліть основні етапи розвитку бірж у дореволюційній Росії.
6. У чому полягала суть наукової та законотворчої дискусії щодо біржового ринку у дореволюційній Росії?
7. Коли заснована перша біржа на теренах колишньої України?
8. Назвіть етапи становлення бірж в Україні сьогодні.
9. Перерахуйте причини кризи універсальної товарної біржі в Україні.
10. Які причини, на ваш погляд, зумовили подальше зростання кількості бірж в Україні після фінансової кризи 1998 р.?

Рекомендована література

1. Бобров Є. А. Аналіз причин виникнення світової фінансової кризи та її вплив на економіку України / Є. А. Бобров // Фінанси України. – 2008. – №12. – С. 33–43.
2. Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.
3. Дозвільна система зернового ринку: спроба спрощення [Електронний ресурс] / Адвокатське об'єднання «Волков і Партнери». – Режим доступу : <http://www.vk-partners.com/site/?act=home&code=news&id=542&setlang=ua>.
4. Дозвільна система зернового ринку: спроба спрощення [Електронний ресурс] / Адвокатське об'єднання «Волков і Партнери». – Режим доступу : <http://www.vk-partners.com/site/?act=home&code=news&id=542&setlang=ua>.
5. ЗУ «Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва» [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2286-15>.
6. Історія УМВБ [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української міжбанківської валютної біржі». – Режим доступу : <http://www.uice.com.ua/node/8>.
7. Крот Ю. Зерновики Украины объединяются в преддверии колоссального дефицита зерна и продовольствия, который прогнозируется специалистами Мирового банка на начало следующего тысячелетия / Ю. Крот // Капитал. – 1998. – №4(121). – С. 127.
8. Про Асоціацію [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Асоціації «Союз бірж України». – Режим доступу : http://www.sabu.org.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=64&Itemid=156&lang=uk.
9. Про діяльність «Української біржі» [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української біржі». – Режим доступу : <http://www.ux.ua>.
10. Ратьков А. Кратчайший и доступный каждому путь к богатству. Биржевые операции. Популярное руководство / А. Ратьков. – СПб., 1909. – С. 3.
11. Саблук П. Т. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / П. Т. Саблук ; за ред. П. Т. Саблука та О. М. Шпичака. – К., 1997. – С. 85.
12. Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1896. – С. 84, 65.

13. Українська міжбанківська валютна біржа [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української міжбанківської валютної біржі». – Режим доступу : <http://www.uice.com.ua>.
14. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – С. 6, 3.
15. Энциклопедический словарь : в 86 т. Т. 2. – СПб. : Брокгауз-Ефронь, 1892. – С. 879.
16. Lehmann P.-J. La Bourse de Paris / P.-J. Lehmann. – Dunod, 1991.
17. Smith B. M. A history of the global stock market : from ancient Rome to Silicon Valley / B. Mark Smith. – University of Chicago Press ed., 2004. – P. 16.
18. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://deutsche-boerse.com>.
19. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bolsamadrid.es>.
20. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nbu.gov.ua/>.
21. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyx.com/>.
22. [Електронний ресурс]. – <http://www.theroyalexchange.co.uk/>.
23. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ueex.com.ua/ukr/>.
24. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uice.com.ua>.

Тести для перевірки знань до розділу 2

- 1. Перша біржа в Європі була створена у:**
 - а) 1550 р.;
 - б) 1848 р.;
 - в) 1608 р.;
 - г) 1531 р.

- 2. Коли був заснований найбільший зерновий центр Чикаго (Чиказька торговельна палата)?**
 - а) 1800 р.
 - б) 1752 р.
 - в) 1848 р.
 - г) 1823 р.

- 3. Ф'ючерсні ринки з'явилися у відповідь на:**
 - а) необхідність захисту від цінових коливань для виробників і покупців товарів;
 - б) державне регулювання, яке забороняє неорганізовану спекуляцію;
 - в) необхідність ліквідних ринків для спекулянтів;
 - г) підвищену цінову змінність.

- 4. Для біржової торгівлі характерним є:**
 - а) концентрація в місцях виробництва, споживання;
 - б) епізодичний характер;
 - в) проведення торгівлі невеликими партіями товарів;
 - г) проведення торгівлі фінансовими посередниками.

- 5. Перша міжнародна біржа, яку називали «нескінченим ярмарком», виникла у:**
- а) Ліоні;
 - б) Антверпені;
 - в) Чикаго;
 - г) Токіо.
- 6. Спекулятивна торгівля великими партіями характерна для:**
- а) місцевого ринку;
 - б) ярмарку;
 - в) біржового ринку;
 - г) гуртового ринку.
- 7. На біржі закритого типу мають право укладати угоди:**
- а) члени біржі та їх представники;
 - б) брокери, акредитовані на біржі;
 - в) разові відвідувачі;
 - г) засновники.
- 8. Провідним центром міжнародної біржової торгівлі є:**
- а) США;
 - б) Японія;
 - в) Великобританія;
 - г) Україна.
- 9. Основну частину біржового обігу забезпечують такі країни:**
- а) США, Великобританія;
 - б) країни Європи;
 - в) США, Великобританія, Японія;
 - г) США, країни Європи.
- 10. Закони України «Про товарну біржу» та «Про цінні папери та фондову біржу» були прийняті у:**
- а) 1998 р.;
 - б) 1991–1992 рр.;
 - в) 1990 р.;
 - г) 1996 р.
- 11. Амстердамська товарна біржа виникла у:**
- а) 1550 р.;
 - б) 1848 р.;
 - в) 1608 р.;
 - г) 1796 р.
- 12. Яка біржа Європи спонукала Петра I впровадити біржову торгівлю в Російській імперії?**
- а) Антверпенська.
 - б) Лондонська.
 - в) Амстердамська.
 - г) Ліонська.

13. Який рік можна вважати базовим для створення першої біржі в Україні (м. Одеса)?

- а) 1531 р.
- б) 1705 р.
- в) 1608 р.
- г) 1796 р.

14. Коли розпочався третій «біржовий бум» на теренах колишнього СРСР?

- а) 1990 р.
- б) 1993 р.
- в) 1995 р.
- г) 1997 р.

15. Назвіть етапи становлення бірж в Україні:

- а) 1917; 1921–1925 рр.;
- б) 1928–1930 рр.;
- в) 1921–1925; 1990 р.;
- г) 1796–1860; 1861–1914; 1914–1921; 1921–1928; 1990 р.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ історія становлення бірж;
- ✓ етапи розвитку біржового руху;
- ✓ причини кризи універсальної товарної біржі;
- ✓ угоди з негайною поставкою;
- ✓ строкові угоди;
- ✓ форвард;
- ✓ ф'ючерс;
- ✓ умови становлення бірж:
 - економічні;
 - політичні;
 - організаційні.

Додатки*Додаток 2.1*

«ЗАТВЕРДЖЕНО»
Директор Аграрної біржі
 _____/Марюхніч О. Є./
 «___» _____ 2014 р.

М.П.

БІРЖОВИЙ КОНТРАКТ АГРАРНОЇ БІРЖИ № _____

м. Київ

«___» _____ 2014 р.

Аграрний фонд (далі — Продавець), в особі Брокера-продавця _____, який діє на підставі Довіреності від _____ 2014 р. № _____, з одного боку, та _____ (далі — Покупець), в особі Брокера-покупця _____, брокерська контора № _____, який діє на підставі Договору-доручення від _____ 2014 р. № _____, Довіреності від _____ 2014 р. № _____, з іншого боку (далі – Сторони), відповідно до Закону України «Про державну підтримку сільського господарства України» від 24.06.2004 р. №1877-IV та згідно з Правилами біржової торгівлі на Аграрній біржі, уклали цей біржовий контракт про наступне:

1. ПРЕДМЕТ КОНТРАКТУ

ПРОДАВЕЦЬ продав, а ПОКУПЕЦЬ купив товар – _____, ОДЦР – _____.

1.1. Кількість – _____ тонн

1.2. Ціна за одиницю Товару (тонн) на базисі поставки: _____ грн.

1.3. Вартість Товару всього: _____ грн.

1.4. Реєстраційний збір _____% (від вартості Товару – п. 1.3. Контракту), без ПДВ: _____ грн.

ПДВ 20%: _____ грн.

Реєстраційний збір _____% (від вартості Товару – п. 1.3. Контракту), з ПДВ: _____ грн.

1.5. Брокерська винагорода брокера-покупця 0,2%, без ПДВ: _____ грн.

ПДВ 20% : _____ грн.

Брокерська винагорода брокера-покупця з ПДВ: _____ грн. (згідно з Договором-дорученням _____)

1.6. Брокерська винагорода брокера-продавця _____%, без ПДВ: _____ грн.

1.7. Сума оплати за контрактом (вартість товару): _____ грн. (_____)

1.8. Тип контракту – спот.

1.9. Покупець перераховує вартість Товару Продавцеві на рахунок, вказаний у п. 4.1 Контракту.

1.10. Покупець сплачує реєстраційний збір та брокерську винагороду у розмірі, визначеному відповідно у п. 1.4 та п. 1.6 Контракту.

2. ПОСТАВКА ТОВАРУ

2.1. ПРОДАВЕЦЬ забезпечує наявність товару на базисі поставки: _____.

2.2. Після здійснення Покупцем попередньої оплати Продавець протягом 3-х робочих днів надає Покупцю:

- ✓ дозвіл на переоформлення товару;
- ✓ довіреність на переоформлення товару;
- ✓ складський документ;

- ✓ картку аналізу зерна або посвідчення.
- 2.3. Протягом 5-ти днів після здійснення попередньої оплати Покупець надає Продавцю підписаний трьохсторонній акт приймання-передавання товару.

3. РЕЄСТРАЦІЯ КОНТРАКТУ

3.1. Реєстрація контракту проводиться на підставі протоколу проведених торгів відповідно до договору-доручення з брокерською конторою, акредитованою Аграрною біржею.

4. РОЗРАХУНКИ ЗА КОНТРАКТОМ ТА ЙОГО ЗАТВЕРДЖЕННЯ

4.1. Оплата коштів за контрактом згідно з п. 1.7 здійснюється ПОКУПЦЕМ протягом 5-ти банківських днів після реєстрації контракту на Аграрній біржі на банківський рахунок Аграрного фонду:

Р/р 37116004004099, Державна казначейська служба України, м. Київ, МФО 820172

4.2. Сплата реєстраційного збору згідно з п. 1.4 здійснюється на рахунок Аграрної біржі Покупцем протягом двох робочих днів після укладання Контракту:

Р/р 26004016330501 в філії «ЦРУ» АТ "Банк "Фінанси та Кредит", МФО 300937

ЄДРПОУ 33947314, ПІН 339473126599, № свід. 39124000.

4.3. У випадку невиконання Покупцем п. 4.2 Контракту останній зобов'язується сплатити Аграрній біржі штраф у розмірі 10% від суми реєстраційного збору. Крім того, у зв'язку зі несвоєчасною сплатою реєстраційного збору Покупець підлягає зобов'язанню погасити неустойку (пеню) у розмірі подвійної облікової ставки НБУ від суми несвоєчасного виконання грошового зобов'язання за кожен день прострочення.

4.4. Затвердження контракту проводиться за наявності:

- ✓ оплати коштів за контрактом на банківський рахунок Аграрного фонду згідно з п. 1.7;
- ✓ реєстраційного збору на банківський рахунок Аграрної біржі;
- ✓ брокерської винагороди згідно з договором-дорученням на банківський рахунок брокера.

4.4.1. Затвердження Контракту свідчить про виконання Сторонами всіх його умов.

4.5. ПРОДАВЕЦЬ, Брокер-продавець є неприбутковою організацією та платником податку на додану вартість.

4.6. Аграрна біржа є платником податку на загальних підставах.

4.7. ПОКУПЕЦЬ та Брокер-покупець є платниками податку на загальних підставах.

5. ЯКІСТЬ

5.1. ПРОДАВЕЦЬ гарантує якість Товару. Якість Товару повинна відповідати вимогам ДСТУ _____.

6. ВІДПОВІДАЛЬНІСТЬ СТОРІН

6.1. Сторони біржового контракту несуть відповідальність за достовірність вказаних реквізитів.

6.2. У разі відмови від письмового оформлення усної біржової угоди винна Сторона (брокерська контора) зобов'язується відшкодувати реєстраційний збір згідно з п. 1.4 терміном до наступних біржових торгів.

6.3. У разі відсутності товару на базисі поставки або невідповідності кількості, обумовленої цим контрактом, або якості товару даним, вказаним у документі, що підтверджує якість, Продавець відповідає згідно з чинним законодавством.

6.4. При невиконанні п. 2.3, п. 4.1 Продавець має право на розірвання контракту в односторонньому порядку.

6.5. Розірвання Контракту після його реєстрації на Аграрній біржі не звільняє Покупця від сплати реєстраційного збору.

7. ОБСТАВИНИ НЕПЕРЕБОРНОЇ СИЛИ

7.1. Обставини непереборної сили – обставини, що виникли внаслідок прийняття рішень законодавчого або нормативно-правового характеру, обов'язкових для суб'єктів аграрного

ринку згідно із законодавством, або ті, що виникли внаслідок стихійного лиха, у тому числі пожежі, повені, посухи, заморозків, граду, землетрусу, військових дій або суспільних збурень, а також з інших обставин, які не могли бути керованими Стороною договору (контракту), включаючи втрату врожаю або його частини внаслідок несприятливих погодних умов, раптового припинення поставки води, тепла, електроенергії, нафтопродуктів чи газу, не пов'язаного з несплатою їх вартості.

Письмовим доказом є експертний висновок Торгово-промислової палати України.

8. ВИРІШЕННЯ СПОРІВ

8.1. Суперечки, що виникають між Сторонами під час укладання та/або виконання біржових контрактів, вирішуються шляхом переговорів. У разі недосягнення згоди між Сторонами спір передається на розгляд Господарського суду.

8.2. Сторона Контракту, яка вважає за необхідне змінити або розірвати Контракт, повинна керуватися положеннями ст. 188 Господарського кодексу України.

8.3. Цей Контракт укладений українською мовою у 5 (п'яти) автентичних примірниках, які мають однакову юридичну силу та розподіляються таким чином: по одному примірнику для Покупця, Продавця, Аграрної біржі, Брокера-покупця, Брокера-продавця.

8.3.1. Примірники Контракту для Покупця та Брокера-покупця надаються уповноваженою особою Аграрної біржі лише після виконання Покупцем п. 4.2 Контракту.

9. ЮРИДИЧНІ АДРЕСИ, БАНКІВСЬКІ РЕКВІЗИТИ ТА ПІДПИСИ СТОРІН

ПОКУПЕЦЬ:

ПРОДАВЕЦЬ:

Аграрний фонд
Юрид. адреса: 01001, м. Київ,
вул. Бориса Грінченка, 1
Факт. адреса: 01001, м. Київ,
вул. Бориса Грінченка, 1
ЄДРПОУ 33642855
Р/р 37116004004099, Державна казначейська
служба України, м. Київ, МФО 820172
ПІН 336428526592
№ свідоцтва 39111748
Тел./факс (044) 279-78-43

БРОКЕР-ПОКУПЕЦЬ:

БРОКЕР-ПРОДАВЕЦЬ:

Підпис _____/_____

Підпис _____/_____

М.П.

М.П.

Аграрна біржа
Адреса: Юрид. адреса: 01001, м. Київ,
вул. Бориса Грінченка, 1
Факт. адреса: 04073, м. Київ,
вул. Копилівська, 67, корп.5
Зареєстровано за № _____
від «__» _____ 2014 р. р.

Уповноважена особа
_____ / _____

М.П.

Додаток 2.2

«ЗАТВЕРДЖЕНО»
Директор Аграрної біржі
_____ /Марюхніч О. Є./
«___» _____ 2014 р.

М.П.

**ФОРВАРДНИЙ БІРЖОВИЙ КОНТРАКТ № _____ Ф
на закупівлю Аграрним фондом зерна**

«___» _____ 2014 р.

м. Київ

Державна спеціалізована бюджетна установа «Аграрний фонд» (далі – Покупець) в особі Брокера-покупця _____, що діє на підставі довіреності від «___» _____ р. № ___, з одного боку, та сільськогосподарський товаровиробник зерна (далі – Продавець) _____, в особі Брокера-продавця _____, Брокерської контори № _____, що діє на підставі договору-доручення від «___» _____ р. № _____ та довіреності від «___» _____ № _____, з іншого боку (далі – Сторони), уклали даний форвардний біржовий контракт (далі – Контракт) про таке:

1. ПРЕДМЕТ КОНТРАКТУ

1.1. В порядку та на умовах даного Контракту Продавець передає Покупцю у власність товар: _____, що відповідає ДСТУ _____ (далі – Товар), а Покупець зобов'язується прийняти Товар та оплатити його.

1.2. Кількість (тонн): _____ (_____).

1.3. Місяць поставки: в термін до «01» листопада 2014 р.

1.4. Базис поставки: _____, адреса,

1.5. Ціна за одиницю Товару (тонну) на базисі поставки: _____
(_____ гривень _____ копійок).

1.6. Вартість Товару всього _____ (_____) гривень, у тому числі ПДВ _____ гривень.

2. ТЕРМІН ПОСТАВКИ ТОВАРУ

2.1. Брокер-продавець поставляє Брокеру-покупцю Товар на базисі поставки: _____ в термін до «___» _____ р.

2.2. Поставка вважається здійсненою в момент підписання Акта приймання-передавання Товару на базисі поставки відповідно до умов цього Контракту.

3. ДОКУМЕНТАЦІЯ

3.1. Брокер-продавець на момент укладення Контракту надає такі документи:

- ✓ довідку про відсутність заборгованості із сплати податків і зборів (обов'язкових платежів) та внесків до Пенсійного фонду України;
- ✓ довідку про відсутність простроченої заборгованості за будь-якими видами бюджетної позики, іншими кредитами, крім тих сум, сплату яких розстрочено або відстрочено відповідно до законодавства;
- ✓ завірені товаровиробником в установленому порядку копії свідоцтва про державну реєстрацію та довідки органу державної статистики про включення товаровиробника до Єдиного державного реєстру підприємств та організацій України з наданням оригіналів для ідентифікації;
- ✓ виписку з Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців;

- ✓ витяг з Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців;
- ✓ копію свідоцтва про реєстрацію платника податку на додану вартість;
- ✓ довідку про посівні площі об'єктів державного цінового регулювання та врожайність по господарству за останні п'ять років, видану управлінням агропромислового розвитку відповідної райдержадміністрації;
- ✓ копію Статуту юридичної особи та у разі, якщо Статутом передбачена необхідність погодження (затвердження) вищими органом управління юридичної особи рішень виконавчого органу про укладання правочинів на певну суму, оригінал рішення вищого органу управління щодо погодження (затвердження) укладання контракту та договору застави;
- ✓ договір комплексного страхування на випадок знищення або пошкодження майбутнього врожаю сільськогосподарських культур на користь Аграрного фонду або договір страхування зерна, що перебуває у власності товаровиробника та є предметом застави, засвідчену копію платіжного доручення про сплату страхового внеску.

3.2. Після укладення контракту товаровиробник подає до Аграрного фонду нотаріально засвідчений договір застави майбутнього врожаю між продавцем та покупцем або нотаріально засвідчений договір застави зерна, що перебуває у власності товаровиробника, або подвійне складське свідоцтво на зерно, що є предметом застави.

3.3. Остаточний розрахунок з Продавцем за умови виконання Контракту в повному обсязі проводиться Покупцем на підставі наявності таких документів:

- ✓ договору складського зберігання між сертифікованим зерновим складом та Покупцем;
- ✓ складського документа на зерно, виписаного на Аграрний фонд;
- ✓ акта передавання-приймання на весь обсяг зерна;
- ✓ картки аналізу зерна або посвідчення про його якість.

Продавець у день надходження на поточний рахунок остаточної суми по Контракту надає Аграрному фонду податкову накладну, зареєстровану в Єдиному реєстрі податкових накладних, на відповідну суму.

4. РЕЄСТРАЦІЙНИЙ ЗБІР АГРАРНОЇ БІРЖИ

4.1. Реєстраційний збір Аграрної біржі є обов'язковим і сплачується Продавцем протягом двох робочих днів після укладання Контракту.

4.2. Реєстраційний збір Аграрної біржі складає: 0,1%, що становить _____ грн., в т.ч. ПДВ 20% _____ грн.

4.3. Реквізити Аграрної біржі:

Юридична адреса: 01001, м. Київ, вул. Бориса Грінченка, 1

Фактична адреса: 04073, м. Київ, вул. Копилівська, 67, корп. 5

Поточний рахунок № 26006500047684 в ПАТ «КРЕДІ АГРІКОЛЬ БАНК» м. КИЇВ, МФО 300614

ЄДРПОУ 33947314, ПІН 339473126599, № свідоцтва 39124000.

5. ПОРЯДОК РОЗРАХУНКІВ

5.1. Покупець упродовж трьох робочих днів з моменту укладання Контракту на торгах Аграрної біржі зобов'язується перерахувати кошти (авансовий платіж) на поточний рахунок Продавця в розмірі 50% від суми Контракту.

5.2. Продавець у день надходження авансового платежу на свій поточний рахунок видає Покупцю податкову накладну на відповідну суму.

5.3. Остаточний розрахунок здійснюється впродовж трьох робочих днів після поставки Товару відповідно до цього Контракту, надання документів, передбачених пунктом 3.3, та виконання пункту 4.1 Контракту.

6. ДОДАТКОВІ ПРАВА ТА ОБОВ'ЯЗКИ СТОРІН

6.1. Брокер-продавець зобов'язаний повідомити Брокера-покупця про всі права «третіх» осіб на товар, що продається (право застави тощо). У разі невиконання цієї вимоги Брокер-покупець має право вимагати розірвання Контракту, якщо він не знав і не міг знати про права «третіх» осіб на товар.

6.2. Якщо «третя» особа на підставах, що виникли до продажу товару, пред'явить до Брокера-покупця позов про витребування товару, Брокер-покупець повинен повідомити про це Брокера-продавця та подати клопотання про залучення його до участі у справі.

6.3. Правочин щодо звільнення Продавця від відповідальності або щодо її обмеження у разі витребування Товару в Покупця «третьою» особою є нікчемним.

6.4. У разі порушення Продавцем умов Контракту щодо асортименту Товару застосовуються правові наслідки ст. 672 Цивільного кодексу України.

6.5. Сторона, яка наперед знає, що вона не зможе виконати своїх зобов'язань, повинна письмово повідомити про це другу Сторону не пізніше, ніж за два тижні до терміну поставки товару.

6.6. Якщо зустрічне виконання зобов'язань здійснено однією із Сторін, незважаючи на невиконання другою Стороною своїх зобов'язань, друга Сторона повинна виконати свої зобов'язання за цим Контрактом.

6.7. У разі невиконання однією із Сторін своїх зобов'язань або за наявності очевидних підстав вважати, що вона не виконає своїх зобов'язань у встановлений строк або виконає його не в повному обсязі, друга Сторона має право зупинити виконання своїх зобов'язань, відмовитися від їх виконання частково або в повному обсязі.

7. ВІДПОВІДАЛЬНІСТЬ СТОРІН

7.1. У разі невиконання (неналежного виконання) або затримки виконання будь-якої з вимог Контракту Сторони несуть відповідальність згідно із законодавством.

7.2. За невиконання Продавцем умов Контракту щодо обсягів поставки ним сплачується штраф у розмірі 20% від вартості недопоставленого Товару.

7.3. Директори регіональних відділень Аграрного фонду відповідають за перевірку достовірності та повноти даних, передбачених п. 3.1, 3.2 та 3.3 цього Контракту.

7.4. У разі порушення Покупцем строків оплати, установлених п. 5.1 та 5.3 цього Контракту, Покупець сплачує пеню у розмірі однієї облікової ставки НБУ, що діяла в період несвоєчасної оплати від вартості простроченого платежу.

7.5. У разі виконання Покупцем п. 5.1 та невиконання Продавцем п. 2.1 цього Контракту з Продавця стягується пеня у розмірі 0,1% від вартості недопоставленого Товару, з якого допущено прострочення виконання за кожен день прострочення, а за прострочення понад тридцять днів додатково стягується штраф у розмірі 7% від указаної вартості.

7.6. Брокер-продавець та Брокер-покупець забезпечують належне виконання їх клієнтами всіх зобов'язань, що випливають з умов цього Контракту.

7.7. Сторони забезпечують достовірність реквізитів, указаних у цьому Контракті.

8. ОБСТАВИНИ НЕПЕРЕБОРНОЇ СИЛИ

8.1. Сторони звільняються від відповідальності за неналежне виконання зобов'язань унаслідок обставин непереборної сили (форс-мажор) за умови, що дані обставини сталися не з вини Сторін та безпосередньо вплинули на своєчасне виконання договірних зобов'язань.

У цьому разі термін виконання зобов'язань переноситься відповідно до терміну дії зазначених обставин, про що укладається відповідний договір.

8.2. Сторона, для якої склалися такі умови, повинна в короткий строк, але не пізніше 5 днів, повідомити іншу Сторону про настання і припинення обставин, які перешкоджають виконанню договірних зобов'язань.

8.3. Неповідомлення або несвоєчасне повідомлення про настання або припинення даних обставин непереборної сили позбавляє Сторону права посилатися на дані обставини.

8.4. Якщо обставини непереборної сили діють більше трьох місяців, то такий факт підтверджується довідкою Торгово-промислової палати України.

9. ВИРІШЕННЯ СПОРІВ

9.1. Усі спори, що виникають з цього Контракту або пов'язані з ним, вирішуються шляхом переговорів між Сторонами.

9.2. Якщо відповідний спір неможливо вирішити шляхом переговорів, він вирішується в судовому порядку.

9.3. Суперечки, що виникають між Брокером-продавцем та Брокером-покупцем під час укладання та виконання Контракту, вирішуються біржовим арбітражем Аграрної біржі. Надалі рішення біржового арбітражу Аграрної біржі може бути оскаржене в суді на загальних підставах.

10. ІНШІ УМОВИ

10.1. Розірвання Контракту в односторонньому порядку не допускається, крім випадків, що передбачені законодавством та цим Контрактом.

10.2. Покупець має право в односторонньому порядку розірвати Контракт у разі недостатнього фінансування видатків на здійснення форвардних закупівель.

10.3. Цей Контракт набуває чинності з моменту його підписання Сторонами та реєстрації на Аграрній біржі і діє до «01» грудня 2014 р.

10.4. Цей Контракт укладений українською мовою у 5 (п'яти) примірниках, які мають однакову юридичну силу та розподіляються таким чином: по одному примірнику для Покупця, Продавця, Аграрної біржі, Брокера-покупця, Брокера-продавця.

10.5. Відносини між Сторонами, що не врегульовані цим Контрактом, регламентуються законодавством.

10.6. Після остаточного розрахунку за Контрактом Аграрна біржа здійснює його затвердження.

11. МІСЦЕЗНАХОДЖЕННЯ ТА РЕКВІЗИТИ СТОРІН

ПРОДАВЕЦЬ

ПОКУПЕЦЬ

Аграрний фонд

01001, м. Київ, вул. Бориса Грінченка, 1
ЄДРПОУ33642855
п/р № 35228002004099
в Державна казначейська служба України,
м. Київ, МФО 820172
ІПН 336428526592, Св. № 39111748
тел./факс 044 277 27 00

БРОКЕР-ПРОДАВЕЦЬ

Брокерська контора № _____

підпис _____ / _____ /

М.П.

ЗАРЕЄСТРОВАНО АГРАРНОЮ БІРЖЕЮ

Уповноважена особа Аграрної біржі

підпис _____ / _____ /

«__» _____ 2014 р.

М.П.

БРОКЕР-ПОКУПЕЦЬ

підпис _____ / _____ /

М.П.

ПЕРЕВІРЕНО

Директор регіонального відділення
Аграрного фонду

підпис _____ / _____ /

(ініціали, прізвище)
«__» _____ 2014 р.

М.П.

Розділ 3.

БІРЖОВИЙ ТОВАР

Біржа – це далекобійна зброя. На біржі оббирають так само, як на війні вбивають, не бачиш навіть, – хто обібрав тебе.

А. Капюс, французький журналіст

Теоретична частина

- ✓ Класифікація біржових товарів
- ✓ Види біржових контрактів
- ✓ Характеристика біржових товарів
- ✓ Сільськогосподарська та промислова сировина
- ✓ Фінансові інструменти

3.1. Класифікація біржових товарів

Не всі товари можуть бути біржовими – це однозначно доведено всією історією біржової діяльності. Біржовими, як правило, є сільськогосподарська сировина, енергоносії, цінні папери, валюта й інші фінансові інструменти. Як зазначив відомий сучасний західний дослідник біржової справи Ф. Шварц, метою здійснення біржових операцій є не купівля гуртових партій товарів або фінансових інструментів, а отримання цінової інформації щодо майбутніх цін на них. Саме це дає змогу стримувати цінові та курсові ризики¹.

Об'єктами ф'ючерсної торгівлі є обмежена кількість стандартизованих за кількісними та якісними показниками товарів. До них належать близько 50 видів, однак вони становлять понад третину міжнародного товарообігу.

¹ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – 172 с.

Поглиблене вивчення сучасного стану справ у біржовій торгівлі Заходу, застосування на міжнародних біржових ринках численних інноваційних товарів та технологій дозволило дещо уточнити класифікацію біржових товарів, які наводяться в російських підручниках з біржової справи² та в монографії автора³.

Пропонується поділити біржові товари лише на *три великих групи*, а саме:

I. Сільськогосподарська сировина, лісові товари та продукти їх переробки:

1) **зернові:**

✓ пшениця, кукурудза, овес, жито, ячмінь, рис;

2) **сім'я олійних культур та продукти їх переробки:**

✓ льон (зерно), бавовна (зерно), соя (боби);

✓ соєва олія, соєвий шрот;

✓ пальмова олія;

✓ ріпак;

3) **жива худоба:**

✓ ВРХ (велика рогата худоба), живі свині, бройлери;

✓ свинне м'ясо, бекон, свинні стегна;

4) **текстильні товари:**

✓ джут;

✓ натуральний та штучний шовк, промита вовна та пряжа, бавовна;

5) **харчові товари:**

✓ цукор, кава, какао (боби);

✓ рослинні олії;

✓ молоко, знежирене сухе молоко;

✓ масло;

✓ сир;

✓ яйця;

✓ картопля;

✓ суха гранульована барда⁴;

✓ арахіс;

✓ концентрат апельсинового соку;

6) **пиломатеріали та фанера;**

7) **натуральний каучук;**

8) **пластмаси.**

II. Промислова сировина:

1) **нафта-сирець та продукти її переробки:**

✓ дизельне паливо, мазут, пропан, газолін, бензин;

2) **чорні, кольорові та коштовні метали:**

✓ алюміній, мідь, свинець, цинк, олово, нікель;

✓ золото, срібло, платина, паладій;

✓ вугілля;

² Галанова В. А. *Биржевое дело* : учеб. / В. А. Галанов ; / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – С. 45.

³ Сохацька О. М. *Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні* / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 29.

⁴ Барда – залишок після відгонки спирту із бражки.

- ✓ сталь, арматурна сталь, залізна руда, гарячекатані рулони;
- ✓ сталеві заготовки;
- 3) *електроенергія*;
- 4) *тверде біопаливо*;
- 5) *уран*.

III. Фінансові інструменти:

1) *цінні папери та відсоткові ставки*:

- а) облігації, зобов'язання та векселі Казначейства США та інших держав Європи та Азії, депозитні сертифікати банків;
- б) акції;
- в) відсоткові ставки: 30-ти денні, LIBOR;
- г) фондові індекси провідних бірж;

2) *валюта*:

- а) британський фунт, євро, японська єна, австралійський та канадський долари, мексиканське песо, російський рубль;

- б) вклади в євродоларах;

3) *похідні фінансові інструменти*:

- а) форварди;
- б) ф'ючерси;
- в) опціони;

4) *гібридні комбінації фінансових інструментів*: наприклад, гібрид процентних та валютних інструментів, ETF (Exchange-Traded Fund) тощо;

5) *синтетичні комбінації*: наприклад, опціон на ф'ючерсний контракт з пшеницею, опціон на ф'ючерсний контракт з індексом акцій тощо;

б) *екзотичні інструменти*: наприклад, ф'ючерс та опціон на погоду, ф'ючерс на своп.

Як відомо, біржова торгівля проводиться без пред'явлення товарів під час торговельної сесії. Отже, товар має відповідати таким вимогам, щоб його опис у біржовому контракті дозволяв продавцям і покупцям мати чітке уявлення щодо його кількісних та якісних характеристик.

Оскільки біржова торгівля вимагає значної концентрації попиту і пропозиції, то біржові товари повинні відповідати таким характеристикам:

- ✓ масовість;
- ✓ здатність до стандартизації;
- ✓ замінність;
- ✓ вільне ціноутворення.

Біржові контракти на провідних зарубіжних біржах дійсно є масовими за обсягами. Наприклад, один лот, або зерновий контракт на глобальному біржовому холдингу «CME GROUP», куди входить Чиказька торговельна палата, що є найбільшою зерновою біржею у світі, за обсягом становлять 5000 бушелів зерна, що є мірою об'єму і за розмірами відповідає залізничному вагону, в якому транспортується зерно. Щоб зрозуміти, як цей контракт оцінити у прийнятих в Україні мірах ваги та об'єму, потрібно знати його вагу. А вага кожен раз буде іншою: наприклад, 5000 бушелів пшениці важить 136,1 т, 5000 бушелів кукурудзи – 127 т, вівса –

72,6 т. На європейських біржах зерновий лот становить 100 т. Для ширшого означення із біржовими одиницями мір та ваги див. дод. 3.1.

На Українській аграрній біржі один лот пшениці має обсяг вагонної партії 60 т насипом, для соняшникової олії при перевезенні автотранспортом – 8–12 т. залізничним транспортом – також 60 т. Водночас час у товарній секції Української міжбанківської валютної біржі розміри лотів визначаються напередодні торгів, ціни котируються в грн. за тонну, тобто стандартні розміри відсутні.

Аналогічно значними за обсягами є біржові контракти з нафтою – 1000 барелів, що також є мірою об'єму. Вага цих контрактів залежить від марки нафти і коливається від 135 до 136,7 т; кольорові метали – 25 т, коштовні метали, наприклад, золото – 100 трійських унцій⁵ (3,11 кг) тощо. Правилами біржової торгівлі жорстко регламентуються кількісні параметри, відхилення від встановлених ваги або об'єму не повинно перевищувати 3%.

Значними за сумами грошей є біржові контракти з фінансовими інструментами, наприклад: лот акцій становить 100 штук, казначейська облигація США з 15-річним терміном до відшкодування з 10%-им купоном, який виплачується двічі на рік, має номінал 100 000 дол., казначейський вексель США з 13-ти тижневим терміном – 1 000 000 дол., ф'ючерсний контракт на фунти стерлінгів має обсяг 62 500 фунтів стерлінгів тощо.

Крім кількісної стандартизації, біржові товари мають чітко визначену якісну стандартизацію. Для кожного виду сільськогосподарської сировини як базовий вибирається типовий сорт, згідно з яким здійснюється якісна градація інших сортів у даній товарній групі. Ціна базисного сорту, що максимально відображає споживчі якості товару даної групи, є базовою для визначення ціни на товари іншої якості. Більш детально дізнатися про якісну стандартизацію можна з монографії за редакцією академіка П.Т. Саблука⁶ або із спеціальної літератури із товарознавства. На американських біржах котируються як базові сорти м'яка та тверда озимі червоні пшениці. На всі інші сорти існує система знижок та надбавок до базисного сорту.

Масовість та здатність до стандартизації зумовлюють і таку ознаку, як заміність. Саме ця ознака, характерна для фінансових інструментів, зумовила їх успіх у біржовій торгівлі впродовж останніх 10-ти років ХХ ст.

Останньою за списком, але не за значимістю, є ознака вільного ціноутворення. Саме вільне ціноутворення є головним критерієм для відбору товару біржами. Причому процес ціноутворення відбувається на ринку чистої конкуренції, яким і є біржовий ринок, що передбачає якомога повнішу концентрацію попиту та пропозиції з метою встановлення справедливої ринкової ціни на товари, на які інших способів визначити таку ціну просто не існує.

⁵ Трійська унція — одиниця вимірювання маси, що дорівнює 31,1034768 грамів. Назва походить від міста Труа у Франції. Зараз широко застосовується в банківській, ювелірній справі для вимірювання ваги коштовних металів, а також в деяких інших царинах, наприклад, в косметичці для вимірювання ваги особливо цінних інгредієнтів. Міжнародне позначення трійської унції золота, срібла, платини і паладію відповідно XAU, XAG, XPT, XPD.

⁶ Саблук П. Т. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / П. Т. Саблук ; за ред. П. Т. Саблука, О. М. Шпичака. – К. : ВПЮЛ, 1997. – С. 113.

В Україні у XXI ст. у період збирання врожаїв дуже важко визначається рівноважна ціна на зернові культури. Оскільки своїх ф'ючерсних бірж досі не створено, орієнтація торговців та виробників відбувається лише на котирування зарубіжних бірж, які показують загальну світову тенденцію на відповідних ринках і не можуть бути остаточним аргументом для українських трейдерів при прийнятті відповідальних управлінських рішень. Аналогічна ситуація в Україні спостерігається і на фінансовому ринку, де не існує строкових біржових контрактів з валютою тощо.

Дану ситуацію намагалися виправити у 2012 р. за допомогою Аграрної біржі, єдиної державної товарної біржі в Україні, що запровадила торгівлю сільськогосподарськими біржовими товарами в електронній торговій системі. Передбачається, що електронна торгова система надасть можливість прозорого ціноутворення, розширення ринків збуту, зниження ризику невиконання торговельної операції, мінімізації кількості посередників між виробником та експортером. Проте ціноутворення під впливом попиту та пропозиції ще не гарантує достатніх доходів для аграріїв. У питанні цінового регулювання активно працює Аграрний фонд, що проводить товарні та фінансові інтервенції на торговому майданчику Аграрної біржі. Ці установи відіграють визначну роль у питанні формування та регулювання аграрного ринку як в середині країни, так і при експорті продовольства. Даний проект у 2012–2013 рр. проходить випробування в тестовому режимі вітчизняними виробниками та торговцями с.-г. продукцією.

Отже, об'єктами сучасної біржової торгівлі можуть бути лише товари, які відповідають вказаним вище характеристикам. Варто зазначити, що відсутність цих вимог щодо біржового товару в Законі України «Про товарну біржу»⁷ призвела до торгівлі товарами, які у світовій практиці ніколи біржовими не були. Наприклад, нерухоме майно в обороті деяких київських та регіональних товарних бірж за 1995–2000 рр. займало у структурі товарообороту близько 50%⁸. Крім того, намагання впорядкувати цей процес через внесення змін та доповнень до вказаного закону не було проведено через лобіювання представників бірж, які при забороні операцій з нерухомістю просто перестали б функціонувати. Починаючи з 2003 р.; обсяги торгівлі нерухомістю почали істотно зменшуватися. Так, за 9 місяців 2013 р., обсяг укладених угод на біржах України становив 482,2 млн. грн., тобто 2,45% від загальної кількості укладених угод.⁹

У період становлення біржової діяльності в Україні, як і у всіх інших країнах колишнього СРСР, починаючи з 1991 р., на біржах продавалися спочатку лише ті товари, які на той час могли вільно реалізовуватися. До таких товарів належали комп'ютери та інша техніка зарубіжного виробництва, оскільки традиційні біржові товари розподілялися державою і у вільний продаж не надходили.

За останні два десятиліття реформування економіки України товари, які є традиційно біржовими, зараз можуть бути вільно реалізованими, однак ця обставина не

⁷ Закон України «Про товарну біржу» [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.

⁸ Саблука П. Т. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / П. Т. Саблук ; за ред. П. Т. Саблука, О. М. Шпичака. – К. : ВПЮЛ, 1997. – С. 93.

⁹ Структура укладених угод на біржах за видами товарів [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2013/sze/suu/suu_u/dbu13_u.htm.

привела до створення ефективного біржового ринку. У попередньому розділі були показані причини такого стану справ. Потрібно лише ще раз наголосити, що головною помилкою, на нашу думку, було прийняття рішення на рівні держави про створення товарної, товарно-сировинної, а потім аграрної біржі як головного гуртового ринку. А це у такій великій за територією країні, як Україна, є недоцільним. Сьогодні в Україні потрібна ф'ючерсна біржа як фінансовий інститут, організатор торгівлі та інформаційний ціновий центр, що визначає не лише сьогоднішні ціни, але й їх майбутні прогнози.

3.2 Види біржових контрактів

Біржові товари реалізуються на біржах через укладання *біржових контрактів* або *угод*. Через цю обставину біржі називають контрактними ринками. *Угода* вважається *біржовою*, якщо вона відповідає таким вимогам:

- ✓ укладена на товар, допущений до котирування на даній біржі;
- ✓ укладена у торговельному піті, ямі, спеціально відведеному місці у торговельному залі біржі;
- ✓ укладена між членами біржі, або сертифікованими біржовими брокерами;
- ✓ укладена в межах часу, відведеного для біржової сесії.

Всі угоди, укладені на біржах, які не відповідають хоча б одній із перерахованих вимог, не є біржовими.

Біржові контракти укладаються як на перераховані вище товари та фінансові інструменти, передбачаючи реальний перехід активу від продавця до покупця, так і на купівлю та продаж *зобов'язань* або *прав* на купівлю-продаж цих активів.

З огляду на цю обставину біржові контракти поділяють на контракти з реальними активами і зобов'язаннями поставки та правами на ці активи, які називаються похідними інструментами (*ф'ючерсами та опціонами*).

Біржові контракти з *реальними активами* (товарами, фінансовими інструментами) поділяються на *дві групи*:

1) контракти на купівлю-продаж реальних активів з негайною поставкою, які у зарубіжній практиці називаються спотовими або касовими, передбачають виконання укладених у біржовій залі під час біржової сесії у найкоротші терміни, тобто негайно.

Ці терміни встановлюються біржами індивідуально, однак є прийняті на світових ринках конкретні строки виконання, наприклад, для валютних контрактів. Це, як правило, другий робочий банківський день, коли повинен здійснитися обмін валютами банками-контрагентами; на товарних біржах США – 3 робочих дні після біржових торгів, на біржах Великобританії – 7 робочих днів, Японії – до 15;

2) контракти на купівлю-продаж реальних активів з поставкою у строки, вказані у контракті за цінами, погодженими в момент укладання угоди. Ці контракти прийнято називати форвардами.

Форвардний контракт – це угода, за якою продавець поставляє конкретний актив покупцеві на обумовлену дату у майбутньому. На момент укладання угоди погоджується ціна на товар або фінансовий інструмент, якого ще може не бути у про-

давця. Сторони домовляються про строки поставки, обсяги, беручи за основу щодо якісних характеристик біржовий стандарт.

З часу свого заснування і по XIX ст. біржі залишалися біржами реальних товарів та фінансових інструментів. Це були постійно діючі гуртові ринки основних активів. Товарна біржа реального товару у найвищій своїй формі характеризується такими рисами:

- ✓ торгівля відбувається без пред'явлення товару, за біржовими контрактами;
- ✓ біржові товари масові, однорідні, стандартизовані, взаємозамінні;
- ✓ біржова ціна визначається під час біржових торгів через постійну реєстрацію та наступну публікацію у засобах масової інформації;
- ✓ біржові угоди можуть проводитися як з метою купівлі-продажу товарів, так і з спекулятивними цілями;
- ✓ торгівля проводиться за Правилами біржової торгівлі, виконання яких є обов'язковим для продавців та покупців.

Незважаючи на те, що бірж реальних товарів на світових ринках залишилося зовсім мало, на наш погляд, доречно було подати ці характеристики, хоча б для того, щоб визначити рівень розвитку сучасних бірж України. Поки всі українські біржі є біржами реальних активів, тому такий аналіз актуальний. Як бачимо, із вказаних вище характеристик для вітчизняних бірж невиконаною залишилася друга, але саме її відсутність не дає змогу біржі стати справжньою.

Біржові контракти з реальним товаром з негайною поставкою укладаються на товар, який є в наявності на одному із біржових складів, що можуть входити до організаційної структури біржі або бути самостійними підприємствами і працювати з біржею на договірних засадах.

Сучасні біржі реальних товарів дозволяють доставляти товар лише у ті місця, де виконуються всі вимоги біржі щодо зберігання. Це можуть бути склади, елеватори, сховища, холодильники, банки, депозитарії, які мають спеціальні угоди з біржею і виконують всі її приписи. Вони, як правило, знаходяться недалеко від біржі, але й можуть розташовуватися за межами країни, де розміщена біржа. На деяких біржах передбачається поставка, наприклад, цукру не зі складу, а на умовах, визначених міжнародними правилами «Інкотермс-2010».

Навіть на біржах, де поставка здійснюється тільки через уповноважений склад, дозволяються також інші умови. Наприклад, на Чиказькій торговельній палаті в останні три дні місяця дозволяється поставляти товар у вагонах за умови, що вони знаходяться на станції Чикаго, де можна взяти проби якості, які робить офіційна агенція з перевірки якості товару.

Склади мають відповідати таким вимогам:

- ✓ надавати біржі послуги, передбачені її керівництвом;
- ✓ надавати тарифи всіх видатків, пов'язаних із обробкою та зберіганням вантажів;
- ✓ вивозити товар зі складу лише за умови подання варранту — складського свідоцтва, проти якого здійснюються всі операції на біржі та проводяться розрахунки;
- ✓ повідомляти біржу про зміну власника складу;
- ✓ відповідно до вимог законодавства, що регулює біржову діяльність, робити облік, складати звіти, дозволяти необхідні інспекції;
- ✓ забезпечувати зберігання товару.

Склади приймають товар на відповідальне зберігання, видаючи *складські розписки – варанти*, що вільно обертаються. Варрант є товаророзпорядчим документом. У ст. 3 Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок»¹⁰ від 06.12.2012 р. до переліку цінних паперів введено групу товаророзпорядчих документів, що трактуються як цінні папери, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах, але перелік документів, які до них відносяться, не вказано, тому дана частина ст. 3 потребує уточнення. Введення даної групи товарів свідчить про спрощення процесу купівлі-продажу товарів на ринку.

Покажемо традиційну процедуру укладання спотового контракту на біржі. Продавець, який вперше звертається через біржового брокера з пропозицією щодо продажу партії товару, повинен привести свій товар на біржову експертизу якісних параметрів, скомплектувати партію, кратну біржовим лотам, доставити партію на сертифікований біржею склад, отримати варрант та передати його брокеру для пред'явлення на біржу. Брокер на основі варранту заявляє товар до продажу на наступні торги. Якщо товар продається, то брокер віддає варрант своєму контрагенту – брокерові покупця, який отримує його взамін на банківський чек. Така процедура повністю виключає невиконання укладених у біржовій залі угод як для продавця, так і для покупця.

Спотові угоди є базовими угодами для ринку активів, вони визначають рівноважну ринкову ціну або курс на сьогодні. Однак для учасників ринку такої інформації недостатньо. Спотова ціна змінюється впродовж біржового дня, не кажучи про тижні, місяці, квартали, роки тощо. Для виробників та споживачів товарів, банків та їх клієнтів, експортерів та імпортерів важливо знати, якими будуть спотові ціни у майбутньому, коли вони будуть продавати або купувати товар, надавати кредит, проводити зовнішньоекономічну діяльність. Саме така потреба і призвела до появи форвардних угод. Вважається, що перша форвардна угода була укладена на рисовій біржі «Доджима» у 1730 р. і отримала назву «завчасна контракція»¹¹.

Вище вказувалося, що на Чиказькій торговельній палаті перший форвард укладено у березні 1851 р. Березневий термін поставки пов'язаний з тим, що торговці кукурудзою, закупивши її у фермерів восени, сушили її у своїх елеваторах до весни, коли зійде лід та ріками можна буде доставити зерно покупцям. Однак за цей час ціни могли суттєво змінитися і торговці знайшли вихід з цього становища. Вони завчасно зустрілися з своїми контрагентами і домовилися про ціни, за якими будуть навесну поставляти кукурудзу.

Проте форварди, як правило, були ризиковими для однієї із сторін контракту, не були стандартизовані і, за умови різких цінових коливань, не виконувалися. Покажемо на конкретних прикладах можливі виграші та програші для двох сторін форвардного контракту, використавши розміри контрактів та ціни як зарубіжних бірж, так і українських, для яких укладання форвардів на зерно майбутнього урожаю завдало удару по біржовому ринку взагалі, відлякавши зарубіжних учасників.

¹⁰ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»[Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

¹¹ Дегтярева О. И. Биржевое дело : уч. [для вузов] / О. И. Дегтярева – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 18.

Приклад 3.1

Нехай фермер уклав з елеваторником форвардну угоду у квітні на продаж 50000 бушелів пшениці у липні (після збирання врожаю) за ціною 7,5 дол. за бушель. На середину липня спотові ціни на пшеницю становили: а) 7 дол.; б) 8 дол. Як бачимо, у першому випадку виграш отримав фермер ($0,5 \times 50000 = 25000$) У другому випадку його втрачена вигода також становила 25000, відповідно виграш отримав власник елеватору. Ми не кажемо, що у другому випадку фермер отримав прямі збитки, адже, укладаючи форвардну угоду за ціною 7,5 дол. за бушель, обидві сторони вважали її оптимальною, оскільки кожен рахував власну собівартість, однак у цьому випадку показуємо недоотриману вигоду.

Як видно із наведеного прикладу, форвардні угоди дають можливість продавцям та покупцям зафіксувати ціну, яка на момент домовленості їх влаштовує, однак несуть у собі ризик втрати додаткової вигоди або і навіть збитків, що спостерігається за умови різких перепадів цін або курсів. Так було в кінці 2007 р. на ринку нафти, коли ціна зросла від 59 до 140 дол. за барель, але експортерам потрібно було виконувати форвардні контракти (рис. 3.1¹²).

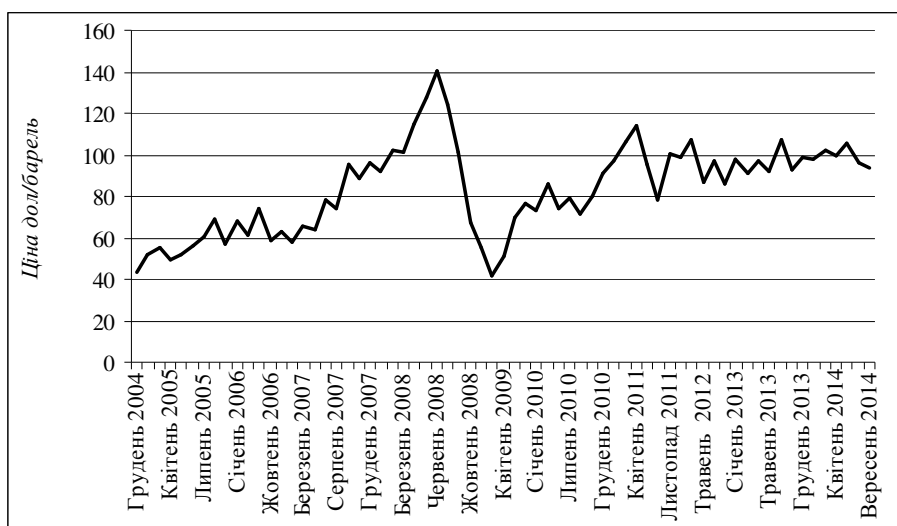


Рис. 3.1. Динаміка зміни світових цін на нафту марки «Light» з 2004 р. по 2014 р.

На сучасних зарубіжних ринках форварди укладаються на кількох біржах, наприклад, Лондонській біржі металів, і переважно на позабіржових ринках. Загалом будь-який контракт, який укладається між продавцями та покупцями на різноманітні товари або активи, є форвардним, адже ціну, як правило, погоджують у момент підписання контракту, а поставка відбувається через кілька днів, місяців, років тощо.

¹² Котирування нафти[Електронний ресурс] / Офіційний сайт CME Group. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude.html>.

Еволюція біржової торгівлі пішла шляхом повної стандартизації форвардів та введення системи маржевого забезпечення виконання цих угод. Стандартизація форварда дозволила здійснювати купівлю-продаж не товарів, а зобов'язань щодо їх купівлі або продажу. Так виникають унікальні контракти – ф'ючерсні. Суть ф'ючерсних контрактів та їх наступників – опціонів буде розглянуто у наступних розділах.

3.3. Характеристика біржових товарів

Оскільки на сучасних товарних біржах України продовжується торгівля не біржовими товарами, подамо більш повну їх характеристику, зупинившись окремо на якісних характеристиках товарів та фінансових інструментів.

Для сировинних товарів, крім названих вище характеристик, важливе значення мають і такі, як здатність до тривалого зберігання та транспортування. Біржові товари транспортуються різними видами транспорту, тому розміри біржових контрактів щодо мір ваги та об'ємів повинні відповідати їх можливостям.

Якість товару залежить від фізичних, хімічних, біологічних властивостей, а також від відповідності товару функціональним та іншим вимогам. Біржі вимагають від продавців розкриття повної інформації щодо своїх товарів. Це стосується як сировинних товарів, так і фінансових інструментів.

Для сировинних товарів інформація про якісні параметри міститься у рекламних буклетах виробників, експертних висновках товариств споживачів, стандартах. Для фінансових інструментів такими джерелами інформації є фінансові звіти корпорацій, аудиторські висновки тощо.

3.4. Сільськогосподарська і промислова сировина

Сільськогосподарські товари були першими біржовими товарами, пізніше до них приєдналися метали, енергоносії. Особливо успішно функціонують сьогодні ринки зернових та олійних культур і продуктів їх переробки.

Найбільшим за обсягом є ринок кукурудзи США. На Чиказькій торговельній палаті (CME GROUP) середній показник відкритих позицій становить близько 100 тис. ф'ючерсних контрактів по 5 000 бушелів кожен.

Ринок пшениці у США має значно ширшу географію, вона котирується на біржах Чикаго, Канзас-Сіті, Міннеаполісу. Всі контракти мають однакові розміри та місяці поставок, що дає змогу проводити арбітражні операції.

Покажемо приклад біржової котирування на кукурудзу Чиказької торговельної палати (CBOT) (рис. 3.2, 3.3)¹³.

¹³ Біржове котирування та графік зміни березневого ф'ючерсного контракту [Електронний ресурс] / Офіційний сайт CME Group. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/trading/agricultural/grain-and-oilseed/corn.html>.

Спочатку вказують назву контракту «КУКУРУДЗА» («CORN»), потім назву біржі, її подають скорочено. Наприклад, СВТ – «Чикаго Борд оф Трейд», КС – «Канзас-Сіті Борд оф Трейд». Для того, щоб фахово працювати з біржовими котируваннями, які публікуються в економічних виданнях, розповсюджуються в Інтернеті, пропонуємо використовувати розшифровку умовних скорочень, подану у підручнику.

Далі вказується розмір контракту – **5000 бушелів (5.000 bu)** та одиниці ціни, у даному разі **центи за бушель (cents per bu)** – по вертикалі перша колонка містить назву місяців поставки (березень, травень, липень, вересень, грудень), які є визначальними для ринку кукурудзи взагалі, а потім подано серію цін біржового дня, а саме: ціну, зафіксовану у період відкриття торгівлі (ціна першої угоди, або середня ціна перших 30 хвилин торгівлі), найвищу та найнижчу ціни, зафіксовані впродовж дня торгівлі, середню ціну дня (середню ціну останніх 30 хвилин торгівлі), зміни середньої ціни порівняно з минулим біржовим днем, найвищу та найнижчу ціни, зафіксовані за період торгівлі даним контрактом, та кількість відкритих позицій – контрактів, які на кінець біржового дня залишилися у біржовиків.

На рис. 3.2, 3.3 показано приклад біржових котирувань в електронній версії на сайті «CME Group».

Котирувальні ціни на сільськогосподарську та промислову сировину групуються за названими вище групами, послідовно вміщуючи інформацію з провідних світових бірж, як правило, США та Європи. Зазначимо, що обсяги торгівлі сільськогосподарською сировиною в Україні є незначними, біржові котирувальні таблиці розміщуються, як правило, на web-сторінках в Інтернеті, або у котирувальних таблицях бірж та вузькоспеціалізованій економічній пресі.

Select commodity type: Then select contract: Help

Corn Comp. - CBOT											
Contract	Month	Last	Chg	Open	High	Low	Volume	OpenInt	Exchange	Date	Time
CORN	Dec '14	329'6	0'2	329'2	330'6	329'0	6353	778820	CBT	09/25/14	11:17:42
CORN	Mar '15	342'4	0'2	342'2	343'2	341'4	1188	216949	CBT	09/25/14	11:17:54
CORN	May '15	351'0	0'2	350'6	352'0	350'6	294	58144	CBT	09/25/14	11:15:00
CORN	Jul '15	358'0	0'0	358'0	359'0	357'4	610	84442	CBT	09/25/14	10:37:37
CORN	Sep '15	365'4	0'0	365'4	366'2	365'4	117	23591	CBT	09/25/14	11:07:58
CORN	Dec '15	375'0	-0'4	374'6	376'0	374'6	208	105654	CBT	09/25/14	11:12:22
CORN	Mar '16	385'4	0'4	385'0	385'4	385'0	13	3192	CBT	09/25/14	05:40:12
CORN	May '16	392'0	0'0	392'0	392'0	392'0	9	1048	CBT	09/25/14	00:00:00
CORN	Jul '16	397'4	0'0	397'4	397'6	397'4	3	1761	CBT	09/25/14	03:14:29
CORN	Sep '16	397'2y					1	420	CBT	09/24/14	18:30:24
CORN	Dec '16	398'4y					1	3841	CBT	09/24/14	18:30:24
CORN	Jul '17	414'6y					2	96	CBT	09/24/14	18:30:24
CORN	Dec '17	408'4y					11	325	CBT	09/24/14	18:30:24

- Chart - Options - Quotes Save Quote Board

Data retrieved at Sep 25 11:29:29 GMT • All quotes are in Greenwich Mean Time • Data provided by Interactive Data

Рис. 3.2. Приклад біржових котирувань на ф'ючерсний контракт кукурудзи різних місяців поставки від грудня 2014 до грудня 2017 р. на «CME Group».



Рис. 3.3. Біржове котирування та графік зміни ціни ф'ючерсного контракту на кукурудзу 19.09.2014 р.

Кожен товар має не лише визначений розмір контракту та терміни поставок, а й одиниці щодо визначення цін. Наприклад, на біржах США для цукру – це центи за англійський фунт, для нафти – долари за барель, для бензину – центи за галон, на європейських біржах – долари або фунти стерлінгів за тону пшениці, цукру, кави тощо.

Сучасні потужні зарубіжні промислові та торговельні ТНК вміло використовують біржові контракти на основні види сировини у системі фінансового менеджменту, а саме управління ціновими ризиками.

3.5. Фінансові інструменти

Нові умови функціонування фінансових та товарних ринків у розвинутих країнах ринкової економіки, в т. ч. у Європі, привели до потужного інноваційного прориву у розвитку фінансової теорії та практики. Ці фінансові інновації стосуються як інструментарію (фінансових продуктів та послуг), так і реалізації інноваційних стратегій як внутрішніх методів, які виробляються для задоволення цілей фірми, використовуючи ринкові неефективності.

Фінансові продукти на зарубіжних ринках прийнято називати фінансовими інструментами. На нашу думку, можна дати таке визначення: *фінансові інструменти – це товари та послуги фінансових інститутів, що стають доступними для клієнтів завдяки сунутнім та підтримуючим товарам.* У 90-х рр. ХХ ст. фінансові інструменти стали об'єктами біржової торгівлі. Причому настільки широко застосовуються, що для їх обігу були створені спеціалізовані біржі. Крім того, на існуючих товарних біржах з великим успіхом застосовуються контракти на довгострокові

облігації, відсоткові ставки, валюту. До таких бірж належать Чиказька опціонна біржа, Лондонська біржа фінансових ф'ючерсів, Європейська біржа деривативів EUREX тощо.

Фінансові інструменти можна класифікувати, беручи за класифікаційну ознаку природу відносин клієнта та оферента, сегмент ринку, на якому обертається інструмент, строк поставки тощо. Однак у нашому разі класифікаційними ознаками оберемо ціноутворення на фінансовий інструмент та строк виконання контрактів.

Виходячи із *першої* ознаки, фінансові інструменти класифікують на **реальні (основні, базові)**, ціни або курси на які визначаються на ринку через взаємодію попиту й пропозиції, та **похідні**, ціни на які є похідними від цін базового активу (*derivative instruments*). За *другою* ознакою фінансові інструменти поділяються на інструменти з негайною поставкою – **касові** або **спотові** (*spot, cash*) та **строкові інструменти** (*terme instruments*), оскільки є контрактами на купівлю-продаж базових фінансових інструментів у майбутньому за цінами або курсами, погодженими у момент укладання таких контрактів.

Ці дві ознаки, які відповідають одним і тим самим інструментам, вживаються в Україні окремо не лише у наукових дослідженнях, а й у законотворчому процесі. Так, у нормативних актах та законопроектах Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку ці інструменти називаються *деривативами*, що є калькою з англійської мови слова «похідні»; у ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» вживається термін «похідні», а у ст. 3 цього закону класифікуються «...похідні цінні папери як цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів...».

У країнах ЄС не вживається термін «похідні», там використовується термін «строкові фінансові інструменти». До таких інструментів відносять **форвардні контракти** (*forward*), **ф'ючерсні** (*future*) біржові та **опціонні** (*option*) біржові, позабіржові контракти та **свопи** (*swap*).

Фінансові інструменти, які сьогодні широко використовують у зарубіжній практиці, можна поділити на п'ять груп:

1. Часткові цінні папери (акції та сертифікати інвестиційних фондів).
2. Боргові зобов'язання (облігації, казначейські зобов'язання, комерційні папери, векселі, депозитні сертифікати).
3. Похідні фінансові інструменти (форварди, ф'ючерси, свопи, опціони).
4. Гібридні інструменти (конгломерати простих інструментів, наприклад, гібрид процентних та валютних інструментів).
5. Синтетичні інструменти (опціон на ф'ючерсний контракт, двовалютна облігація, синтетична акція тощо)¹⁴.

Характеристикам акцій (одночасно титулу власності та боргового інструмента) щодо цін, доходів та ризиків, проблемам управління портфелів акцій в Україні уже почали приділяти значну увагу як економісти-теоретики, так і практики. Однак цей ринок очікує нагрунтовні дослідження. Для країн ЄС даний ринок є досить важли-

¹⁴ Маршал Дж. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Маршал, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – С. 298–341.

вим, оскільки за обсягами суттєво поступається американському, хоча в останні роки зростає значно швидшими темпами.

Акція (*share*) – цінний папір, що засвідчує участь володаря у капіталі ділової одиниці бізнесу, що має статус юридичної особи у формі корпорації – акціонерного товариства.

Акція – це частка акціонера у всьому, що має компанія, його узаконене право на частину капіталу, майна, доходу. Вона існує стільки, скільки існує сама корпорація, хоча за цей час може мати різних власників. Акціонер, як правило, не має права повертати акцію корпорації, що її випустила. Акціонерний капітал є неподільним.

Акція – це єдиний вид цінних паперів, що за певних умов дозволяє збільшити свої капітали, захищати їх від інфляції. Акція – це одночасно боргове зобов'язання корпорації перед її акціонерами та титул власності.

В Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» із змінами, внесеними згідно із Законом № 1522-VI (1522-17) від 11 червня 2009 р. вказано, що «...акція – іменний цінний папір, який посвідчує майнові права його власника (акціонера), що стосуються акціонерного товариства, включаючи право на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та право на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, право на управління акціонерним товариством, а також немайнові права, передбачені Цивільним кодексом України та законом, що регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств і законодавством про інститути спільного інвестування»¹⁵. Цей закон тепер передбачає випуск лише іменних акцій.

Це цікаво!

У 1553 р. група лондонських купців на чолі із С. Коботом утворила перше публічне акціонерне товариство з промовистою назвою «Загадкові подорожі купців для відкриття невідомих регіонів, домініонів, місць та островів».

На кошти, отримані від реалізації акцій, було споруджено три кораблі, які відпливли від берегів Великобританії з метою пошуку північно-східного шляху до Китаю. Два із них затонули в арктичних льодовиках, а третій успішно досяг Архангельська, потім Москви, де було укладено торговельну угоду з царем Іваном Грозним, після чого корпорація отримала монополію на торгівлю з Росією і її почали називати «Руською». Після такого успіху компанія випускає додаткові акції номіналом 25 фунтів стерлінгів, що одинадцять років (з 1564 р.) продавалася по 200 фунтів стерлінгів.

Емісія акцій здійснюється у таких випадках:

- ✓ при акціонуванні акціонерного товариства;
- ✓ при реорганізації існуючої компанії в акціонерне товариство (наприклад, у процесі приватизації);
- ✓ при змінах статутного фонду існуючого акціонерного товариства.

Статутний капітал – це дозволений до випуску капітал. Він може бути поділений на такий, який знаходиться в обігу (привілейовані та звичайні акції акціонерів), та такий, що залишається в портфелі цінних паперів компанії. Корпорація має пра-

¹⁵ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

во викупу власних акцій. Однак у законодавстві багатьох країн є положення про те, що неплатоспроможна корпорація втрачає право викупу власних акцій. Така ж вимога передбачена і у випадку, якщо подібний викуп призведе до неплатоспроможності. Законодавством усіх країн світу, де мають обіг акції, допускається їх дроблення або консолідація.

Акції бувають *іменними* чи *на пред'явника*, залежно від способу передачі акції від одного акціонера до іншого, *звичайні* (*common stock*) і *привілейовані* (*preferred stock*), залежно від права участі в управлінні корпорацією. Корпорація випускає лише ті акції, що вказані в її статуті.

Акція має такі фундаментальні якості й ознаки:

- ✓ акція – це титули власності на майно акціонерного товариства, але не позика;
- ✓ відсутність кінцевого строку погашення; у класичному понятті акція – це негасимий цінний папір;
- ✓ обмежена відповідальність. Інвестор не може втратити більше, ніж він вклав в акцію. Інвестор не відповідає за зобов'язаннями акціонерного товариства загалом. Це положення стало діяти з початку XIX ст.;
- ✓ акція неділима – права, котрі вона представляє, є неподільними.

Більшість країн використовують іменні (зареєстровані), однак у Німеччині, Швейцарії більшість становлять акції на пред'явника (вільно обертаються, не зареєстровані в емітента на конкретну особу, дивіденд виплачується за купоном тому власнику, який у ньому зазначений).

Використання іменних акцій передбачає якісно іншу технічну інфраструктуру фондового ринку – існування розвинутої реєстраційної мережі (ведення реєстрів, поіменний облік переходу права власності, розвиток функції номінального утримувача).

Акції на пред'явника не реєструються корпорацією (АТ). Як правило, вона не знає, хто є їх володарем. Лише фактичне володіння цими акціями є юридичною основою того, що перед вами акціонер товариства.

З боку акціонерного товариства більш зручно випускати іменні акції. Це дає йому можливість контролювати процес руху акціонерного капіталу, концентрацію пакетів у руках окремих осіб, регулювати їх обіг, в т. ч. і поза межами країни. Іменна акція дещо утруднює для акціонера можливість у будь-який момент перетворитися у готівкові кошти.

Існують різні способи продажу іменних акцій. Володар іменної акції, як правило, отримує при купівлі один сертифікат на всі акції, який засвідчує їх наявність у володаря. При продажі цих акцій на зворотній стороні сертифіката робиться індо-самент про передачу з підписами обох сторін. Після чого сертифікат відсилається у корпорацію або реєстратору, де вносяться зміни у список акціонера, а володарі отримують нові сертифікати.

Перепродаж акцій на пред'явника полягає у прямій передачі цього цінного папера від одного власника до іншого. Акції на пред'явника випускаються, як правило, з невисоким номіналом, але великим тиражем. Для іменних акцій проблеми номіналу не існує.

Названий вище закон визначає й розмір випуску тих чи інших видів акцій. Так, наприклад, «...привілейовані акції не можуть бути випущені на суму, що перевищує

25 відсотків статутного капіталу акціонерного товариства» (аналогічно в Росії)¹⁶. Як бачимо, діяльність акціонерних товариств з випуску цінних паперів обмежена законом і не надає прав акціонерним товариствам самостійно вирішувати питання випуску необхідних їм цінних паперів, зокрема акцій, відповідно тій кон'юнктурі, яка склалася в даний час на ринку і яка є найвигіднішою.

Привілейовані акції дають їх володарям право, якою не мають інші власники товариства, а саме:

- ✓ дивіденди на привілейовані акції, як правило, встановлюються за фіксованою ставкою, розмір дивіденду виражений у відсотках до номіналу акції;
- ✓ дивіденди на привілейовані акції виплачуються до виплати дивідендів за звичайними акціями;
- ✓ володарі привілейованих акцій мають право на першочергове отримання певної частки активів товариства при його ліквідації.

Участь в акціонерному товаристві несе певний ризик і відповідальність. Ризик полягає в тому, що за відсутності гарантії отримання фіксованих дивідендів у результаті діяльності акціонерного товариства є потенційні можливості знецінення заощаджень, вкладених в акції, і навіть їх повної втрати. Відповідальність акціонера пов'язана з неможливістю вимагати від акціонерного товариства повернення коштів, внесених при купівлі акцій.

Оскільки привілейовані акції не мають такого ступеня ризику, в них відібрано один привілей, властивий лише простим акціям – право голосу, тобто власники привілейованих акцій є співвласниками акціонерного товариства, але не мають права брати участь у керівництві.

Привілейовані акції бувають різних видів, а саме:

1. **Кумулятивні привілейовані акції.** Передбачається, що будь-які належні, але необов'язкові дивіденди накопичуються і виплачуються за цими акціями до об'яви про виплату дивідендів за звичайними акціями.

2. **Некумулятивні привілейовані акції.** Володарі цих акцій втрачають дивіденди за будь-який період, за який рада директорів не оголосила про виплату дивідендів.

3. **Привілейовані акції з часткою участі.** Ці акції дають їх володареві право на отримання додаткових дивідендів понад оголошену суму, якщо дивіденди за звичайними акціями перевищують оголошену суму (тобто вони дають право їх володарям на участь у залишку прибутку).

4. **Конвертовані привілейовані акції.** Ці акції можуть бути обмінені на встановлену кількість звичайних акцій за обумовленою ставкою.

5. **Привілейовані акції з коректованою ставкою дивідендів.** На відміну від привілейованих акцій з фіксованою ставкою дивідендів, дивіденди за цими акціями коригуються (як правило, щоквартально) на основі врахування динаміки процентних ставок за короткостроковими державними паперами.

6. **Відкликані привілейовані акції.** Випускаючи ці привілейовані акції, акціонерне товариство залишає за собою право «відкликати», тобто викупити їх за ціною з надбавкою до номіналу.

¹⁶ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

Усі вищевказані види привілейованих акцій можуть комбінуватися; наприклад, можуть існувати конвертовані, кумулятивні привілейовані акції з часткою участі.

І, нарешті, *прості* (звичайні) акції. Це акції, дохід яких залежить від чистих прибутків товариства і від його дивідендної політики. Володар звичайних акцій має право брати участь в управлінні акціонерним товариством (право голосу на зборах акціонерів). Розподіл прибутку між володарями даних акцій проводиться пропорційно до вкладеного капіталу, залежно від кількості куплених акцій. Мінімальна величина вкладеного капіталу – номінальна вартість акції. Номінальна вартість акції в Україні не може бути меншою від однієї копійки.

Акції дають право їх володарям на отримання частини прибутку акціонерного товариства в формі дивідендів. Дивіденди – частина прибутку акціонерного товариства, розподілена між акціонерами у вигляді певної частини від вартості їх акцій. Дивіденди за звичайними акціями виплачуються лише після сплати податків, відсотків за облігаціями та дивідендів за привілейованими акціями. Приклади біржових котирувань на акції наведені на рис. 3.4¹⁷, 3.5¹⁸.

Як видно із рис. 3.5 та 3.4, на вітчизняному фондовому ринку публікується набагато менше інформації, ніж на американському, зокрема на Нью-Йоркській фондовій біржі, де не лише публікують останні ціни, а й іншу необхідну для інвестора інформацію.

Інвестиційний сертифікат – цінний папір, який розміщується інвестиційним фондом, інвестиційною компанією, компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та посвідчує право власності інвестора на частку в інвестиційному фонді, взаємному фонді інвестиційної компанії та пайовому інвестиційному фонді¹⁹.

Малодослідженою є й сфера обігу боргових зобов'язань, що, на наш погляд, і спричинило боргову кризу у 1998 р., коли збудована державними фінансистами фінансова піраміда короткострокових державних облігацій ОВДП зруйнувала і без того слабку банківську систему в Україні. Лише з 2001 р. поступово цей ринок починає відновлюватися. Особливо значними обсягами він починає зростати після 2004 р. – це зростання відбувається за рахунок корпоративних облігацій.

У 2006 р. в Україні з'явилась нова фондова біржа «Перспектива», що реалізовує спільно з Міжнародною фінансовою корпорацією (IFC) проект, метою якого є сприяння розвитку ринку фінансових стресових активів в Україні через створення інструментарію та платформи для їх сек'юритизації.

В західних країнах ринок боргових зобов'язань, особливо державних, становить основну частину фондового ринку. Боргові інструменти є головними складовими інвестиційних портфелів портфельних інвесторів, тоді як частка акцій як ризикових цінних паперів є незначною.

¹⁷ Котирування акцій компанії P&G [Електронний ресурс] / Офіційний сайт NYSEEURONEXT. – Режим доступу : <http://www.nyse.com/about/listed/lcddata.html?ticker=PG&fq=5&ezd=1D&index=1>.

¹⁸ Котирування акцій Алчевського металургійного комбінату [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Української біржі. – Режим доступу: <http://www.ux.ua/ua/issue.aspx?code=ALMK>.

¹⁹ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

Procter & Gamble Co.

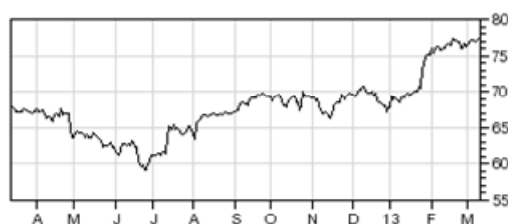
Profile | **Data** | News | SEC FilingsNYSE Technologies Global Market Data | As of 13 Mar
2013, 09:04 (ET)
Market data below delayed at least 15 min.

Symbol	Last Trade 12 Mar 13	NYSE Only Close 12 Mar 13	Change	Volume 12 Mar 13
PG	\$ 77.17	77.17	-0.18 (-0.23%)	7,016,698

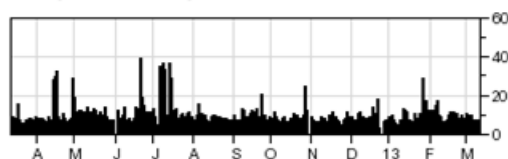
Website: <http://www.pg.com>
Designated Market Maker (DMM): Barclays CapitalNYSE Market: Closed | Powered by
Volume 3,022,000,000 | NYSE MarkeTracNYSE Composite 9059.96 22.27
Dow Jones Ind. 14450.06 2.77
AS OF 12 Mar 2013

1 Year (Daily)

Stock Price in Dollars



Volume (million of shares)



12 Mar 13		
Open	High	Low
77.19	77.45	77.00
52 Week		
High		Low
77.77		59.07
19 Feb 2013		26 Jun 2012

P/E Ratio	19.78
Indicated Annual Dividend	2.25
Beta Coefficient	0.45
Earnings per Share	3.90
Yield (%)	2.92
Market Cap (billion)	210.80 B
Shares Outstanding	2,731,650,000

Рис. 3.4. Котирування і графік акції компанії «Procter & Gamble Co» на Нью-Йоркській фондовій біржі за період 12.03.2012 – 12.03.2013 рр.

Последние данные по инструменту	
Дата	13.03.2013 14:05
Валюта	UAH
Котировки	
Покупка	0,0504
Продажа	0,0507
Последняя сделка	
Цена	0,0503 (14:04)
Изменение к закрытию	-1,37%
Объем, шт.	8 000
Сделки	
Максимум	0,0512
Минимум	0,0502
Объемторгов, шт.	1 256 000
Объем, UAH	63 429
Число сделок	71

Параметры инструмента	
Код	ALMK
Название	Алчевський металургійний комбінат, аз
Вид	Акції прості
ISIN	UA4000075014
Дата начала торгов	16.03.2009
Уровень листинга	0
Кратность	1 000
Рынок	P3
Номинал, UAH	0,1
Общеекол-во, шт	25 775 254 803
Статус	Допущены к торгам

Информация об эмитенте	
Публічне акціонерне товариство "Алчевський металургійний комбінат"	
Краткоеназвание	Алчевський металургійний комбінат, ПАТ
Код эмитента	ALMK
Юридический адрес	94202, Луганська обл., м. Алчевськ, вул. Шмідта, 4
ЕДРПОУ	05441447
Web-адрес	www.amk.lg.ua

Дополнительная информация	
• Итогиторгов	• Код Reuters: ALMK.UAX
• Данные для теханализа	• Код Bloomberg: ALMK UK
• График динамики инструмента	
• Информеры по инструменту	

Котировки на 14:05:56

Покупка (объем)	Цена	Продажа (объем)
323 000	0,0500	
215 000	0,0501	
110 000	0,0502	
154 000	0,0503	
3 000	0,0504	
	0,0507	2 000
	0,0508	3 000
	0,0509	202 000
	0,0510	11 000
	0,0511	243 000



Рис. 3.5. Котирування та графік акцій Алчевського металургійного комбінату за станом на 13 березня 2013 р. на Українській біржі

До *боргових цінних паперів* належать:

- ✓ облігації (державні та корпоративні);
- ✓ казначейські зобов'язання та векселі;
- ✓ депозитні сертифікати банків;
- ✓ векселі.

Боргові цінні папери історично виникають першими. Згадки про векселі датуються XII ст., облігаційні позики королів різних європейських держав дозволяли знаходити кошти для ведення воєн, колоніальних завоювань тощо.

Боргові цінні папери класифікують за різними ознаками. До основних ознак належать:

- 1) терміни існування боргового зобов'язання;
- 2) характер отриманого доходу;
- 3) забезпеченість повернення суми боргу тощо.

За *першою* ознакою боргові цінні папери поділяються на:

- ✓ короткострокові (термін існування до одного року);
- ✓ середньострокові (від одного року до п'яти);
- ✓ довгострокові (від п'яти років до двадцяти, тридцяти й далі).

За *другою* ознакою боргові цінні папери поділяються на *процентні*, коли дохід нараховується у твердофіксованих відсотках на суму номінального боргу, що виплачується у терміни та розмірах, передбачених умовами емісії, та *дисконтні*, коли дохід одержується у вигляді різниці між ринковою ціною боргового зобов'язання та номінальною сумою боргу. За *третьою* ознакою боргові цінні папери поділяються на забезпечені іншими ліквідними активами та незабезпечені.

Подамо короткі визначення облігації, векселя та депозитного сертифіката банків.

Облігація – це цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання щодо відшкодування йому номінальної вартості цього папера у передбачені строки з виплатою фіксованого процента. Облігації бувають державними та корпоративними. Облігації належать до процентних цінних паперів.

Вексель – встановлена законом форма боргового зобов'язання про безумовне повернення боргу. Векселі бувають прості та переказні (соло-векселі та тратти). Векселі належать до дисконтних цінних паперів.

Депозитний сертифікат – письмове свідчення банку щодо депонування номінальної суми позики з умовою її повернення у вказані у сертифікаті строки з виплатою твердо фіксованих відсотків доходу, нарахованих на номінал. Ці цінні папери широко застосовують у біржовій торгівлі, причому, як вказувалося вище, торгівля переважно проводиться значними кількостями та крупними номіналами.

Третю, четверту та п'яту групу фінансових інструментів в Україні майже не вивчають, хоча спроби впровадження форвардних та ф'ючерсних контрактів час від часу трапляються. Крім того, у вітчизняних наукових публікаціях такої класифікації не дається. У кращому випадку можна зустріти лише третю групу, яку різні автори називають або спеціальними, або похідними цінними паперами. Саме вивчення суті цих інструментів, особливо біржових, визначено основним завданням підручника.

Наприклад, проаналізуємо стан справ на фондовому ринку України крізь через призму діяльності організаторів торгівлі (фондових бірж) у 2013 р.

За результатами торгів на біржах обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами протягом 2013 р. становив 474,63 млрд. грн. (табл. 3.1)²⁰.

²⁰ Інформаційна довідка [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>.

Таблиця 3.1

Обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами
на біржах у 2013 р. млн. грн.

Період	Фондові біржі										Усього
	Українська фондова біржа (УФБ)	Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ)	Фондова біржа ПФТС	Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ)	Фондова біржа «ІННЕКС»	Придніпровська фондова біржа (ПФБ)	Українська міжнародна фондова біржа (УМФБ)	Фондова біржа «ПЕРСПЕКТИВА»	Східноєвропейська фондова біржа (СЄФБ)	Українська біржа (УБ)	
Січень	405,07	472,31	2 509,65	0,13	0,08	40,91	6,00	22 189,91	112,02	958,42	26 694,49
Лютий	3,03	565,79	5 285,80	0,07	0,36	179,19	22,44	17 255,23	29,33	1 454,28	24 795,52
Березень	2,68	1 000,30	9 002,33	0,41	2,19	152,15	150,26	22 187,70	32,49	1 336,92	33 867,43
Квітень	3,32	797,73	7 001,71	0,09	6,95	1 925,16	87,28	25 818,29	50,13	1 575,22	37 265,89
Травень	3,09	315,76	6 065,94	0,08	112,05	1 487,48	13,90	24 442,18	24,85	905,34	33 370,56
Червень	14,10	1 094,21	8 183,03	0,17	51,27	849,98	175,14	24 652,26	35,90	711,10	35 767,15
Липень	105,79	1 169,49	18 469,46	0,31	2,31	1 519,35	137,27	32 147,24	436,13	890,11	54 877,45
Серпень	2181,04	2 995,45	19 828,51	0,03	0,98	1 150,19	15,28	36 302,83	25,93	697,28	63 197,52
Вересень	5,63	1 191,47	12 324,49	0,06	5,17	2 043,12	62,60	24 793,42	53,11	634,22	41 113,30
Жовтень	86,65	422,16	5 367,32	0,06	1,07	539,41	48,54	24 571,92	3,63	496,32	31 537,08
Листопад	52,74	573,22	8 398,61	0,07	0,74	144,54	5,39	34 922,32	3,71	589,89	44 691,21
Грудень	548,21	1 224,18	10 543,15	0,03	37,61	3 058,66	507,33	30 579,81	277,89	680,38	47 457,25
Усього	3411,38	11822,06	112979,9	1,50	220,8	13090,1	1231,4	319 863,1	1 085,1	10 929,5	474634,7

У 2013 р. порівняно з аналогічним періодом 2012 р. обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами на біржах збільшився у 2 рази, або на 210,96 млрд. грн. (у 2012 р. – 263,67 млрд. грн.).

Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами на біржах протягом 2013 р. зафіксовано із:

- ✓ державними облігаціями України – 351,33 млрд. грн. (74,02% від загального обсягу виконаних біржових контрактів);
- ✓ облігації підприємств – 49,41 млрд. грн. (10,41% від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі).

Обсяг виконаних біржових контрактів з цінними паперами на біржі (організаторах торгівлі) на вторинному ринку становив 94,91% від загального обсягу виконаних біржових контрактів протягом зазначеного періоду (дод. 3.2)²¹.

Лише ліквідні фінансові інструменти є об'єктами біржової торгівлі, причому для запровадження нових контрактів для них також проводиться своєрідна біржова експертиза. Для таких цінних паперів, як акції на фондових біржах проводиться процедура *лістингу*, включення їх до котирувального списку біржі. Ця процедура передбачає виконання компанією-емітентом ряду вимог щодо вартості основних активів, прибутку, одержаного впродовж останніх років, розкриття інформації про діяльність. Обов'язковим у цьому випадку є проведення аудиторської перевірки, причому аудитором, який співпрацює з біржею. Це робиться для того, щоб на біржі котирувалися надійні масові фінансові інструменти.

У 2012 р. відповідно до вимог²² у біржові списки організаторів торгівлі (фондові та валютні біржі) включено 2 964 цінних папери. Кількість цінних паперів, які включено до біржових реєстрів організаторів торгівлі, становила 549. У біржовому реєстрі до котирувального списку за I рівнем лістингу включено 161 цінний папір (з урахуванням перебування у біржовому реєстрі на декількох організаторах торгівлі – 274 цінних папери), за II рівнем лістингу – 388 цінних паперів (з урахуванням перебування у біржовому реєстрі на декількох організаторах торгівлі – 407 цінних паперів).

²¹ Інформаційна довідка [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>.

²² Відповідно до Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку №1542 від 19.12.2006 р. «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж».

Резюме

Об'єктами ф'ючерсної торгівлі є обмежена кількість стандартизованих за кількісними та якісними показниками товарів. До них належать близько 50 видів, однак вони становлять понад третину міжнародного товарообігу. Біржові товари поділяються на три групи: сільськогосподарська сировина, промислова сировина, фінансові інструменти.

Біржові товари повинні відповідати таким характеристикам: масовість; здатність до стандартизації; замінність; вільне ціноутворення.

Біржові товари реалізуються на біржах через укладання біржових контрактів або угод. Через цю обставину біржі називають контрактними ринками. Угода вважається біржовою, якщо вона укладена на товар, допущений до котирування на даній біржі; укладена у торговельному піті, ямі, спеціально відведеному місці у торговельному залі біржі; укладена між членами біржі, або сертифікованими біржовими брокерами; укладено в межах часу, відведеного для біржової сесії.

Всі угоди, укладені на біржах, які не відповідають хоча б одній із перерахованих вимог, не є біржовими.

Товарна біржа реального товару у найвищій своїй формі характеризується тим, що торгівля відбувається без пред'явлення товару, за біржовими контрактами; біржові товари масові, однорідні, стандартизовані, взаємозамінні; біржова ціна визначається під час біржових торгів через постійну реєстрацію та наступну публікацію у засобах масової інформації; біржові угоди можуть проводитися як з метою купівлі-продажу товарів, так і з спекулятивними цілями; торгівля проводиться за Правилами біржової торгівлі, виконання яких є обов'язковим для продавців та покупців.

Біржові контракти поділяють на контракти з реальними активами та зобов'язаннями поставки і правами на ці активи, які називаються похідними інструментами (ф'ючерсами та опціонами). Біржові угоди з реальним товаром бувають спотовими і форвардними.

Контрольні запитання

1. Які товари належать до біржових і чому?
2. Назвіть основні ознаки біржових товарів.
3. Охарактеризуйте кожну із трьох груп біржових товарів.
4. Дайте визначення біржової угоди.
5. Які види біржових угод Ви знаєте?
6. Чим відрізняються угоди спот від угод форвард?
7. Назвіть основні характеристики сільськогосподарської сировини як об'єкта біржової торгівлі.
8. Які види фінансових інструментів котируються на міжнародних біржах?
9. Назвіть основні види акцій.
10. Які види боргових цінних паперів є об'єктами біржової торгівлі?
11. У чому полягає процедура лістингу на фондових біржах?

Рекомендована література

1. Біржове котирування та графік зміни березневого ф'ючерсного контракту [Електронний ресурс] / Офіційний сайт CME Group. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/trading/agricultural/grain-and-oilseed/corn.html>.
2. Галанов В. А. Биржевое дело : учеб. / В. А. Галанов ; под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – С. 45.
3. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 18.
4. Закон України «Про товарну біржу» [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.
5. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
6. Інформаційна довідка [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>.
7. Котирування акцій Алчевського металургійного комбінату [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Української біржі. – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ua/issue.aspx?code=ALMK>.
8. Котирування акцій компанії P&G [Електронний ресурс] / Офіційний сайт NYSE EURONEXT. – Режим доступу : <http://www.nyse.com/about/listed/lcddata.html?ticker=PG&fq=5&ezd=1D&index=1>.
9. Котирування нафти [Електронний ресурс] / Офіційний сайт CME Group. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude.html>.
10. Маршал Дж. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Маршал, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – С. 298–341.
11. Саблук П. Т. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / П. Т. Саблук ; за ред. Саблука П. Т., Шпичака О. М. – К. : ВІПОЛ, 1997. – С. 113, С. 93.
12. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 29.
13. Структура укладених угод на біржах за видами товарів [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2012/sze/suu/suu_u/dbu12_u.htm.
14. Таблиці мір і ваги [Електронний ресурс] / Корисна інформація. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/kogysna-informatsiya/tablytsya-mir-i-vah/>.
15. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – 172 с.

Тести для перевірки знань до розділу 3

- 1. Біржові товари поділяються на три групи:**
 - а) сільськогосподарська, промислова сировина, валюта;
 - б) акції, зерно, валюта;
 - в) сільськогосподарська, промислова сировина, фінансові інструменти;
 - г) нафта, зерно, облігації.

- 2. Фінансові інструменти класифікують на:**
 - а) цінні папери, похідні фінансові інструменти;
 - б) валюта, синтетичні, гібридні фінансові інструменти;
 - в) цінні папери, відсоткові ставки, валюта, похідні гібридні та синтетичні фінансові інструменти;
 - г) цінні папери та відсоткові ставки.

- 3. Основними характеристиками біржового товару є:**
 - а) масовість;
 - б) заміність, здатність до стандартизації;
 - в) вільне ціноутворення;
 - г) всі вищеназвані.

- 4. Угода вважається біржовою, якщо вона:**
 - а) укладена на біржовий товар;
 - б) укладена в час після біржової сесії;
 - в) укладена у торговельному піті під час біржової сесії;
 - г) укладена на біржовий товар у піті брокерами під час сесії.

- 5. Складська розписка – це:**
 - а) товаророзпорядчий документ;
 - б) право власності на товар;
 - в) право транспортування товару;
 - г) право отримання боргу.

- 6. Котирування провідних ф'ючерсних бірж містять таку інформацію про ціни:**
 - а) максимальна та мінімальна ціни дня;
 - б) ціна відкриття біржі;
 - в) ціна закриття біржі;
 - г) всі названі вище ціни.

- 7. Фінансові інструменти – це:**
 - а) товари і послуги фінансових інститутів;
 - б) товари промислових ТНК;
 - в) послуги депозитаріїв;
 - г) послуги реєстраторів.

- 8. Фінансові інструменти поділяються на такі групи:**
- а) акції, боргові зобов'язання;
 - б) акції та похідні фінансові інструменти;
 - в) гібридні та синтетичні інструменти;
 - г) акції, боргові зобов'язання, похідні, гібридні та синтетичні інструменти.
- 9. Емісія акцій здійснюється у таких випадках:**
- а) акціонування;
 - б) реорганізація;
 - в) зміна статутного фонду;
 - г) у всіх зазначених вище випадках.
- 10. Власник привілейованих акцій має право:**
- а) на першочергове отримання дивідендів;
 - б) на фіксовані дивіденди;
 - в) на першочергове отримання частки майна при ліквідації АТ;
 - г) на все вищезазначене.
- 11. Акції бувають:**
- а) іменні, на пред'явника;
 - б) привілейовані, конвертовані, кумулятивні;
 - в) прості;
 - г) всі зазначені вище.
- 12. До боргових цінних паперів належать:**
- а) облігації та векселі;
 - б) облігації, зобов'язання, векселі, депозитні сертифікати;
 - в) акції;
 - г) варанти.
- 13. Лістинг – це:**
- а) включення цінних паперів до котирувального списку біржі;
 - б) біржова експертиза;
 - в) процедура виключення цінних паперів з котирувального списку біржі;
 - г) біржове котирування.
- 14. До основних ознак боргових цінних паперів належать:**
- а) терміни існування, характер доходу, забезпеченість відшкодування;
 - б) масовість;
 - в) замінність;
 - г) ліквідність.
- 15. Вексель – це:**
- а) частковий цінний папір;
 - б) процентний цінний папір;
 - в) дисконтний цінний папір;
 - г) конвертований цінний папір.

Ситуаційні задачі

Задача № 1

Чистий прибуток акціонерного товариства за рік становив 500000 грн. На загальних зборах акціонерів було вирішено 9% використати на виплату дивідендів. Статутний фонд товариства дорівнює 6000000 грн. Номінал акції – 0,25 грн.

Визначити:

- 1) скільки грошових одиниць дивідендів припаде на одну акцію;
- 2) балансову вартість акції товариства, якщо вартість активів становить 7000000 грн., боргові зобов'язання – 900000 грн.;
- 3) курсову вартість акцій даного товариства, якщо облікова відсоткова ставка НБУ дорівнює 15%, та порівняти з біржовою ціною, яка у даний момент становить 0,04 грн.

Задача № 2

Номінал облігації Запорізького автомобілебудівного заводу дорівнює 1000 грн., облігація серії С процентна, процент становить 15% річних, облігація тримісячна. На біржовому ринку облігація продається за 1040 грн.

Визначити: інвестиційну вартість облігації та порівняти її з біржовою ціною для прийняття рішення щодо купівлі або продажу.

Задача № 3

У квітні фермер уклав форвардний контракт на майбутній врожай пшениці III-го класу за ціною 1900 грн. за тону. Собівартість тонни зерна становила 1600 грн. Контракт укладено на 100 т зерна.

Визначити: результати роботи фермера за сільськогосподарський рік. Порівняти ці результати за умови відсутності форварду, якщо ціна на момент збирання врожаю становила:

- а) 1450 грн. за т;
- б) 2100 грн. за т.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ біржовий товар;
- ✓ біржовий контракт;
- ✓ біржова угода;
- ✓ спот;
- ✓ форвард;
- ✓ ф'ючерс;
- ✓ фінансові інструменти.

Додатки

Додаток 3.1

Таблиці мір і ваги²³

Бушель (bu)		
Пшениця, соєві боби, горох, картопля	1 буш. = 60 фунтів = 27,216 кг	100 кг = 3,674 буш.
Жито, кукурудза, насіння льону, просо	1 буш. = 56 фунтів = 25,40 кг	100 кг = 3,937 буш.
Ячмінь, гречка	1 буш. = 48 фунтів = 21,77 кг	100 кг = 4,593 буш.
Ячмінь (Австралія, Нова Зеландія)	1 буш. = 50 фунтів = 22,68 кг	100 кг = 4,409 буш.
Овес (США)	1 буш. = 32 фунтів = 14,52 кг	100 кг = 6,887 буш.
Овес (Канада)	1 буш. = 34 фунта = 15,42 кг	100 кг = 5,513 буш.
Овес (Австралія, Нова Зеландія)	1 буш. = 40 фунтів = 18,14 кг	100 кг = 5,513 буш.
Рис (необсушений)	1 буш. = 45 фунтів = 20,41 кг	100 кг = 4,900 буш.
Насіння ріпаку	1 буш. = 50 фунтів = 22,70 кг	100 кг = 4,405 буш.

Неметричні одиниці	У метричному вимірюванні
Одиниці об'єму, місткості	
Бушель (Великобританія)	36,37 л
Бушель (США, Канада)	35,2391 л
Кварта (Великобританія)	1,136 л
Кварта рідинна (США)	0,946353 л
Кварта суха (США)	1,10122 л
Кубічний фут	28,3169 л
Тонна реєстрова	2,832 м ³
Одиниці маси	
Унція (oz)	0,028352 кг
Тройська унція (ozt)	0,0311034768 кг
Фунт (lb) = 16 унцій	0,453592 кг
Фунт торговельний	453,59 кг
Центнер (q) = 220,459 фунтів	100 кг
Центнер короткий, квінтал (cwtsh) = 100 фунтів	45,359 кг
Центнер довгий (cwtlg) = 112 фунтів	50,802 кг
Тонна коротка (sht) = 20 коротких центнерів = 2000 фунтів	907,185 кг
Тонна довга/англійська (lgt) = 20 довгих центнерів = 2240 фунтів	1016,058 кг
Пуд	16,38 кг
Мішок (bag) = 200 фунтів	90,72 кг

²³ Таблиці мір і ваги [Електронний ресурс] / Корисна інформація. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/korysna-informatsiya/tablytsya-mir-i-vah/>.

Бушель/акр у ц/га	
Пшениця, соєві боби, горох, картопля	бушелі x 0,672
Жито, кукурудза, насіння льону, просо	бушелі x 0,627
Ячмінь, гречка	бушелі x 0,538
Ячмінь (Австралія, Нова Зеландія)	бушелі x 0,560
Овес (США)	бушелі x 0,359
Овес (Канада)	бушелі x 0,381
Овес (Австралія, Нова Зеландія)	бушелі x 0,448
Рис (необсушений)	бушелі x 0,504
Насіння рапсу	бушелі x 0,560
фунтів/бушель в кг/гл	
1 кг/гл = 1,2872 фунтів/буш.	

Додаток 3.2

Обсяг виконаних біржових контрактів на біржах
за видами ринку у 2013 р., млн. грн.

Біржа	Первинний ринок			Вторинний ринок					Усього на первинному ринку	Усього на вторинному ринку	Усього
	Строковий ринок	Ринок приватизації	Спотовий ринок	Ринок РЕПО	Строковий ринок	Спотовий ринок	Ринок приватизації	Ринок цінних паперів, на які звернено стягнення			
УФБ	0,00	1,34	745,22	0,00	0,00	2 663,22	0,00	0,00	1,61	3 078,57	3 411,38
КМФБ	0,59	0,00	2 349,45	0,00	0,00	9 469,56	0,00	0,00	0,04	10 557,50	11 822,06
ІННЕКС	0,00	0,00	56,40	0,00	0,00	45,03	0,00	0,00	0,00	214,38	220,78
ПФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	13 090,14	0,00	0,00	0,00	13 090,14	13 090,14
УМВБ	0,79	0,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,28	1,50
УМФБ	0,00	0,00	342,02	0,00	0,00	888,92	0,00	0,00	0,00	931,42	1 231,42
ССФБ	0,00	24,92	358,50	0,00	0,00	701,68	0,00	0,00	0,00	816,51	1 085,10
ПФТС	0,00	0,00	5 667,06	204,56	0,00	107 104,26	4,02	0,00	0,00	111 819,22	112 979,90
Перспектива	0,00	0,00	4 206,06	19 826,08	17 906,78	277 924,19	0,00	0,00	0,00	317 545,55	319 863,11
УБ	0,00	0,00	1 723,06	3 311,36	3 127,97	2 763,11	0,97	3,00	0,00	10 757,77	10 929,48
Усього	1,38	26,97	15 447,77	23 341,99	21 034,75	414 650,11	127,25	4,65	4,65	468 812,34	474 634,86

Розділ 4.

СУЧАСНІ МІЖНАРОДНІ БІРЖОВІ РИНКИ

Що добре для Америки – добре для Нью-Йоркської фондової біржі. Однак не все, що добре для Нью-Йоркської фондової біржі, добре для Америки.

В. А. Мартін, голова Федеральної резервної системи США

Жовтень – один з найнебезпечніших місяців у році для гри на біржі. Інші небезпечні місяці: липень, січень, вересень, квітень, листопад, травень, березень, червень, грудень, серпень і лютий.

Марк Твен, американський письменник

Теоретична частина

- ✓ Характеристика ф'ючерсного контракту
- ✓ Основні риси ф'ючерсної торгівлі
- ✓ Характеристика біржової мережі світу
- ✓ Новітні тенденції на міжнародних біржових ринках

4.1. Характеристика ф'ючерсного контракту

Перш ніж характеризувати ф'ючерсну торгівлю різних біржових ринків, особливо фінансових, охарактеризуємо звичайні товарні ф'ючерсні ринки, що їм передували.

Для початку подамо визначення ф'ючерсній угоді (контракту). **Ф'ючерсний контракт** – це біржовий контракт-зобов'язання, в якому детально описано товар (валюту, цінні папери, інші фінансові інструменти, сировину) за встановленими стандартними параметрами.

Оскільки продаються самі контракти на поставку або прийом товару, цей процес відбувається без демонстрації і, що особливо важливо, без поставки вказаного товару. Як правило, більшість контрактів закінчується укладанням зворотної (офсетної) угоди. Ф'ючерсні контракти на купівлю відмінюються новими контрактами на продаж, і навпаки. Різниця цін на одиницю ваги, об'єму контракту на момент укладання і на момент відміни сплачується грішми.

Основною метою ф'ючерсної торгівлі є не купівля-продаж товару, головне її призначення полягає у нейтралізації (страхуванні) цінових ризиків. Ф'ючерсний ринок відбирає людей, готових ризикувати. Це біржові ділки, які, ризикуючи, можуть отримати значну вигоду, якщо їх прогнози про майбутні коливання цін були правильними. Учасниками ф'ючерсного ринку є потужні трейдери або фінансові інституції (торговці-дилери, що купують і продають ф'ючерсні контракти для власних потреб), брокери (виконують замовлення клієнтів на купівлю-продаж контрактів) та арбітражери (спекулянти, що купують або продають контракти з метою отримання доходу від різниці у цінах).

Отже, **ф'ючерсні контракти** – це угоди про завчасну купівлю-продаж товару або строкові угоди. Кількість та якість товару специфікується в контракті, ціна та терміни поставки визначаються на момент відкриття позиції. Торгівля відбувається на виділеному майданчику біржової зали, де біржовики зустрічаються, щоби виконати замовлення своїх клієнтів. Ф'ючерсні ціни визначаються в конкурентній боротьбі, за допомогою голосу та жестів, що означає рівні права та можливості учасників торгівлі. Система аукціону, точна копія справжнього ринку, дозволяє визначити ціну за допомогою вільної конкуренції. Ця система зберігається до сьогодні і за умови проведення комп'ютерних торгів.

Ф'ючерсні ринки є найбільш ефективними і ліквідними торговельними майданчиками. Збільшення кількості покупців приводить до їх конкуренції і підвищення цін на ринку, збільшення продавців спричиняє спад цін. На високоліквідних ринках **дистанція між цінами пропозиції покупців (bids) та продавців (offers)** називається **спредом (spread)**, вона зменшується завдяки конкуренції.

Ф'ючерсні контракти укладаються на певні товари та фінансові інструменти. Одні з них дуже популярні, поширені, інші – ні. Успіху на ф'ючерсному ринку досягає контракт, який відповідає таким характеристикам:

- ✓ високі обсяги попиту та пропозиції;
- ✓ товар в основі контракту є однорідним, масовим, придатним до стандартизації;
- ✓ ціна на товар утворюється вільно, без впливу держави та монополій;
- ✓ ціни коливаються – за інших умов учасники ринку не матимуть стимулу для здійснення операцій;

- ✓ ф'ючерсні контракти передбачають комерційний інтерес, зацікавлення учасників реального ринку;
- ✓ ф'ючерсний контракт повинен позитивно відрізнятися від інших інструментів фінансового ринку, щоби ним зацікавилися біржові посередники.

Кожен контракт має дві сторони: покупця та продавця. Покупець ф'ючерсного контракту називається стороною, що займає довгу (long), продавець – коротку (short) позиції. Протягом строку дії контракту ціна на нього змінюється залежно від кон'юнктури ринку. При спаді цін виграють продавці, при зростанні – покупці.

Способи котирування цін на різноманітні товари визначаються традиціями та фізичними особливостями товару.

Зернові котируються на біржах США в центах, десятих та сотих частках центів за бушель, на біржах Великобританії – у доларах США або у фунтах стерлінгів за метричну тонну. Золото, платина – у доларах та сотих долара США за трійську унцію; метали, м'ясо, кава – в центах та сотих цента за англійський фунт.

Місяці поставок називаються позиціями і позначаються так, як це подано у табл. 4.1.

Таблиця 4.1

Місяці поставок за угодами

Місяці поставки	Перший рік	Другий рік
Січень	A	F
Лютий	B	G
Березень	C	H
Квітень	D	J
Травень	E	K
Червень	I	M
Липень	L	N
Серпень	O	Q
Вересень	P	U
Жовтень	R	V
Листопад	S	X
Грудень	T	Z

Серед умов ф'ючерсного контракту важливу роль відіграють строки (позиції), за якими дозволяються укладання угод і поставка. Наприклад, для кукурудзи – це 5, 7, 9, 12 місяці року: травень, липень, вересень, грудень. Це означає, що торгівля відбувається за чотирма позиціями. Важливою характеристикою ф'ючерсного контракту є термін його чинності, тобто період часу від початку торгівлі на певний місяць до закінчення торгівлі цим контрактом. Цей параметр називають глибиною контракту.

Мінімальний розмір зміни ціни встановлює біржа. Він називається *тіком* (*tick or minimum fluctuation*) або пунктом. Для зернових тік становить на Чикаго Борд оф Трейд (СВОТ) – ¼ цента за бушель. Продавці та покупці називають ціни кратно до тіку.

Кожен торговець (учасник, клієнт) ф'ючерсного ринку вносить початковий вклад – депозит/початкову маржу (*original margin or initial margin*), який змінюється щоденно, залежно від зміни цін на контракти. Згідно з Правилами біржової торгівлі депозит повинен становити від 2 до 10 відсотків вартості товару, вказаного в контракті. Цей депозит повертається торговцеві при реалізації контракту через по-

ставку реального товару або укладання протилежної угоди. Депозит – це засіб, що гарантує дотримання зобов'язань за контрактом, він не є платою за товар.

Біржовиків та їх клієнтів ф'ючерсний ринок приваблює своїм «принципом важеля» (*leverage*), як його називає один із сучасних теоретиків біржової справи Заходу Ф. Шварц¹. Оскільки незначна частка загальної вартості контракту сплачується у вигляді депозитного внеску, навіть незначні коливання цін дають великий виграш.

Контракт, як правило, укладається на значну кількість товару або суму фінансових інструментів: пшениця – 5 000 бушелів² (136 тонн); нафта – 1 000 барелів³ – (135 тонн); природний газ – у 10 млн. термічних одиниць⁴; вексель скарбниці США (казначейський) – \$1 000 000 дол. тощо. Зміна ціни відбувається на одиницю ваги або об'єму під контрактом, а значить, на весь обсяг контракту. Ця величина називається **одиницею контракту** (*contract unit*). Для ілюстрації сказаного розглянемо приклад 4.1.

Приклад 4.1

Біржовик купив на Нью-Йоркській товарній біржі 5 липневих ф'ючерсних контрактів на золото 14 червня за ціною 1280 дол. за трійську унцію. Його депозит при відкритті позиції за 5 контрактами при 5% внеску від вартості контракту становить:

$$5 \text{ контрактів} \times 100 \text{ трійських унцій} \times 1280 \text{ дол.} \times 0,05 = 32\,000 \text{ дол.}$$

На 14 липня ціна зросла до 1370 дол. за унцію, наш покупець отримає прибуток у сумі 45 000 дол., що становить 140% від суми депозитного внеску. Це відбувається через додання суми виграшу до депозитного внеску:

$$32\,000 + 5 \times 100 \times (1370 - 1280) = 32\,000 + 45\,000!$$

Дохід біржовика становить відповідно:

$$(45\,000 / 32\,000) \times 100 = 140\%.$$

Однак, якби ціни коливалися у зворотному напрямку, його би спіткали такі самі втрати. Тому клієнтам біржі постійно рекомендується використовувати на ф'ючерсному ринку лише той капітал, який вони можуть дозволити собі втратити. Операції на ф'ючерсному ринку – це інвестиції з найвищим порогом ризику, що відшкодовується значними доходами тим, кому пощастило.

Окрім депозитів, що вносяться при укладанні контракту, небажані зміни цін повинні компенсуватися щоденними гарантійними внесками, що називаються **варіаційною маржею** (*variation margin*). Якщо клієнт відкриває контракт на купівлю товару, а ціна на нього потім спадає, він зобов'язаний заплатити своєму брокерові маржу, щоби відшкодувати втрати. Це саме відбувається з клієнтом-продавцем, коли ціна на товар зростає. Всі розрахунки веде розрахункова (клірингова) палата, функції якої детальніше розглянемо у наступних розділах.

¹ Шварц Ф. *Биржевая деятельность Запада (фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа)* / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – С. 5.

² Бушель (англ. «bushel») – міра об'єму рідин і сипучих речовин у системі англійських мір. 1 бушель (британський) = 36,3687 дм³, 1 бушель (США) = 35,2393 дм³.

³ Барель (англ. «barrel») – міра об'єму в системі англійських мір. Величина залежить від того, що вимірюється: сухий барель – 115,628 дм³; нафтовий – 158,98 дм³; англійський (для сухих речовин) – 163,65 дм³.

⁴ 1Btu – Британська термічна одиниця (therm) = 293,1 × 10⁻⁶ KWh = 1055,16 J (Джоуль); кілокалорія (Ккал) = 0,11 × 10⁻³ м³ газу при припущенні, що калорійність становить 9100 Ккал/м³; мільйон Бто (MMBtu) = 27,69 м³ газу.

Замовлення на товар має включати назву товару, строк поставки, попередню ціну, за якою товар можна купити або продати. Тільки-но біржовий маклер (брокер) отримає замовлення, він виконує його, як правило, відритим викриком в операційній залі біржі. Замовлення на купівлю-продаж ф'ючерсних контрактів оформляються як торговельні ордери. Вони бувають: ринковими, лімітованими, стоп-ордерами, комбінованими тощо. Типова форма ринкового ордера (*market order*) виглядає так (рис. 4.1).

COBT (біржа)	BUY (купівля)	20 (кількість)	May WHEAT (травень, пшениця)	Mkt (ціна)	(вид ордера)
AB (офіс)	IV 345-1 (розрахунковий рахунок)	9 (шифр брокера)			

Рис. 4.1. Типова форма ринкового ордера (*market order*)

Лімітований наказ-ордер відрізняється від ринкового тим, що у графі «ціна» вказується її значення. Наприклад, купити травневий контракт пшениці за ціною 435,00 центів за бушель.

При отриманні від іншого брокера згоди на пропозицію угода вважається здійсненою. Покупець заповнює форму, відому за назвою «торговельна розписка». У ній фіксуються деталі угоди, погоджені під час її укладання. Копія розписки залишається у брокера, інша копія спрямовується у розрахункову (клірингову) палату біржі.

Ф'ючерсний ринок на сучасних біржах Заходу використовується для фіксування ціни, за якою товар буде продано (куплено) в майбутньому. Здійснюючи купівлю або продаж на ф'ючерсному ринку, ті, що мають справу з фізичним товаром (виробництвом або торгівлею), спочатку повинні впевнитися, що ф'ючерсна ціна їх влаштовує з точки зору отримання доходу від їх бізнесу. Вирішальним фактором при ухваленні такого рішення є власна точка зору про перспективи цінних коливань на конкретному ринку.

Як засіб регулювання ризику ф'ючерсний контракт дає змогу дилерам фізичних товарів відносно точно формувати ціну на товари, які вони планують продавати або купувати в майбутньому. Ці контракти допомагають страхуватися на реальних ринках сировини, цінних паперів та валюти. Ціновий ризик у цьому разі беруть на себе спекулянти. Хеджери і спекулянти – біржові фахівці, які, працюючи з реальними контрактами, швидко і точно акумулюють нову інформацію про наявні та майбутні поставки і потреби, виконують функцію встановлення центральних ринкових цін. При цьому забезпечується єдність думок для тих, хто працює з товарами, що продаються, незалежно від того, бере останній участь у біржовому ф'ючерсному ринку чи ні.

Клієнт, який вперше користується послугами ф'ючерсного ринку, укладає угоду про відкриття для нього рахунка. Угода з клієнтом про рахунок, на який він вноситиме депозитні та наступні маржеві внески для утримання позиції, включає всю інформацію про клієнта, в першу чергу фінансову. Як правило, вимагаються рекомендації банків,

які обслуговували рахунки клієнта, відомості про річний дохід, причому вказується розмір чистого капіталу та ризикового, який можна використати для торгівлі. Вказується вид рахунка: спекулятивний або хеджевий, особистий, спільний, трастовий тощо. З'ясовується одразу, чи відкривалися рахунки в інших брокерських фірмах, чи були спірні рахунки, проблеми, пов'язані з веденням рахунків тощо.

На всіх ф'ючерсних біржах світу клієнтові пропонують ознайомитися з інформацією про ризик, пов'язаний з ф'ючерсними операціями. Згідно з правилами Комісії з ф'ючерсної торгівлі США⁵ клієнта повідомляють, що ризик втрат при торгівлі ф'ючерсними контрактами може бути значним. Йому пропонують об'єктивно оцінити власний фінансовий стан та можливість брати участь у цій торгівлі. Крім того, його повідомляють, що він може втратити не лише початковий депозит, який вклав при відкритті позиції, якщо ринок рухається проти очікуваного напрямку. Для підтримання позиції в такому разі йому доведеться вкладати додаткові суми, що фактично є чистим програвшем. Клієнта попереджують, що бувають такі ситуації, коли важко або неможливо ліквідувати контракт. Біржовий брокер просто не зможе обмежити збитки запланованою сумою (така ситуація можлива за умови різких цінових коливань). У цьому документі вказується, що попередити про всі можливі ризики практично неможливо, а тому клієнт повинен максимально вивчити ринок і постійно стежити за його змінами. На заяві вказується дата, ставиться підпис клієнта.

Наводимо приклад свідцтва про відкриття хеджевого рахунка (приклад 4.2).

Приклад 4.2.

Свідцтво про хеджевий рахунок

Нижче підписаний свідчить, що угоди за ф'ючерсними або опціонними контрактами на його рахунку є справді хеджевими операціями, а підтримуючі позиції – дійсно хеджевими позиціями.

Нижче підписаний також свідчить, що далі вказаний перелік товарів, якими клієнт володіє або передбачає володіти, продав або передбачає продати, підтверджує істинно хеджевий характер позиції в торгівлі за ф'ючерсними контрактами.

Категорії товарів	Угоди з товарами на строк	Угоди з реальним товаром
A	Зерно: пшениця, кукурудза, овес, соя	
B	М'ясо та м'ясопродукти	
C	Метали	
D	Кава, цукор, какао	
E	Нафтопродукти	
L	Ліс	

Згідно з правилами біржі всі брокери повідомляють своїх клієнтів за хеджуванням про таке:

Ви маєте можливість заявити, що у разі банкрутства фірми відкриті контракти на Вашому хеджевому рахунку може ліквідувати довірена особа, не очікуючи Ваших інструкцій.

Подібну ліквідацію допускаю _____
Подібної ліквідації не допускаю _____

⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.cfc.gov.

У монографії А. А. Иващенко⁶, який багато років працював консультантом радянських зовнішньоторговельних організацій з питань ф'ючерсної торгівлі на американських товарних біржах, наведено приклади типових контрактів на каву та бавовну, зокрема на каву сорту «Арабіка» Нью-Йоркської біржі кави, цукру і какао (CSCE).

У дод. 4.1 подано типовий біржовий контракт на цукор Європейської біржі (EURONEXT LIFE).

Як бачимо, ф'ючерсні контракти повністю стандартизовані за кількістю, якістю, часом та місяцем поставки. Предметом торгівлі залишається лише ціна.

Приклад ф'ючерсного контракту на кукурудзу (CME GROUP) подано у дод. 4.2.

Існує два методи біржових торгів: публічна торгівля, за якої угоди укладаються викриком, що дублюється сигналами пальців рук. У країнах Південно-Східної Азії та в Японії подекуди розповсюджена «торгівля пошепки».

Публічна біржова торгівля будується за принципом подвійного аукціону: пропозиція покупця зростає паралельно із спадом пропозиції продавця. При збігові цін пропозиції продавця та покупця укладається угода. Кожен укладений контракт публічно реєструють, інформуючи про це громадськість через канали зв'язку та засоби масової інформації. Розглянемо приклад торгівлі у біржовій залі.

Приклад 4.3

Продавець А пропонує до продажу контракт за ціною 50 одиниць, покупець В пропонує купити контракт за ціною 49 одиниць. Якщо немає інших покупців, то угода вважається здійсненою за умови, коли пропозиції обох сторін зрівнюються. Наприклад, у нашому разі може з'явитися покупець С з пропозицією ціни 50 одиниць або продавець Б з пропозицією 49,5. Коливання цін визначається кількістю продавців, готових продати за цінами даного рівня, та покупців, готових купити товар за такими цінами.

Особливістю сучасної торгівлі на ф'ючерській біржі є висока ліквідність. Різниця між цінами контрактів продавців та покупців є доволі незначною. Вона становить 0,1% і менше, тоді як на фондових біржах цей показник становить 0,5% від вартості акцій або облігацій. Незначна різниця між цінами пропозиції та попиту полегшує процес укладання угод, сприяє зростанню обігу, зменшує видатки на торговельні операції.

Згідно з правилами біржової торгівлі, приписами, інструкціями більшості бірж ф'ючерсної торгівлі службовці-члени бірж мають конкретні посадові обов'язки. Наприклад, посильні, кур'ери, клерки уповноважені доставляти та отримувати повідомлення; виписувати брокерські картки для підтвердження замовлення; працювати на телетайпних апаратах, комп'ютерах; виконувати технічні операції з діловодства, використовуючи телефонний, факсимільний, супутниковий зв'язок, глобальну комп'ютерну мережу інтернет. Контролери укладених угод мають право лише перевіряти їх, у США це робиться в рамках системи «CNR-PLUS».

⁶ Иващенко А. И. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли) / А. И. Иващенко.– М. : Златоцвет, 1993. – С. 226.

На ф'ючерсних біржах досягається максимальна стандартизація якості товару та основних умов контракту. Як для спотових, так і для ф'ючерсних операцій, встановлюється базова якість товару. Якість та ціна цього сорту беруться за основу. Якщо при операціях з реальним товаром стандартизуються різні сорти, при ф'ючерсних основним є те, щоб кількість сортів або марок товару, дозволених до поставки (бази контракту), була достатньою для запобігання можливим маніпуляціям з цінами. На ф'ючерсних біржах база контракту, як правило, збільшується за рахунок інших поширених сортів (марок), на які встановлюються фіксовані скидки або надбавки до ціни базисної якості. Наприклад, база контракту для твердої озимої червоної пшениці з поставкою з портів Мексиканської затоки Чикаго Борд оф Трейд дозволяє продати або купити за цим контрактом тверду озиму пшеницю Хард вінтер з додаванням 1 цента до ціни за 1 бушель. Жовта пшениця цього ж сорту продається зі скидкою в 1 цент тощо.

Крім якості, у ф'ючерсних контрактах уніфікується розмір партії – *лот (lot)*. Лот у зерновій торгівлі в США становить 5 000 бушелів, металів на Лондонській біржі металів – 25 тонн, олова – 5 тонн, пиломатеріалів – 150 000 бордсових футів, дизельного пального – 42 000 галонів тощо. Від розміру контракту залежить успіх біржової торгівлі. Для правильного встановлення цих величин робляться спеціальні дослідження.

Для активізації обігу, залучення максимальної кількості торговців ф'ючерсні біржі намагаються сконцентрувати торгівлю так, щоб товар доставлявся лише в певні місяці. Важливим елементом уніфікації біржових контрактів є місце поставки. Покупці не укладатимуть угод, якщо не знатимуть місця отримання товару. Нехтування цим моментом на аукціоні з продажу сільськогосподарської сировини, який проводило Міністерство сільського господарства і продовольства у Києві у 1994–1995 рр., після перших торгів призвело до втрати покупців, які після укладання аукціонного контракту, завіреного міністерськими печатками, не могли знайти місцезнаходження придбаного товару або ж це місцезнаходження зовсім їх не влаштувало.

Крім вищевказаних умов, що стандартизуються, у ф'ючерсному контракті під впливом законодавства почали обмежувати коливання цін. Мінімальні коливання цін встановлюються на всіх біржах світу. Зміна ціни називається пунктом. У США його розмір на різні види товарів становить відповідно: для зернових – 0,25 цента за бушель; для бавовни, кави та цукру – 0,01 цента за англійський фунт; для бензину, рідкого пропану, мазуту – 0,01 цента за галон; для нафти – 1 цент за барель, для міді – 0,05 цента за англійський фунт. В Англії для металів: алюмінію, міді – 50 пенсів за тонну; цинку, свинцю – 25 пенсів за тонну.

Максимально допускові денні коливання цін, підвищення яких призводить до припинення торгівлі, встановлені лише у США. Вони спрямовані на те, щоб не допустити ажіотажу, паніки, дати час торговцям краще оцінити ситуацію, вплив різних факторів на ціни, зробити більш впорядкованим процес розрахунків, запобігти невиправданним банкрутствам.

4.2. Основні риси ф'ючерсної торгівлі

Ф'ючерсна біржова торгівля характеризується яскраво вираженою географічною концентрацією. Основні біржі розташовані в центрах економічної активності світу: США, Великобританії, Японії. До середини 80-х рр. ХХ ст. 98% біржового товарообігу припадало на ці три країни.

У зв'язку з впровадженням у біржову практику фінансових ф'ючерсів, якими активно торгують у Лондоні, Парижі, Франкфурті-на-Майні, обсяги загальноєвропейського обігу ф'ючерсних бірж потроїлися за останні роки, в Азії – подвоїлись. Сьогодні в США зосереджено 55% світового обігу (у 1980-х рр. – 84%). На біржах США, як свідчать дані Комісії з товарної ф'ючерсної біржі, працюють представники майже ста країн, понад 2000 операторів. Частка іноземного капіталу на деяких ф'ючерсних ринках США досягає 30%⁷.

Зараз у біржовій торгівлі Заходу переважає ф'ючерсна біржа. Біржі реального товару збереглися лише в деяких країнах і мають незначний обіг. Найбільші біржі реального товару розміщені в країнах «третього» світу. Наприклад, в Індії функціонує біржа, яка спеціалізується на торгівлі джутом, в Індонезії – каучуком та кавою, в Малайзії – оловом.

У західноєвропейських країнах товарні біржі об'єднують торговців, маклерів, транспортників, переробників, що співпрацюють у галузі вироблення типових контрактів, збору інформації про ринки сільськогосподарської сировини. Це Брюссельська, Мангеймська, Страсбурзька, Роттердамська, Мюнхенська біржі, операції на яких не виконуються. Натомість здійснюються процеси злиття та поглинання бірж, створюються пан'європейські структури типу «EURONEXT LIFFE» (ця мегабіржа створена в результаті злиття Амстердамської, Паризької та Брюссельської фондових бірж і купівлі Лондонської біржі деривативів).

Як зазначалося вище, розвиток біржової торгівлі з другої половини ХХ ст. розширив коло біржових товарів за рахунок впровадження у біржову практику фінансових інструментів як бази для ф'ючерсних контрактів.

Усі характеристики біржового традиційного товару, зокрема масовість, подільність, однорідність, фіксація якісних параметрів, повністю відповідають характеристикам цінних паперів та валюти. На вимогу часу Чикаго Борд оф Трейд (СВОТ) запровадила перші ф'ючерсні контракти на заставні сертифікати, казначейські довготривалі облігації. Чиказька товарна біржа (СМЕ) започаткувала торгівлю валютними ф'ючерсами і невдовзі створила ІММ – Міжнародний валютний ринок, послугами якого користуються різні фінансові інститути з метою управління цінними та курсовими ризиками.

На зміну орієнтації ф'ючерсних бірж з товарних ф'ючерсів на фінансові вплинула відміна золотовалютного стандарту, збільшення різких коливань фіксованих курсів між доларом США та західноєвропейськими валютами, які відповідно впливали на формування курсових цін цінних паперів як боргових, а саме облігацій, векселів, депозитних сертифікатів як корпоративних акцій.

⁷ Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева, О. А. Кандинская – М. : Банки и биржи : ЮНИТИ, – 1997. – С. 17.

Стан фінансових ринків різко погіршився. Відтепер на ньому вже не було стабільних відсоткових ставок як основи, за допомогою якої формувалися всі інші ціни, а встановилися непостійні, рухливі відсоткові ставки.

Значний вплив на формування ф'ючерсних ринків різних біржових товарів має монополія виробництва і збуту, система ціноутворення.

Сьогодні у світі налічується майже 200 ф'ючерсних ринків. На біржах США 70% ф'ючерсних контрактів – нові, запроваджені за останні 10–15 років; 60% ф'ючерсного обігу становлять контракти з фінансовими інструментами.

Останніми роками біржовий ринок нафти зазнав істотних змін. Ф'ючерсні контракти стали надзвичайно популярними, причому їх глибина (строк дії контракту) застосовується від одного місяця до кількох років. Сьогодні використовуються здебільшого товарні ф'ючерси з паливно-мастильними матеріалами, металами, менше – з сільськогосподарською сировиною: пшеницею, кавою, цукром тощо.

Ф'ючерсна торгівля дозволяє не лише прискорити реалізацію товару, вона пришвидшує обіг вкладеного капіталу. При цьому розподіляються функції між банком та біржею. Банк, як правило, кредитує тільки частину товарної вартості, котру, як він вважає, буде повернено незалежно від кон'юнктури.

Ф'ючерсна біржа відшкодовує різницю між відсотком за кредит і ціною реалізації товару. Ф'ючерсна торгівля дозволяє заощадити резервні фонди, що їх підприємць притримує на випадок несприятливої кон'юнктури ринку.

Підсумовуючи викладений матеріал, можна зауважити, що для ф'ючерсної торгівлі характерними є такі функції:

- ✓ фіктивний характер угоди (практично відсутній обмін реальним товаром – 1–2%, зобов'язання сторін з ф'ючерсних угод припиняються через укладання оберненої угоди з виплатою різниці в цінах);
- ✓ сувора регламентація кількості, дозволеної до поставки, терміну та місця поставки;
- ✓ уніфікована якість товару;
- ✓ зв'язок з ринком реального товару через хеджування;
- ✓ безособовість угод, заміненість контрагентів;
- ✓ здійснення розрахунків через спеціальну Розрахункову (клірингову) палату, яка є гарантом виконання зобов'язань сторін при купівлі-продажу контрактів.

Операції на ф'ючерсному та опціонному ринках виконуються у спеціальних місцях – «ямах» або «пітах» (*pit*). Площа «ями» коливається від кількох десятків до сотень квадратних метрів. Багатокутні, як правило, восьмикутні «ями» або «піти» (ринги) мають сходинки, що спускаються до центру. Продавці та покупці розташовуються на різних сходинках «піту» – залежно від місяця поставки за контрактом. Торгівля за кожною ф'ючерсною або опціонною угодою відбувається в певному «піті» у визначений регламентом біржі час.

Зростання обсягів світової торгівлі сировиною та продовольством привело до збільшення запасів, у тому числі сезонних товарів. Відповідно зростала маса капіталу, на який впливали несприятливі зміни цін. Це збільшувало ризик фінансових втрат власників.

Угоди на строк з реальним товаром не могли забезпечити ні достатньо надійного страхування товарного капіталу від знецінення внаслідок спаду цін, ні більш повного кредитування операцій. Цьому заважали обмежені можливості гри на знижен-

ня цін, відсутність повної уніфікації вимог до якості та термінів поставки реального товару. Хоч торгівля реальним товаром і виникла з метою зменшення ризику як для продавця, так і для покупця, однак принциповий ризик невиконання зобов'язань контракту завжди є.

Особливо швидко ф'ючерсна торгівля Заходу зростає після Другої світової війни. Провідне місце серед біржових товарів з другої половини 1980-х рр. посідають сільськогосподарські товари – 70% від усіх ф'ючерсних ринків. На динаміку біржової торгівлі загалом та окремими товарами зокрема впливає стан ринкової економіки, особливо її валютно-фінансової системи, рівень державного втручання, фази циклу, монополізація ринків реального товару, науково-технічний прогрес, стан конкретного ринку, рівень товарності виробництва, тенденції в торгівлі сировиною, міжнародні товарні угоди, вдосконалення техніки біржової торгівлі.

Суттєве зростання обсягів біржової торгівлі привело до підвищення значення товарних бірж для ринків сировини та продовольства. Для багатьох товарів ф'ючерсний обіг у декілька разів перевищує світове виробництво, наприклад, для міді – у 7 разів, какао-бобів – у 10, кукурудзи і цукру – у понад 3 рази, срібла – у 50 тощо. Хоч реальні поставки на цих біржах, як правило, не перевищують 5–10% від світової торгівлі відповідними товарами, вплив бірж на ціни світового ринку важко переоцінити.

Ф'ючерсна торгівля залежить від багатьох факторів. По-перше, це стан економіки загалом, у міжнародній торгівлі, сама біржова торгівля. На динаміку ф'ючерсної торгівлі відчутно впливає циклічний характер виробництва. В умовах спаду загострюється конкурентна боротьба, прискорюються інтеграційні процеси, активізуються зусилля бірж на впровадження нових товарів і методів торгівлі. Циклічність виробництва більше впливає на ціни промислових біржових товарів (метали, нафта, індекси акцій на фондових біржах). Ціни на сільськогосподарські товари коливаються згідно зі своїми законами: найбільший вплив мають перевиробництво у сільському господарстві, стихійні лиха, неврожай.

Ф'ючерсні біржі стали своєрідними фінансовими інститутами, що обслуговують торгівлю. Для успішного їх функціонування однією із найважливіших умов є стан валютно-фінансової системи, достатня кількість фінансових ресурсів. Тому ф'ючерсні біржі традиційно розташовувалися у великих фінансових центрах світу: Нью-Йорку, Лондоні, Токію, Франкфурті-на-Майні, Парижі, Чикаго тощо.

Ф'ючерсна торгівля є об'єктом заставних операцій. Без банківського кредитування, без достатньої кількості вільних грошових коштів ф'ючерсна торгівля є неможливою.

У сучасній Україні така перспектива також можлива. Кредити, вільні грошові кошти є, але донедавна інфляція не дозволяла вкладати їх у довгострокові програми. Значною перешкодою на шляху становлення ф'ючерсної торгівлі є політична нестабільність, несприйняття прозорості ф'ючерсного ринку щодо визначення центральних ринкових цін на сировину та інші активи. Ф'ючерсна торгівля у цьому разі відіграла би позитивну роль, крім того, через розширення біржового обігу можна суттєво впливати на зниження рівня інфляції, визначати спотові ціни та курси, а також прогнозувати майбутню кон'юнктуру ринків.

Впливає на функціонування сучасних ф'ючерсних ринків на Заході валютна нестабільність. Саме вона, а також нестійкість відсоткових ставок, значні коливання курсів акцій зумовили виникнення принципово нової торгівлі фінансовими інструментами та контрактами на базі індексів курсів акцій фондових бірж.

Суттєво впливає на ф'ючерсну торгівлю монополія. Сучасна товарна біржа – це не лише ринок, де реалізуються товари, а фінансовий інститут, що істотно спрощує торгівлю, здешевлює її.

Деякі західні економісти вважають виникнення ф'ючерсної біржі «комерційною революцією», вбачають у ній організаційну та плануючу силу, що динамізує всю економіку. Завдяки діям транснаціональних корпорацій (ТНК) як торговельних, так і промислових, концентрується і централізується виробництво, особливо сільсько-господарської сировини та продовольства. Це підвищує товарність виробництва. Товарна продукція надходить на ринок як товарний капітал, що підлягає ризикові зміни ринкової кон'юнктури, а це зумовлює його страхування через біржовий механізм. Ф'ючерсна торгівля постійно вдосконалюється, концентрується у провідних фінансових центрах світу.

Роль біржі в економіці постійно змінюється. Це питання викликає не лише теоретичний інтерес, воно має й практичне значення. Проблема ця надзвичайно складна та багатопланова. Ф'ючерсна біржа як специфічний фінансовий інститут, що обслуговує потреби товарного ринку, є «ринком цін», формує біржові котирування, а через хеджевий механізм – фактичні ціни реального товару.

Ф'ючерсна біржа сьогодні є фінансовим закладом, що доповнює банківське кредитування на стадії реалізації та зберігання товару. Це інструмент перерозподілу виробленої додаткової вартості з інвестиційною сферою. Фірми, які постійно використовують ф'ючерсний механізм, є більш конкурентоспроможними через можливість оптимізації цін на товари, капітали, валюту.

Ф'ючерсна торгівля зосереджується на ціновому аспекті, точніше на різниці цін, яка є джерелом перерозподілу прибутку. Вона залучає, з одного боку, вільні кошти, що є резервним капіталом на випадок негативних змін цін, а з іншого – біржа є як сферою вкладення капіталу, так і додатковим джерелом кредитування, вона виконує фінансові функції. Останніми роками роль ф'ючерсних бірж зростає, саме туди переливається капітал.

У сучасних умовах однією з найважливіших причин змін в економіці є знецінення паперових грошей, що актуально і для біржової торгівлі. Характерна для такої економіки «втеча грошей» у товари сприяє вкладенню останніх у ф'ючерсні контракти. Вкладання грошей, що швидко знецінюються, у право на товар відіграє в очах інвестора неабияку роль. Необхідно підкреслити і зростаючу взаємодію ф'ючерсної біржової торгівлі з банківською сферою. За останні 10–15 років банки розвинутих країн світу особливо зацікавлені розширенням ф'ючерсної торгівлі. Їх приваблює висока прибутковість наданих для цих цілей кредитів, що видаються спекулянтам та хеджерам. Відсотки за такими кредитами перевищують звичайні норми. Деякі банки самі активно грають на біржах, зберігають і обслуговують біржові запаси золота та інших коштовних металів товарних бірж.

4.3. Характеристика біржової мережі світу

Біржова мережа світу є розгалуженою, зазнає постійного розвитку та змін під впливом тенденцій міжнародної економіки, водночас відображаючи загальну кон'юнктуру світового господарства. Загальний рейтинг та впливовість бірж у міжнародній торгівлі визначаються (для товарних бірж) за обсягом торгів або загальною кількістю укладених контрактів, або за ринковою капіталізацією (для фондових бірж).

Біржову мережу світу найдоцільніше розглядати за регіонами: Америка, Азія, Європа, Океанія, Африка.

Біржова мережа американського континенту представлена в табл. 4.2. Ключові позиції у ній посідають біржі США, які впливають на біржову мережу світу загалом. Про це свідчить той факт, що тут розташовані найбільші товарна та фондова біржі світу: Чиказька товарна біржа (Chicago Mercantile Exchange (CME Group)) та Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE Euronext). Для біржової мережі США характерні не лише процеси концентрації, що призводять до скорочення кількості бірж, а й участь у трансконтинентальній інтеграції.

Розглянемо детальніше найбільші з них.

Чиказька товарна (за деякими перекладами – комерційна) біржа (Chicago Mercantile Exchange (CME))⁸ була започаткована у 1898 р. як Чиказька біржа масла та яєць (Chicago Butter and Egg Board), ринок сільськогосподарських товарів. Біржовики також називають її «the Chicago Merc», або «the Merc». На початку свого існування вона торгувала лише двома типами контрактів, що впливає з її назви, – на масло та яйця. З 1919 р. на ній торгують домашньою птицею, великою рогатою худобою, свинями, м'ясом, беконом. У грудні 2002 р. CME стала публічною, пройшовши лістинг у системі «NASDAQ Global Select Market», у 2007 р. об'єдналася із Чиказькою торговельною палатою (Chicago Board of Trade), утворивши найбільший контрактний ринок американського континенту CME Group. У 2008 р. до групи було приєднано Нью-Йоркську товарну біржу (New York Mercantile Exchange (NYMEX)) та біржу COMEX.

Сьогодні CME уже торгує кількома групами товарів: сільськогосподарською продукцією (масло, сир, молоко, пальмова олія, жива худоба, свині), фінансовими інструментами (відсоткові ставки, валютні деривативи, євродолари) та альтернативними інвестиційними активами, такими як погодні та іпотечні деривативи, і має найбільшу в світі кількість укладених ф'ючерсних та опціонних контрактів.

CME зводить покупців і продавців через електронну торгівельну систему «CME Globex». «CME Clearing» здійснює клірингові операції, будучи одним з найбільших центральних контрагентів, який забезпечує кліринг та обслуговування біржових контрактів. Аналогічну функцію виконує «CME ClearPort», але з тією лише відмінністю, що основним видом діяльності є обслуговування позабіржових контрактів.

⁸ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.

Таблиця 4.2

Найбільші товарні біржі світу⁹

Біржа	Абревіатура	Місцезнаходження	Групи товарів, якими торгують на біржі
Америка			
Чиказька товарна біржа (Chicago Mercantile Exchange (CME Group))	CME	Чикаго, США	М'ясні продукти, валюта, євро-долари, індекс акцій
Чиказька торговельна палата (Chicago Board of Trade (CME Group))	CBOT	Чикаго, США	Зернові культури, казначейські зобов'язання, індекс акцій, метали
Нью-Йоркська товарна біржа (New York Mercantile Exchange (CME Group))	NYMEX	Нью-Йорк, США	Енергія, коштовні метали, промислові метали
Інтерконтинентальна біржа (Intercontinental Exchange)	ICE	Атланта, США	Енергія, атмосферні викиди, сільськогосподарська продукція, біопаливо
Канзаська торговельна палата (Kansas City Board of Trade)	KCBT	Канзас, США	Сільськогосподарська продукція
Бразильська фондова, товарна та ф'ючерсна біржа (Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo)	BM&F BOVESPA	Сан-Паулу, Бразилія	Сільськогосподарська продукція, біопаливо, коштовні метали
Терміновий ринок Буенос-Айресу (Mercado a Termino de Buenos Aires)	MATba	Буенос-Айрес, Аргентина	Сільськогосподарська продукція
Європа			
Лондонська біржа металів (London Metal Exchange)	LME	Лондон, Великобританія	Кольорові та коштовні метали
Азія			
Даліанська товарна біржа (Dalian Commodity Exchange)	DCE	Даліан, Китай	Сільськогосподарська продукція, поліетилен, пластик, кокс
Токійська товарна біржа (Tokyo Commodity Exchange)	TOCOM	Токіо, Японія	Кольорові та коштовні метали, сира нафта, керосин, бензин, гума
Дубайська товарна біржа (Dubai Mercantile Exchange)	DME	Дубаї, ОАЕ	Оманська сира нафта
Мультитоварна біржа (Multi Commodity Exchange of India, Ltd.)	MCX	Мумбаї, Індія	Метали, спеції, текстильні товари, плантаційні культури, олійні та зернові культури, енергетичні продукти
Африка			
Bourse Africa	Bourse Africa	Ботсвана	Сільськогосподарська сировина, мінеральна сировина, енергетичні продукти

⁹ World Federation of Exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.world-exchanges.org>.

Загальний прибуток CME Group за станом на 31.12.2013 р. дорівнював 2 936,3 млн. дол. Середньоденний обсяг торгів на біржі за 2013 р. у загальному становив 12546 тис. дол., а кількість відкритих позицій (укладених контрактів) на кінець 2013 р. – 83726.¹⁰ Біржа налічує близько 2,5 тис. працівників.

Чиказька торговельна палата (Chicago Board of Trade (CBOT)¹¹), заснована у 1848 р., є найстарішою в світі біржею ф'ючерсів та опціонів. У 1864 р. CBOT вперше зареєструвала стандартизований ф'ючерсний контракт з метою зменшення ризиків від біржової торгівлі сировинними товарами. Сьогодні на ній торгують понад 50 видами опціонних та ф'ючерсних контрактів більше 3600 членів.

Зокрема, на біржі представлено такі товарні групи: сільськогосподарська продукція (пшениця, кукурудза, соєві боби, соєва олія); енергетичні товари (етанол і денатурований паливний етанол); індекси акцій (Dow Jones); відсоткові ставки (боргові зобов'язання уряду США, євродолар). Торгівля здійснюється як у форматі відкритого аукціону, так і в електронній системі торгів.

12 липня 2007 р. CBOT оголосила про злиття з Чиказькою товарною біржею (CME), увійшовши до складу CME Group та утворивши таким чином «...найбільший з усіх існуючих ринок деривативів»¹².

Нью-Йоркська товарна біржа (New York Mercantile Exchange (NYMEX¹³)) є найбільшою у світі біржею товарних ф'ючерсів. Центральний офіс її розташований на Манхеттені у Нью-Йорку, інші представництва – у Бостоні, Вашингтоні, Атланті, Сан-Франциско, Дубаї, Лондоні й Токіо. Ціни на товари, що встановлюються на даній біржі, є базовими для міжнародних торговельних операцій по всьому світу. Операції на біржі NYMEX регулюються Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами, незалежним підрозділом уряду США.

На біржі представлено широкий ряд товарів за такими товарними групами: сільськогосподарська продукція (какао, кава, цукор, бавовна); енергетичні продукти (мазут, природний газ, електроенергія, нафта «брент», сира нафта, біодизель, бензин, пропан, етанол, вугілля, реактивне паливо, бутан, етилен); метали (золото, залізна руда, заготовки сталі, платина, паладій, уран). Частиною NYMEX є біржа COMEX (злиття відбулося у 1994 р.), яка також налічує широкий асортимент кольорових та коштовних металів: алюміній, мідь, срібло, золото. Хоча метод торгівлі у формі відкритого аукціону ще використовується на біржі, з 2006 р. вона практично перейшла на систему електронних торгів. Пізніше, у 2008 р. у результаті злиття Нью-Йоркська товарна біржа стала частиною CME Group.

Інтерконтинентальна біржа (Intercontinental Exchange, ICE)¹⁴ – міжнародна біржа, центральний офіс якої знаходиться в Атланті (США), зосереджена на торгівлі фінансовими та енергетичними деривативами. Вона має філії у Калгарі, Чикаго, Х'юстоні, Лондоні, Нью-Йорку та Сінгапурі. Історія біржі розпочалася у кінці 1990-х рр., коли Дж. Шпрехер, її майбутній засновник, придбав Континентальну

¹⁰ CME Group Annual Report 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.

¹¹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.

¹² [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.chicagotribune.com>.

¹³ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.

¹⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.theice.com>.

енергетичну біржу (Continental Power Exchange, Inc.) і поставив собі за мету розвинути інтернет-платформу для здійснення більш прозорої та ефективної позабіржової торгівлі енергетичними продуктами. Так, у 2000 р., було зареєстровано Інтерконтинентальну біржу, основними акціонерами якої стали найбільші енергетичні трейдери світу. Місією компанії стало трансформувати позабіржову торгівлю, надавши відкритий, доступний, цілодобовий енергетичний біржовий майданчик. Це підтверджує і теперішнє гасло біржі: «Чіткий погляд на глобальні ринки» «Global markets in clear view».

Якщо на початку створення ключовими на біржі були енергетичні продукти (сира нафта та продукти її переробки, природний газ, електроенергія, викиди в атмосферу), то сьогодні в результаті участі у процесах злиттів та поглинань ICE розширила свій асортимент сільськогосподарськими товарами, ф'ючерсними контрактами на фондові індекси та охопила зарубіжний біржовий ринок. Зокрема, частиною ICE стала колишня Нью-Йоркська торговельна палата (New York Board of Trade), перейменована у 2007 р. в ICE Futures US. Даний підрозділ біржі торгує ф'ючерсними контрактами на таку продукцію, як какао, кава, бавовна, деревина, заморожений концентрат апельсинового соку і цукор.

ICE складається з трьох бізнес-одиниць:

- ✓ ICE Ринки (ICE Markets) – ф'ючерсні, опціонні та позабіржові ринки. Зокрема, торгівля енергетичними ф'ючерсами здійснюється через європейський підрозділ ICE Futures Europe, ф'ючерсами та опціонами на інші товари – через ICE Futures U.S.;
- ✓ ICE Послуги (ICE Services) – підтвердження електронних торгів та освітні послуги;
- ✓ ICE Дані (ICE Data) – електронна система передачі ринкових даних, у тому числі в режимі реального часу, а також цін попередніх торгів та середньоденних індексів.

У 2008 р. Інтерконтинентальна біржа відкрила власну клірингову компанію (ICE Clear) з відділеннями в Європі, США та Канаді.

Канзаська торговельна палата (The Kansas City Board of Trade (КСВТ¹⁵)) спеціалізується на озимій пшениці твердих сортів, що є основним складником при виготовленні хліба. Біржа була заснована у 1856 р. групою торговців з Канзасу і спочатку виконувала функції торгово-промислової палати, а у 1876 р. була офіційно зареєстрована як товарна біржа. У 2011 р. на біржі було укладено понад 6,3 млн. ф'ючерсних контрактів на пшеницю, тобто загальний обсяг торгів становив більше 31,71 млрд. бушелів¹⁶, що є рекордною цифрою для біржі та у п'ять разів перевищує показники 20-річної давності. Цікавим є той факт, що КСВТ стала першою у світі біржею, яка запропонувала для продажу ф'ючерсний контракт на фондовий індекс (ф'ючерс Value Line, 1982 р.). Канзаська торговельна палата проводить екскурсії для туристів, які бажають ознайомитися з організацією роботи біржі. Вона відкрита для відвідувачів зранку, у ті дні, коли проводяться торги.

¹⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kcibt.com>.

¹⁶ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.kcibt.com/kcibt_products.html.

Важливу роль у міжнародній біржовій торгівлі почали відігравати і біржі Південної Америки. Зокрема, Бразильська фондова, товарна та ф'ючерсна біржа (Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo, або BM&FBOVESPA¹⁷), що знаходиться у Сан-Паулу. Ця біржа також є міжнародною, з офісами у Нью-Йорку, Шанхаї та Лондоні. Історія функціонування біржі розпочалась у 1890 р., коли було утворено Фондову біржу Сан-Паулу; пізніше, у 1985 р. її члени заснували Бразильську товарну та ф'ючерсну біржу (Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F)), яка стала найбільшою товарною біржею Латинської Америки. Нарешті, у 2008 р. у результаті злиття обох бірж сформовано BM&FBOVESPA. Окрім цінних паперів, вона пропонує для продажу ф'ючерсні контракти на каву «Арабіка», кукурудзу, цукор, етанол, живу худобу, соєві боби, золото, фондові індекси, відсоткові ставки, іноземну валюту, суверенні боргові інструменти. Наприклад, контракт на каву «Арабіка» становить 100 60-кілограмових мішків, тобто 6 т нетто зелених кавових зерен. Стандартними місяцями поставки є березень, травень, липень, вересень і грудень.

Це цікаво!

- Канзаська торговельна палата (КСВТ¹⁸) не лише проводить екскурсії, а й пропонує відвідувачам придбати цікаві сувеніри:
- ✓ подарункову книгу «Kansas City Board of Trade Celebrating 150 Years 1856–2006», видану до 150-річчя біржі (231 с., тверда обкладинка, вартість – 50 дол. США);
 - ✓ іграшку «Буханець хліба для зняття стресу» (5 дол. США);
 - ✓ фірмові бейсболки з вишитими на них назвою біржі та колоском пшениці (12 дол. США);
 - ✓ м'ячики для гольфу (12 дол. США);
 - ✓ документальний фільм тривалістю 27 хв. на DVD про Канзаську торговельну палату, де пояснюється зв'язок між сільським господарством та ф'ючерсним ринком (15 дол. США).

Важливою сільськогосподарською біржею на американському ринку є аргентинський Терміновий ринок Буенос-Айреса (Mercado a Termino de Buenos Aires, МАТБа¹⁹). Заснована у 1907 р., вона стала першою біржею у Латинській Америці. На початку свого існування МАТБа торгувала ф'ючерсними контрактами на сільськогосподарські товари і доволі швидко зайняла ключові позиції серед зернових ринків світу. Так, у 20-х рр. ХХ ст. ціна даної біржі на ляне зерно стала в основу світової ціни на даний товар. Наприкінці ХХ ст. біржа отримала дозвіл на фіксацію цін та здійснення операцій у доларах США, а також запровадила опціони на ф'ючерсні контракти. У 1998 р., для полегшення торгівлі МАТБа ввела в експлуатацію електронну систему торгів, що не тільки створило нові можливості для здійснення трансакцій, а й розширило доступ до товарів на біржі.

Сьогодні МАТБа є найбільшою сільськогосподарською ф'ючерсною та опціонною біржею Південної Америки. Основними товарами є ф'ючерси (стандартним розміром 100 метричних тон) та опціони (американські) на таку продукцію, як: соєві боби, соєва олія, пшениця, кукурудза, соняшник, сорго та індекс ІСА МАТБа (Argentine Commodities Index).

¹⁷ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bmfbovespa.com.br>.

¹⁸ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kcvt.com>.

¹⁹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.matba.com.ar>.

Провідне місце серед фондових бірж не лише американського континенту, а й на міжнародній біржовій карті світу, посідає Нью-Йоркська фондова біржа (New York Stock Exchange), заснована у 1792 р. в результаті підписання історичної Баттонвудської угоди. У процесі низки злиттів і поглинань у квітні 2007 р. вона перетворилася на трансконтинентальну біржу NYSE Euronext²⁰. Біржа охоплює третину обсягів торгів цінними паперами у світі, на ній котирується близько 8000 одиниць фінансових інструментів (акції, облігації, фондові індекси, деривативи тощо) з 55 країн світу. Головний офіс біржі знаходиться на Уолл-Стріт у Нью-Йорку. Решта офісів розташовані як у США, так і на території країн ЄС: Чикаго, Пало-Альто (Каліфорнія, США), Сан-Франциско, Амстердам, Париж, Лісабон, Лондон, Белфаст, Брюссель. NYSE Euronext входить до складу індексу «S&P 500» та є єдиним біржовим оператором, включеним до рейтингу «Fortune 500».

Структура біржі є розгалуженою, вона включає ряд функціональних підрозділів:

1. Ринок деривативів:

- ✓ NYSE Liffe – пропонує найширшу платформу для торгівлі деривативами на акції, індекси, відсоткові ставки та валюти. Операції здійснюються на LIFFE Administration and Management, Euronext Amsterdam, Euronext Brussels, Euronext Lisbon, and Euronext Paris;
- ✓ NYSE Amex Options – здійснює торгівлю опціонами як на основі відкритого аукціону, так і за допомогою електронних торгів;
- ✓ NYSE Arca Options – електронна платформа для реалізації понад 2 тис. видів опціонів.

2. Спотова торгівля та лістинг:

- ✓ The New York Stock Exchange – тут обертаються прості та привілейовані акції, варанти, боргові цінні папери та структуровані корпоративні продукти;
- ✓ Euronext – є першою транскордонною біржею, яка об'єднала фондові біржі Амстердама, Брюсселя, Лісабона, Лондона та Парижа в єдиний ринок. На ньому пройшли лістинг національні та міжнародні пайові цінні папери, конверсійні облігації, варанти, боргові цінні папери, включно з корпоративними та державними облігаціями.
- ✓ NYSE Amex – утворена після приєднання до NYSE Американської фондової біржі (Amex), що розширило асортимент NYSE американськими цінними паперами;
- ✓ NYSE Alternext – створена для малих та середніх компаній зі спрощеними умовами доступу до фондового ринку;
- ✓ NYSE Arca Europe – розширює асортимент цінних паперів NYSE Euronext «блакитними фішками» 14-ти європейських країн: Австрії, Чехії, Данії, Фінляндії, Франції, Німеччини, Угорщини, Ірландії, Італії, Норвегії, Іспанії, Швеції, Швейцарії та Великобританії;
- ✓ SmartPool – торговельна платформа, створена NYSE Euronext спільно з міжнародними банками BNP Paribas, HSBC, and J.P. Morgan для потреб інституційних інвесторів, що отримали доступ до торгівлі акціями 15 європейських країн;
- ✓ BlueNext та NYSE Blue – забезпечує спотові операції з дозволами та кредитами на викиди двоокису вуглецю, ф'ючерсний ринок з можливістю поставки дозволів та кредитів.

²⁰ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyx.com>.

Найбільші фондові біржі світу за станом на 31.12.2013 р.²¹ Таблиця 4.3

№ з/п	Біржа	Абревіатура	Місцезнаходження	Ринкова капіталізація (трлн. дол. США)
1	Нью-Йоркська фондова біржа	NYSE Euronext	Нью-Йорк, США	17,950
2	Фондовий ринок NASDAQ	NASDAQ OMX (US & North Europe)	Нью-Йорк, США	6,085
3	Японська фондова група	JPX /TSE	Токіо, Японія	4,543
4	Лондонська фондова біржа	LSE	Лондон, Великобританія	4,429
5	Нью-Йоркська фондова біржа / Європа	NYSE Euronext Europe	Париж, Франція	3,584
6	Гонконзька фондова біржа	SEHK	Гонконг	3,101
7	Шанхайська фондова біржа	SSE	Шанхай, Китай	2,497
8	Фондова біржа Торонто (TMX Group)	TMX Group /TSX	Торонто, Канада	2,114
9	Франкфуртська фондова біржа	Deutsche Börse	Франкфурт-на-Майні, Німеччина	1,936
10	Швейцарська біржа	SIX Swiss Exchange	Цюріх	1,090

3. Інформаційні послуги та нові технологічні рішення (забезпечуються підрозділами NYSE Technologies та Free Market).

Вагоме місце на міжнародному біржовому ринку посідає NASDAQ OMX Group, Inc.²², яка також є трансконтинентальною. Дана фінансова група включає фондовий ринок NASDAQ, а також вісім фондових бірж в Скандинавському та Балтійському регіонах і Вірменії. NASDAQ OMX здійснює торгівлю акціями, опціонами та ф'ючерсами, індексами акцій, а також фінансовими інструментами з фіксованим доходом. Зокрема, на ній котируються акції таких відомих корпорацій, як «Intel», «Microsoft», «Apple», «Cisco», «Oracle», «Dell» та інших. На товарному ринку біржа пропонує контракти на електроенергію, угоди «spot», форварди та ф'ючерси на викиди карбону, а також надає послуги з ризик-менеджменту на ринку природного газу США.

NASDAQ була заснована у 1971 р. Національною асоціацією дилерів з цінних паперів з метою створити для інвесторів швидку, прозору та комп'ютеризовану систему торгівлі цінними акціями. NASDAQ першим запровадив систему електронних біржових торгів, і його приклад сьогодні наслідують усі біржі світу. NASDAQ OMX була піонером на біржовому ринку і в інших аспектах. Наприклад, Філадельфійська фондова біржа, яка входить до її складу, була першою фондовою біржею у США (1790 р.), NASDAQ першою з усіх стала публічною (1987 р.), першою продала свої технології іншим біржам для їхнього розвитку (1991 р.), першою запровадила подвійний лістинг (2004 р.).

²¹ World Federation of Exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.world-exchanges.org/statistics>.

²²[Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nasdaqomx.com>.

Це цікаво!

На Нью-Йоркській фондовій біржі процедура відкриття та закриття торгів є ритуалом, якого дотримуються з 1903 р. З понеділка по п'ятницю о 9:30 та о 16:00 на біржі у Нью-Йорку надається можливість задзвонити у дзвінок на знак відкриття торгів, що завжди було великою честю. Вона надається представникам корпорацій, що пройшли лістинг на біржі, знаменитостям, політикам та іншим видатним особам. Саме тому церемонії відкриття торгів є популярними серед глядачів телебачення. Наприклад, у серпні 2012 р. у такій церемонії взяв участь відомий британський актор Р. Паттінсон.

Традиція дзвонити у дзвіночок поширилася на європейські представництва біржі – Париж, Брюссель, Лісабон, де цей захід відбувається о 9:00 та о 15:30 відповідно, а в Амстердамі дзвіночок замінили на гонг.

У 2006 р. біржа об'єдналася зі скандинавською біржовою групою OMX, утворивши трансконтинентальну NASDAQ OMX Group. Сьогодні NASDAQ OMX Group включає 24 ринки, 3 клірингових доми, 5 централізованих депозитаріїв цінних паперів. Обсяги торгів становлять близько 600 000 контрактів щоденно. Особливістю біржі є те, що на ній переважно котируються цінні папери найбільш інноваційних корпорацій, компаній у сфері інформаційних та комп'ютерних технологій, енергетичних компаній, компаній у сфері біотехнологій і захисту навколишнього середовища.

Серед фондових бірж американського континенту провідне місце посідає Фондова біржа Торонто (Toronto Stock Exchange, TMX Group²³). Створена у 1852 р., вона була акціонована у 1878 р., а у 1934 р. об'єдналась зі своїм основним конкурентом – Канадською фондовою та гірничою біржею, утворивши таким чином найбільший фондовий ринок Канади. У 1997 р. біржа припинила операції в біржовому залі, перейшовши повністю на електронну систему торгів.

Фондова біржа Торонто є лідером у торгівлі акціями корпорацій в секторі гірничодобувної та нафтогазової промисловості, лістинг на ній пройшло 1498 компаній. Біржа посідає сьоме місце в світі за розміром ринкової капіталізації (10,92 трлн. дол. у січні 2012 р.).

Серед товарних бірж Європи провідне місце посідає Лондонська біржа металів (London Metal Exchange, LME²⁴). На відміну від поширеної думки, LME не торгує коштовними металами, а лише надає консультації щодо них на позабіржовому ринку металів. Основними ж товарами на ній є кольорові метали: алюміній, мідь, цинк, нікель, алюмінієвий сплав, олово, кобальт, молібден, сталеві заготовки. Заснована у 1877 р., на початку свого існування вона торгувала лише міддю, згодом поступово було введено й інші метали.

У 2011 р. вона досягла рекордного обсягу торгів 146,6 млн. лотів, що відповідає сумі 15,4 трлн. дол. щорічно або 61 млрд. дол. у середньому за день торгів. Одиницею торгів на біржі є лот, що відповідає розміру від 1 до 65 метричних тонн, залежно від виду металу, що є основою контракту. Наприклад, стандартний лот на алюміній становить 25 тонн, нікель – 6 тонн, кобальт – 1 тонну, сталеві заготовки –

²³ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tmx.com>.

²⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.lme.com>.

65 тонн. Торгівля на LME здійснюється трьома способами: у біржовому кільці методом відкритого аукціону, телефонні торги в біржовому залі та через електронну торговельну платформу LMEselect, винятково через членів біржі. Це остання біржа Європи, де для торгів використовують біржове кільце. Перед поставкою покупці контрактів отримують складський варрант на відповідну кількість товару, що має бути доставлена з сертифікованого біржового складу. На сьогодні LME співпрацює з такими складськими компаніями, як «Henry Bath», «Steinweg», «Metro International Trade Services», «Pacorini Metals».

Особливістю біржового ринку Європи є активний розвиток енергетичних та кліматичних бірж. Зокрема, найбільшими з них є: англо-голландська енергетична біржа APX-ENDEX²⁵ (основні товари – електроенергія та природний газ, пеллети), голландська CLIMEX²⁶ (викиди вуглецю), Європейська кліматична біржа, ECX (викиди вуглецю), Австрійська енергетична біржа, EXAA²⁷ (електроенергія, дозволи на викиди), Світова товарна біржа наноматеріалів, INSCX²⁸ (наноматеріали), Європейська енергетична біржа, EEX²⁹ (електроенергія, природний газ, викиди вуглецю, вугілля).

Лондонська фондова біржа (London Stock Exchange, LSE³⁰), заснована у 1801 р., посідає четверте місце в світі серед фондових бірж за розміром ринкової капіталізації (3,266 трлн. дол. у 2011 р.). Біржу можна вважати найбільш «міжнародною» з усіх фондових бірж світу – лістинг на ній пройшли понад 3 тис. компаній з 70 країн світу, вона охоплює понад 50% міжнародної торгівлі акціями. Почавши свою діяльність з кав'ярень Лондона в XVII ст., вона може також вважатися однією з найстаріших бірж світу. LSE налічує понад 400 членів, до яких належать провідні інвестиційні банки та стокброкери. Ринок акцій на біржі поділяється на основний, до якого допускають компанії, що відповідають вимогам Управління з фінансового регулювання та нагляду Великобританії, та альтернативний. Для проходження лістингу на LSE компанія повинна відповідати таким вимогам: ринкова капіталізація – не менше 700 000 фунтів стерлінгів; випущені акції мають перебувати у вільному обігу; не менше 25% акцій повинні належати акціонерам-аутсайдерам; жоден з акціонерів не має володіти більше 30% голосів.

Альтернативний інвестиційний ринок (Alternative Investment Market, the AIM), відкритий у 1995 р. – це біржовий майданчик зі спрощеними вимогами до лістингу, що надає доступ до фондового ринку невеликим інноваційним компаніями та корпораціям з країн, що розвиваються. Ще через два роки, (у 1997 р.) на біржі було впроваджено електронну систему торгів SETS (Stock Exchange Electronic Trading Service), що значно прискорило операції. У 2007 р. LSE об'єдналася з італійською біржею Borsa Italiana, утворивши таким чином торговельну групу London Stock Exchange Group. Після відкриття офісу у Гонконгу біржа залучила до лістингу понад 200 компаній з Азійсько-Тихоокеанського регіону.

²⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.apxindex.com>.

²⁶ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.climex.com>.

²⁷ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://en.exaa.at>.

²⁸ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://inscx.com>.

²⁹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eex.com>.

³⁰ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.londonstockexchange.com>.

Франкфуртська фондова біржа, що з 1993 р. входить до групи Deutsche Börse AG³¹, займає провідні позиції в Німеччині з 1949 р. Початком існування біржі вважається прийняття торговцями в 1585 р. єдиних обмінних курсів валют у Франкфурті-на-Майні, який вже до того часу став великим європейським торговельним центром. Основні функції Deutsche Börse – надання торговельної платформи для торгівлі цінними паперами, клірингові послуги, забезпечення учасників торгів достовірною ринковою інформацією.

За станом на 31.12.2013 р. загальний обсяг торгів на біржі становив 1,383 трлн. дол., а ринкова капіталізація – 1,936 трлн. дол., на біржі обертається понад 900000 видів цінних паперів. Лістинг на біржі пройшло понад 760 компаній. На сьогодні Deutsche Börse має офіси не лише у Німеччині, а й Люксембургу, Швейцарії, Чехії та Іспанії, представництва – у Бейджінгу, Лондоні, Нью-Йорку, Парижі, Чикаго, Гонконгу та Дубаї. Водночас Deutsche Börse володіє кліринговим домом Clearstream у Люксембургу та глобальною медіа-агенцією «Market News International» (MNI) що спеціалізується на фінансових новинах. Електронні торги на біржі за спот-угодами забезпечує електронна платформа Xetra, а за угодами з ф'ючерсами та опціонами – ринок деривативів Eurex.

Біржовий ринок Азії має найбільш розгалужену мережу і розвивається прискореними темпами: Сінгапур, Шанхай, Гонконг, Токіо, Дубаї, Мумбаї, Катманду стали провідними біржовими центрами світу.

Дубайська товарна біржа (Dubai Mercantile Exchange, DME³²), заснована у 2005 р. Оманським інвестиційним фондом «Tatweer» та біржею NYMEX, визначає еталонну світову ціну на азійському ринку на оманську сиру нафту. Вона продається на біржі за ф'ючерсним контрактом на оманську сиру нафту (OQD). Стандартний його розмір становить 1000 барелів, термін поставки – 2 місяці, ціна фіксується у доларах США. Торгівля даним контрактом регулюється британським законодавством. Обсяги торгів нафтою на біржі постійно зростають. Якщо протягом 2007 р. через неї було реалізовано 200,892 млн. барелів нафти, то у 2010 р. ця цифра зросла до 744,727 млн. барелів. Приєднання Дубайської товарної біржі у 2009 р. до електронної торговельної платформи CME Globex розширило доступ до торгівлі даним контрактом для учасників глобального нафтового ринку.

Даліанська товарна біржа (Dalian Commodity Exchange (DCE)) належить до найбільших товарних бірж світу і охоплює 2% ф'ючерсної торгівлі світу. Заснована у 1993 р., вона сконцентрована на торгівлі сільськогосподарською продукцією (кукурудза, соєві боби, соєва олія, пальмова олія), поліетиленом, пластиком, коксівним вугіллем. За даними Futures Industry Association, у 2007 р. DCE була другою за розміром сільськогосподарською ф'ючерсною біржею в світі з часткою ринку 29%³³. У 2013 р. кількість клієнтських рахунків на біржі становила 1 776 307, в тому числі 50008 для корпоративних клієнтів. Біржа налічує 173 члени та понад 170 тис. інвесторів.

³¹[Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://deutsche-boerse.com>.

³²[Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dubaimerc.com>.

³³Futures Industry Magazine – China: The fall and rise of Chinese futures, 1990–2005 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?a=1038>.

Гонконзька товарна біржа (Hong Kong Mercantile Exchange, НКМЕх³⁴) є електронною і утворена відносно недавно – у 2009 р. Біржа торгує золотом та сріблом. Стандартний розмір контракту на золото становить 32 трійські унції (1-кілограмовий злиток) і котирується у доларах США. Він повинен містити серійний номер та ідентифікаційний штамп. Контракт на срібло становить 1000 трійських унцій. Фізична поставка за обома контрактами передбачається у Гонконгу.

Динамічне зростання економіки Китаю супроводжується активним розвитком фондового ринку. Шанхайська фондова біржа (Shanghai Stock Exchange, SSE³⁵) посідає п'яте місце в світі серед фондових бірж. За станом на грудень 2011 р. її ринкова капіталізація дорівнювала 3,2 трлн. дол. SSE ще не повністю відкрита для іноземних інвесторів, оскільки частина її капіталу контролюється китайським урядом. Біржа була заснована в 1891 р., На сьогодні лістинг на ній пройшло 932 компанії. Біржа є неприбутковою організацією, керівництво нею здійснюється централізовано Регуляторною комісією Китаю з цінних паперів. Цінні папери, що котируються на біржі, поділяються на три групи: акції, облігації та фонди. До акцій належать акції типу «А» (котируються в юанях) та «В» (котируються в доларах США). Облігації включають казначейські облігації (Т-облігації), корпоративні облігації та конверсійні корпоративні облігації.

Відповідно до положень законодавства КНР про цінні папери, для проходження лістингу на SSE корпорації повинні відповідати таким вимогам: акції мають бути публічно випущені в обіг після отримання дозволу Департаменту управління Державної ради з цінних паперів; загальний акціонерний капітал компанії повинен бути не менший, ніж 300 RMB (ренмінбі); компанія повинна здійснювати ділові операції терміном не менш ніж за 3 роки і мати прибутки впродовж цього періоду; компанія не повинна здійснювати жодної незаконної діяльності чи мати помилки в бухгалтерських записах протягом останніх трьох років.

Токійська товарна біржа (Tokyo Commodity Exchange, ТОСОМ³⁶) утворилася в результаті злиття Токійської біржі золота, Токійської біржі гуми і Токійської текстильної біржі у 1984 р. У результаті ТОСОМ пропонує широкий асортимент біржових товарів: золото, срібло, платина, алюміній, паладій, сира нафта, керосин, бензин, гума. З 1991 р. на біржі здійснюються електронні торги. ТОСОМ налічує 87 працівників. Доступ до торгів на біржі можливий трьома шляхами: через членство на біржі (торговці, афілійовані члени або асоційовані члени), через брокерів, акредитованих на біржі, або ж через незалежних програмних продавців (ISVs), тобто посередників в електронних торгах. Фізична поставка товару здійснюється, як правило, з сертифікованих складів біржі, розміщених у Токіо.

Токійська фондова біржа (Tokyo Stock Exchange, TSE³⁷), яку японці називають Тōshō, налічує 2292 компанії у лістингу та 3,3 трлн. дол. ринкової капіталізації. Після злиття з Осацькою біржею цінних паперів влітку 2012 р., у січні 2013 р. планується створення Японської біржової групи (Japan Exchange Group). Усі акції, що

³⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.hkmerc.com>.

³⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sse.com.cn>.

³⁶ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tocom.or.jp>.

³⁷ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tse.or.jp/english>.

обертаються на біржі, поділяють на три групи: перша секція (1675 великих компаній), друга секція (437 компаній середнього розміру) та «матері» (182 молодих компанії з швидкими темпами зростання).

Торги на біржі розпочалися у 1878 р., а в період з 1983 до 1990 р. темпи зростання торгівлі були найвищими в світі. У 1973 р. на біржі відкрито секцію для торгівлі акціями зарубіжних корпорацій. У 1991 р. було запроваджено Центральну депозитарну та клірингову систему біржі. З 1950 р. на TSE щоденно розраховується індекс «Nikkei 225» як середньозважена вартості акцій 225 японських корпорацій різних галузей, що обертаються на біржі, який відображає стан японської економіки. Інший індекс – «Tokyo Stock Price Index або TOPIX» – розраховується на основі вартості акцій корпорацій, що входять до першої секції біржі.

Мультитоварна біржа (Multi Commodity Exchange of India, Ltd., MCX³⁸) є електронною ф'ючерсною біржею, заснованою у 2003 р. у Мумбаї. У 2012 р. вона охопила 85% біржового товарного ринку Індії. Біржа налічує понад 2170 зареєстрованих членів. Торгівля здійснюється через 346000 електронних терміналів по всій Індії. У 2011 р. її було визнано третьою за розмірами товарною ф'ючерсною біржею в світі (за кількістю укладених ф'ючерсних контрактів). Загалом MCX посідає перше місце за такими товарними групами, як золото і срібло, друге – за природним газом і третє – за сировою нафтою. Асортимент товарів на біржі відповідає назві і є дуже широким, налічує близько 40 одиниць. Зокрема, це метали (алюміній, мідь, свинець, нікель, сталь, залізна руда, олово, цинк), злитки коштовних металів (золото, срібло), текстильні товари (бавовна), спеції (кардамон, коріандр, куркума), плантаційні культури (гума), енергетичні продукти (сира нафта, нафта «брент», електроенергія, бензин, природний газ, пічне паливо, імпортоване енергетичне вугілля), погодні продукти (карбон), олійні продукти (соєві боби, рафінована соєва олія, пальмова олія), зернові культури (пшениця, ячмінь) та інші (мигдаль, картопля, цукор, м'ятна олія). MCX підписала низку угод про участь у стратегічних альянсах з міжнародними біржами (Лондонською біржею металів, Нью-Йоркською товарною біржею, Балтійською біржею, Шанхайською ф'ючерсною біржею і Тайванською ф'ючерсною біржею), що створює додаткові можливості для розширення торговельних операцій.

Бомбейська фондова біржа (Bombay Stock Exchange, BSE³⁹), розташована в Мумбаї, є найстарішою фондовою біржею в Азії. За кількістю компаній, що пройшли на ній процедуру лістингу, вона є найбільшою в світі (5133 компанії). Історія біржі розпочалася в 1850 р., коли стокброкери почали збиратися для проведення ділових операцій навпроти ратуші м. Мумбаї. Місце зібрань постійно змінювалося, а кількість брокерів зростала. Кінцевою зупинкою стала Далал Стріт (вулиця Брокерів), де біржа знаходиться і дотепер. У 1875 р. вона була офіційно зареєстрована. В 1986 р. біржа розробила фондовий індекс «BSE SENSEX», або «BSE 30», який відображає стан індійської економіки.

Специфіка африканського біржового ринку в тому, що на ньому зосереджені переважно сільськогосподарські та фондові біржі.

³⁸ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.mcxindia.com>.

³⁹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://beta.bseindia.com>.

У 2012 р. створено першу панафриканську біржу – Bourse Africa⁴⁰ (Ботсвана), яка тісно взаємодіє з усіма біржами африканського континенту. За словами генерального директора біржі К. Горомонзі, «...Bourse Africa буде прагнути, з одного боку, втілити історичну обіцянку щодо африканської економічної інтеграції, а з іншого – стимулюватиме розширення участі Африки в міжнародному ринку».

Торгівля на біржі здійснюватиметься за угодами спот та ф'ючерс на такі базові товари, як валюти африканських країн, сільськогосподарська сировина (какао, бавовна, маїс), метали (базові та коштовні), мінеральна сировина, енергетичні продукти. Ціна на продукцію фіксуватиметься у доларах США, але планується паралельно впровадити котирування в національних африканських валютах для зручності місцевих трейдерів.

Це цікаво!

Ціна помилки трейдерів

Буває, що трейдери плутають клавіші, здійснюючи операції. Або плутають графі в заявці: замість ціни вказують обсяг, а замість обсягу – ціну. Іноді такі помилки призводять до збитків в сотні мільйонів доларів, а іноді навіть до обвалу ринку.

Рекорд був поставлений зовсім недавно на Токійській фондовій біржі. Трейдера японської компанії «Mizuho Securities» попросили продати одну акцію компанії «J-Com» за ціною 610 тис. ієн. Замість цього він розмістив замовлення на продаж 610 тис. акцій за ціною одна єна. Хоча помилку відразу ж помітили, система не захотіла реагувати на скасування угоди. Внаслідок цього збиток «Mizuho Securities» становив близько 341 млн. дол. окрім того, ця угода призвела до того, що основний японський біржовий індекс «Nikkei» обвалився на 301 пункт. Скандал призвів до відставки керівництва біржі, судових позовів і перегляду правил торгів.

Плутанина в цифрах призводить до справжніх курйозів. Одного разу трейдер «UBS Warburg» продав 610 тис. акцій за ціною шість єн, а хотів продати 16 акцій по 600 тис. єн. Збиток оцінили в 71 млн. фунтів.

Іноді брокери не тільки плутають цифри, а й валюту. У листопаді 2002 р. брокер переплутав євро з фунтами, продаючи акції компанії «Ryanair». У підсумку індекс Лондонської фондової біржі зріс на 61% – з 404,5 до 653,7 пункту.

Розміри контрактів також будуть меншими, ніж на великих міжнародних біржах, щоб полегшити доступ до торгів дрібних торговців, малих та середніх підприємств. Окрім торговельного посередництва, Bourse Africa також надаватиме послуги сертифікації якості, складування товару, доставки, клірингу, біржового арбітражу та послуг депозитарію.

4.4. Новітні тенденції на міжнародних біржових ринках

У першій декаді XXI ст. на міжнародному біржовому ринку виявляються нові тенденції, які змінюють не тільки біржову карту світу, а й особливості біржової торгівлі.

Левава частка цих змін пов'язана із концентрацією капіталу. По-перше, відбувається укрупнення бірж у межах окремих країн. Зокрема, ці процеси охопили Євро-

⁴⁰ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bourseafrica.com>.

пу, США та Азію. Так, відбулося об'єднання Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE), Американської фондової біржі (AMEX) і Тихоокеанської фондової біржі (PSE), що створило зручності для інвесторів і розширило їх доступ до нових видів цінних паперів. Аналогічно Токійська товарна біржа (TOCOM) утворилася в результаті злиття Токійської біржі золота, Токійської біржі гуми і Токійської текстильної біржі.

По-друге, об'єднуються між собою біржі різних типів – товарні та фондові. Яскравим прикладом цього є створення Бразильської фондової, товарної та ф'ючерсної біржі (BM&FBOVESPA) в результаті злиття у 2008 р. Фондової біржі Сан-Паулу та Бразильської товарної та ф'ючерсної біржі.

По-третє, формуються трансконтинентальні біржі в процесі міжнародних злиттів і поглинань. У результаті масштабних процесів консолідації утворилися глобальні фондові та товарні біржі: CME Group, NYSE Euronext. Ринкова капіталізація об'єднаної компанії NASDAQ OMX становила близько 15 млрд. євро (20 млрд. дол.).

Причини консолідації бірж наступні. По-перше, злиття і поглинання дозволяють підвищити конкурентоспроможність на ринку організації торгів. Тому у багатьох випадках відбувається об'єднання з головним конкурентом (наприклад, CME та CBOT).

По-друге, злиття дозволяє біржам спільно розробляти контракти (чи фінансові продукти) і розміщувати їх одночасно на різних ринках (різних країнах, континентах). Це дає можливість залучити капітал з інших країн та частин світу. Суміжною причиною є отримання доступу до виникаючих ринків (emerging markets). Тому сьогодні зростає інтерес західних операторів до бірж Китаю, Індії, Латинської Америки.

По-третє, консолідація бірж призводить до зростання ліквідності. Чим більше продуктів чи фінансових інструментів пропонує організований ринок, тим вища у нього ліквідність. Це відповідно підвищує до нього інтерес інвесторів. Перевагою великих бірж є розмір спреда (різниці між ціною покупця і ціною продавця). Четвертою причиною консолідації є досягнення ефекту масштабу, за рахунок якого біржі можуть знижувати розмір комісії на одну торговельну операцію. Так, за словами керівника аналітичного підрозділу «Rosenblatt Securities» Дж. Шека, «...Біржовий бізнес – це бізнес масштабу. Ви маєте інфраструктуру для проведення угод, відповідно чим більше у вас угод, тим краще. А придбавши інший майданчик і перевівши всі угоди на одну платформу, ви можете отримати значну економію на масштабі»⁴¹.

Хронологія найбільших біржових злиттів та поглинань в кінці ХХ – на початку ХХІ ст. наведена в табл. 4.4.

Після хвилі злиттів та поглинань на міжнародному біржовому товарному ринку фактично залишилось лише кілька великих незалежних бірж, які не брали участі в цих процесах: Лондонська біржа металів (промислові метали та пластмаси), Канзаська торговельна палата (озима пшениця), Зернова біржа Міннеаполісу (яра пшениця), Шанхайська біржа металу (кольорові метали), Дубайська товарна біржа (ф'ючерси та опціони на нафту), Дубайська біржа золота і товарів (коштовні метали).

⁴¹ Розбиті мрії // Finance.ua. – 2011. – 25 лют. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2011/02/25/229217>.

Таблиця 4.4
Хронологія консолідації капіталу на міжнародних товарних біржах⁴²

Рік	Біржа	Подія
1933	COMEX	Заснована в результаті злиття Національної біржі металів, Нью-Йоркської біржі гуми, Національної біржі сирого шовку та New York Hide Exchange.
1979	Біржа кави, цукру та какао (CSCE)	Злиття Біржі кави та цукру і Нью-Йоркської біржі какао
1994	NYMEX	Злиття NYMEX і COMEX, створення найбільшої в світі біржі товарних ф'ючерсів, ринку енергетичних продуктів, кольорових та коштовних металів.
1998	NYBOT	Нью-Йоркська торговельна палата стає материнською компанією для Нью-Йоркської біржі бавовни та CSCE.
Червень 2001	Інтерконтинентальна біржа (ICE)	Інтернет-ринок ICE купує лондонську Міжнародну нафтову біржу (IPE), оцінивши її у 67,5 млн. дол.
Жовтень 2001	Euronext	Розташований у Парижі європейський біржовий оператор «Euronext» купує лондонський ринок деривативів LIFFE за 555 млн. фунтів стерлінгів (805 млн. дол.). На LIFFE здійснюється торгівля ф'ючерсними контрактами на різноманітні товари: від акцій та цукру до пшениці й погоди.
Червень 2004	NYBOT	NYBOT завершує процедуру злиття з Нью-Йоркською біржею бавовни (NYCE) та CSCE.
Жовтень 2006	CME	CME погоджується придбати свого чиказького конкурента CBOT за 8 млн. дол., завершивши столітнє змагання за створення найбільшої біржі за рівнем ринкової капіталізації.
Січень 2007	Інтерконтинентальна біржа (ICE)	Інтерконтинентальна біржа (ICE) купує NYBOT за 1,07 млрд. дол.
Червень 2007	ICE	ICE оголосила про приєднання Канадської приватної сільськогосподарської ф'ючерсної та Вінніпезької товарної біржі (Winnipeg Commodity Exchange) за угодою вартістю 37,4 млн. дол.
Листопад 2007	NYMEX Holdings Inc	NYMEX Holdings Inc купує 15,1% норвезької біржі IMAREX ASA за 52 млн. дол.
Лютий 2008	Imarex	Норвезька біржа деривативів «Imarex» погоджується купити британський енергетичний ринок Spectron Group за 138 млн. дол..
Лютий 2008	NYSE Euronext	NYSE Euronext купує 5% частку Мультитоварної біржі Multi Commodity Exchange (MCX) за 55 млн. дол., намагаючись отримати прибутки від біржового буму в Індії.
Березень 2008	CME Group	CME Group завершує угоду з придбання біржі NYMEX за 9,4 млрд. дол.
Травень 2008	BM&FBOVESPA	B. Holding оголосив про злиття Фондової біржі Сан-Паулу (Bovespa) та Бразильської товарної та ф'ючерсної біржі (BM&F), створивши третю в світі за розміром фондову біржу.
2008	CME Group та BM&FBOVESPA	В результаті своп-угоди CME Group отримала 5% акцій BM&FBOVESPA, а BM&FBOVESPA – отримала 5% CME Group (перехресне володіння).
2011–2012	Deutsche Börse та NYSE Euronext	15 лютого 2011 р. NYSE Euronext і Німецька фондова біржа «Deutsche Börse AG» досягли угоди про злиття, у результаті мала бути утворена найбільша у світі фондова біржа. Спроба злиття заблокована Європейською комісією 1 лютого 2012 р.

⁴² Chronology: Consolidation among Commodity Exchanges. – Reuters, Tue Mar 18, 2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.reuters.com/article/2008/03/18/nymex-cme-idUSN1840775320080318>.

Розглянемо детальніше найбільші угоди з консолідації біржового капіталу на товарному та фондовому ринках.

Зокрема, 17 жовтня 2006 р. Chicago Mercantile Exchange оголосила про покупку Чиказької торговельної палати за 8 млрд. дол. та створення CME Group, Inc. Основною метою злиття було зміцнення позицій групи на світовому ринку деривативів. Угода про злиття була схвалена акціонерами обох бірж 9 липня 2007 р., а сама процедура офіційно завершилась 12 липня. «Ми довго чекали цього дня», – підсумував подію Т. Даффі, виконавчий директор ради директорів CME. Після цього акції Чиказької торговельної палати були конвертовані в акції CME Group, як було передбачено угодою. Пізніше, 13 січня 2008 р., електронні торги на CBOE повністю перейшли на комп'ютерну систему «CME Globex». У результаті злиття створено біржу, яка торгує практично усіма основними групами товарів.

Однак злиття названих бірж було лише початком великої консолідації капіталу на товарному ринку США. 17 березня 2008 р. Нью-Йоркська товарна біржа (NYMEX) прийняла пропозицію від CME Group купити NYMEX за 8,9 млрд. дол. готівкою та передачею частини акцій CME Group. Придбання було офіційно оформлено 22 серпня 2008 р., а 30 вересня 2009 р. торговельну систему NYMEX було повністю інтегровано до платформи CME Group. Дану операцію влучно прокоментував колишній керуючий партнер консалтингової компанії «Accenture Ltd» В. Клайн: «NYMEX все-таки не настільки велика, щоб вижити в умовах консолідації бірж. Що стосується CME Group, то для неї ця покупка – цілком логічний крок до розширення своїх операцій з торгівлі енергоносіями».⁴³

На світовому фондовому ринку хвиля злиттів і поглинань стала ще більш масштабною. В першу чергу вона охопила NYSE (Нью-Йоркську фондову біржу). У 2005 р. злиття NYSE і Archipelago Holdings було схвалене більшістю голосуючих членів NYSE. Основною метою цього об'єднання було запровадження сучасних технологій автоматизованих торгів, створених Archipelago, в практику NYSE. Після цього Нью-Йоркська фондова біржа стала публічною компанією, а її акції почали продаватися на власній фондовій біржі під тикером NYX. Власники 1366 місць NYSE отримали 80177 акцій новоствореної NYSE Group, а також 300 000 дол. готівкою і 70 571 дол. у вигляді дивідендів за кожне місце. Завершенням цієї угоди стало створення двох нових підрозділів NYSE Group: NYSE Arca і NYSE Arca Europe, який був запущений після придбання Euronext.

У квітні 2006 р. NYSE Group і Euronext підписали угоду про злиття, отримавши згоду акціонерів та регуляторних органів. Завершення процедури злиття було офіційно відзначено в США та Європі 4 квітня 2007 р. Це злиття ознаменувало створення найбільшої та найбільш ліквідної в світі біржової групи NYSE Euronext⁴⁴.

Однак на цьому участь Euronext у консолідації капіталу не припинилася. Так, у грудні 2012 р., міжнародна електронна біржа Intercontinental Exchange (ICE) оголосила про придбання NYSE Euronext за 8,2 млрд. дол. Таким чином буде сформовано найбільшу у світі диверсифіковану біржову групу, що оперуватиме майданчиками з торгівлі товарними ф'ючерсами та опціонами, кредитними деривативами,

⁴³ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://kommersant.ru/doc/846721>.

⁴⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyse.com/nyseeuronext>.

акціями та їх похідними, а також валютними цінними паперами і деривативами на відсоткові ставки. За умовами операції, ICE заплатить 33,12 дол. за кожну акцію NYSE Euronext, що є 37,7%-го премією до вартості акції Нью-Йоркської біржі на закритті торгів 19 грудня 2012 р.

Інший біржовий оператор, Nasdaq, домовився 25 травня 2007 р. про придбання свого шведського конкурента OMX за 25,1 млрд. шведських крон (3,7 млрд. дол.). Таким чином, вона нарешті вийшла на європейський ринок після двох невдалих спроб придбати Лондонську фондову біржу (від якої двічі отримувала відмову в 2006 та 2007 р.). Після злиття до неї перейшла також третина біржі International Exchange St. Petersburg (IXSP) у Санкт-Петербурзі, яка була створена за участю OMX⁴⁵.

Ще однією тенденцією розвитку міжнародних біржових ринків стала поява нових, специфічних біржових товарів, таких як арт-активи, атмосферні викиди, енергетичні товари тощо, що відповідно зумовлює необхідність організації бірж нових типів.

Феноменом початку ХХІ ст. стало зростання інтересу інвесторів до такого інструменту, як арт-активи, що дозволяють зберегти та примножити капітал, особливо в період економічної нестабільності. Це стало причиною розвитку відповідної інфраструктури, зокрема арт-бірж. Арт-біржу можна визначити як організований ринок, де предметом купівлі-продажу є частки у творах мистецтва інвестиційної якості, а ціни встановлюються у результаті співвідношення між попитом та пропозицією з боку інвесторів та колекціонерів⁴⁶.

Появу першої з них (Art Exchange, м. Париж) у січні 2011 р. зумовило дві основні причини. По-перше, зростаючий попит з боку інвесторів, які прагнуть диверсифікувати ризики на ринках традиційних активів. По-друге, бажання французьких інвесторів уникнути сплати податку на багатство (ISF), яким у Франції обкладаються фізичні особи з сімейним статком понад 790 тис. євро (до об'єкта оподаткування донедавна планували додати й вартість придбаних предметів мистецтва). На даний момент у світі вже налічується 2 арт-біржі в Європі (Art Exchange у Франції та Split Art в Люксембургу) і 6 арт-бірж у Китаї (Tianjin Cultural Artwork Exchange, Zhengzhou Cultural Art Exchange, Shenzhen Culture Assets and Equity Exchange, Chengdu Culture Equity Exchange, Shanghai Culture Assets and Equity Exchange, South Cultural Equity Exchange).

Правила торгівлі на арт-біржі наступні. Біржа продає частки у праві власності на предмет мистецтва, при цьому мінімальна частка становить 10% від вартості твору. Основні об'єкти торгівлі – картини, скульптура, фотографії, відеоінсталяції. Вартість твору дорівнює не менше 100 000 євро (130 000 дол.). Механізм інвестування на арт-біржі аналогічний до фондового ринку – інвестор може розмістити на біржі заявку на купівлю чи продаж часток, комісія при цьому може становити близько 0,5% за кожну трансакцію, а прибуток формується на основі цінових різниць⁴⁷.

⁴⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nasdaq.com/about/overview.stm>.

⁴⁶ Мельник Ю. Феномен біржової торгівлі на міжнародному ринку творів мистецтва / Ю. Мельник // «Інноваційні процеси економічного і соціально-культурного розвитку: вітчизняний та зарубіжний досвід. : зб. тез доп. V Ювіл. міжнар. конф. молодих вчен. та студ. – Тернопіль : Екон. думка, 2012. – С. 12–14.

⁴⁷ Art Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.aexchange.net>.

П'ятою тенденцією на міжнародному біржовому ринку є зростання ролі азійських бірж на світовому біржовому ринку, зумовлена бурхливим розвитком економіки таких країн, як Китай, Індія, Південна Корея, Гонконг. Змінюється географія товарних і фондових торговельних потоків. На сьогодні в Азійському регіоні зосереджено 33 товарні біржі, а 6 фондових бірж Азії належать до двадцятки найбільших фондових ринків світу за розміром капіталізації (Токійська фондова біржа, Шанхайська фондова біржа, Гонконзька фондова біржа, Шеньженська фондова біржа, Бомбейська фондова біржа, Корейська біржа, Національна фондова біржа Індії).

Ще одна сучасна тенденція на міжнародних біржових ринках – зміна самого методу торгівлі. Електронні системи торгів витісняють торгівлю в ямах (пітах) за допомогою відкритого аукціону. Основна їх вигода – можливість торгівлі 24 години на добу, що дозволяє учасникам безпосередньо «тримати руку на пульсі ринку». Переваги від переходу на електронну форму торгів такі:

- ✓ скорочення трансакційних витрат за рахунок автоматизації процесів;
- ✓ підвищення ліквідності за рахунок полегшення виходу на ринок більшої кількості продавців та покупців;
- ✓ вищий рівень конкуренції серед інвесторів завдяки скороченню необхідності в послугах брокера;
- ✓ отримання нових технологій з організації біржових торгів, якими володіють партнери;
- ✓ вища прозорість торгів, що забезпечується оновленням інформації в режимі реального часу;
- ✓ вужчі спреди, тобто різниця між найкращою ціною купівлі та продажу, яка становить прибуток маркет-мейкерів. Саме вища ліквідність, конкурентність та прозорість ринку призводить до звуження спре дів на біржові товари.

Зокрема, на CME Group торгівля нині здійснюється двома методами – відкритим голосовим аукціоном та електронна торгівля через «CME Globex». Однак уже понад 70% операцій здійснюється в електронному режимі. Працюючи фактично цілодобово, торгова система «CME Globex» є свого роду «серцем» біржі CME. Запропонована у 1987 р., вона була введена лише в 1992 р. як перша глобальна електронна торговельна система для торгівлі ф'ючерсними контрактами. Основою електронної системи «Globex» є інформаційна технологія агентства «Рейтер». У вересні 1998 р. здійснено запуск другого покоління «Globex», що використовує модифіковану версію торгової системи «NSC», розробленої біржею Bourse de Paris для MATIF (тепер Euronext). Щоб приєднатися до «Globex», трейдери використовують спеціальний протокол «Market Data Protocol» (MDP) та «iLink 2.0» для розміщення ордерів⁴⁸.

Електронна торгівля на Deutsche Börse здійснюється на основі платформи «Xetra®»⁴⁹, яка пропонує ефективний і рівноправний доступ учасників ринку до широкого спектра (понад 300 000) цінних паперів німецьких та міжнародних, корпорацій незалежно від місцезнаходження трейдерів. Сьогодні до неї під'єднано по-

⁴⁸ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.

⁴⁹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/ru/kir/gdb_navigation_other_languages/ru/trading/10_trading/10_xetra.

над 250 учасників торгів з 19 країн світу. Платформа «Хетра» впроваджена в 1997 р. і досі залишається однією з найшвидших та найнадійніших електронних систем у світі.

«LIFFE CONNECT» є електронною платформою, яка забезпечує здійснення торгів на глобальному ринку деривативів NYSE Liffe. Дана платформа була розроблена Лондонською міжнародною біржею ф'ючерсів та опціонів з метою замінити торгівлю методом відкритого аукціону в біржовому залі, що почала втрачати ефективність; з 2000 р. Liffe стала цілковито електронною біржею. Сьогодні електронна система налічує 825 учасників торгів з 31 країни світу⁵⁰.

Фондовий ринок NASDAQ⁵¹ використовує ряд електронних торговельних систем для здійснення своїх глобальних біржових операцій. «SOES» (Small Order Execution System) – це система виконання дрібних ордерів. «SOES» була призначена для денних трейдерів, які торгують на ринку NASDAQ пакетами до 1000 акцій. На даний момент вона припиняє своє функціонування. Її замінила «SuperMontage» – нова система відображення котирувань руху ордерів. Вона офіційно була запущена в дію 7 жовтня 2003 р. в Європі, а 14 жовтня 2003 р. – і в США. У 1988 р. на біржі NASDAQ була введена в експлуатацію система підтвердження угод (Order Confirmation Transaction service – OCT). Система дозволяла позбутися проблем передачі ордерів по телефону і постановки ордера в хвилини швидкого руху ринку. У 1990 р. «OCT» була перейменована в «SelectNet».

Сьогодні існує покоління повністю електронних бірж, на яких відсутній традиційний метод торгів через відкритий аукціон. Це Eurex (European Exchange)⁵², HoustonStreet Exchange Inc.⁵³, Інтерконтинентальна біржа (Intercontinental Exchange⁵⁴), Carbon Trade Exchange⁵⁵, Multi Commodity Exchange of India, Ltd. (MCX)⁵⁶, Hong Kong Mercantile Exchange (HKMEH)⁵⁷ та інші. Такі біржі є глобальними і доступними для інвесторів з будь-якого куточка світу.

Електронні системи торгів постійно модернізуються, враховуючи потреби і тенденції ринку.

⁵⁰ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://globalderivatives.nyx.com/connecting/liffe-connect>.

⁵¹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nasdaq.com>.

⁵² [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eurexgroup.com>.

⁵³ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.houstonstreet.com>.

⁵⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.theice.com>.

⁵⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://carbontradexchange.com>.

⁵⁶ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.mcxindia.com>.

⁵⁷ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.hkmerc.com>.

Резюме

Ф'ючерсний контракт (*futures contract*) – це стандартизована угода про купівлю чи продаж конкретного товару в конкретний час і місце в майбутньому за ціною, встановленою на вільних біржових торгах в централізованому регульованому місці за правилами даного ринку. Двома основними моментами ф'ючерсних контрактів є стандартна форма контракту і той факт, що ціна – це єдина змінна величина.

Оскільки продаються самі контракти на поставку або прийомку товару, цей процес відбувається без демонстрації і без поставки даного товару. Як правило, більшість операцій закінчується укладанням оберненої (офсетної) угоди. Ф'ючерсні контракти на купівлю відмінюються новими контрактами на продаж і навпаки. Різниця цін на одиницю ваги, об'єму контракту на момент укладання і на момент відміни сплачується грішми.

Основною метою ф'ючерсної торгівлі є не купівля-продаж товару, а головне її призначення полягає у нейтралізації (страхуванні) цінних та курсових ризиків. Ф'ючерсні ринки є найбільш ефективними і ліквідними торговельними майданчиками. Збільшення кількості покупців приводить до їх конкуренції і підвищення цін на ринку, збільшення продавців спричиняє спад цін. На високоліквідних ринках дистанція між цінами пропозиції покупців (*bids*) та продавців (*offers*) називається спредом (*spread*), вона зменшується завдяки конкуренції.

Кожен контракт має дві сторони – продавця та покупця. Покупець ф'ючерсного контракту займає «довгу» (*long*), а продавець – «коротку» (*short*) позиції. Протягом строку дії контракту ціна на нього змінюється залежно від кон'юнктури ринку. При спаді цін виграють продавці, при зростанні – покупці.

Кожен учасник ф'ючерсного ринку вносить початковий вклад – депозит (початкову маржу, гарантійний депозит (англ. «*initial margin*»)), який змінюється щоденно залежно від зміни цін на контракти. Згідно з правилами біржової торгівлі, він становить у середньому 2–10% від вартості товару, вказаного в контракті. Цей депозит повертається торговцеві при реалізації контракту через поставку реального товару або укладення протилежної угоди. Депозит – це засіб, що гарантує дотримання зобов'язань за контрактом, він не є оплатою товару.

Як засіб регулювання ризику ф'ючерсний контракт дає змогу дилерам фізичних товарів відносно точно формувати ціну на товари, які вони планують продавати або купувати в майбутньому. Ці контракти допомагають страхуватися на реальних ринках сировини, цінних паперів та валюти. Ціновий ризик у цьому разі беруть на себе спекулянти.

Особливістю сучасної торгівлі на ф'ючерсній біржі є висока ліквідність. Різниця між цінами контрактів продавців та покупців є доволі незначною (0,1% і менше на товарних і 0,5% від вартості на фондових біржах). Така незначна різниця полегшує процес укладання угод, сприяє зростанню обігу, зменшує видатки на торговельні операції.

Ф'ючерсна біржова торгівля характеризується яскраво вираженою географічною концентрацією. Біржова мережа світу є розгалуженою, зазнає постійного розвитку та змін під впливом тенденцій міжнародної економіки, водночас відображаючи загальну кон'юнктуру світового господарства. Хоча основні біржі розташовані в традиційних центрах економічної активності світу (США, Великобританія, Японія), вагомі позиції на біржовій карті почали займати Китай, Індія, країни Пів-

денної Америки. Сучасною особливістю міжнародної біржової торгівлі є створення трансконтинентальних бірж з представництвами у різних країнах світу.

У першій декаді ХХІ ст. на міжнародному біржовому ринку виявляється низка нових тенденцій, які змінюють не тільки біржову карту світу, а й особливості біржової торгівлі. По-перше, відбувається укрупнення бірж в межах окремих країн. По-друге, об'єднуються між собою біржі різних типів – товарні та фондові. По-третє, формуються трансконтинентальні біржі в процесі міжнародних злиттів і поглинань. У результаті масштабних процесів консолідації утворилися глобальні фондові та товарні біржі: CME Group, NYSE Euronext.

Характерною особливістю сучасного етапу розвитку міжнародних біржових ринків стала поява нових, специфічних біржових товарів, таких як арт-активи, атмосферні викиди, енергетичні товари, що зумовило необхідність організації бірж нових типів (арт-біржі, енергетичні біржі тощо). П'ятою тенденцією на міжнародному біржовому ринку є зростання ролі азійських бірж на світовому біржовому ринку, зумовлене бурхливим розвитком економіки таких країн, як Китай, Індія, Південна Корея, Гонконг. Змінюється географія товарних і фондових торговельних потоків.

Ще одна сучасна тенденція на міжнародних біржових ринках – зміна самого методу торгівлі. Електронні системи торгів витісняють торгівлю в ямах (пітах) за допомогою відкритого аукціону. Основна їх вигода – можливість торгівлі 24 години на добу, що дозволяє учасникам безпосередньо «тримати руку на пульсі ринку». Сьогодні існує покоління повністю електронних бірж, на яких відсутній традиційний метод торгів через відкритий аукціон. Такі біржі є глобальними і доступними для інвесторів з будь-якого куточка світу.

Також для ознайомлення наведемо декілька організацій, які створені для представлення інтересів бірж у світі.

Світова федерація бірж (World Federation of Exchanges (WFE) – всесвітнє галузеве об'єднання організаторів торгівлі цінними паперами і похідними цінними паперами. Ця торговельна асоціація була створена в 1961 р. та на даний час об'єднує 62 фондові біржі, що займаються торгівлею акціями, ф'ючерсами та опціонами. Серед членів Світової федерації бірж варто виділити Шанхайську ф'ючерсну біржу (Shanghai Futures Exchange), Групу Чиказької товарної біржі (CME Group), Групу Deutsche Börse, Московську біржу, Групу бірж NASDAQ OMX та інші.

Асоціація ф'ючерсної індустрії (Futures Industry Association, FIA) – міжнародна організація, що представляє інтереси індустрії похідних інструментів. Ця організація була створена в 1955 р. Нині її штаб-квартира знаходиться у Вашингтоні (США). Її членами виступають: більше 30 найбільших професійних учасників строкового ринку (futures commission merchants); більше 210 бірж і клірингових організацій Північної Америки, Південної Америки, Європи, Азії та Австралії; банки, а також юридичні та бухгалтерські фірми, керівники фондів (money managers), крупні клієнти і постачальники відповідних послуг.

Контрольні запитання

1. У чому полягає сутність ф'ючерсного контракту?
2. Що є основною метою ф'ючерсної торгівлі?
3. Чому ф'ючерсні ринки є найбільш ліквідними та ефективними торговельними майданчиками?
4. Який механізм укладання та виконання ф'ючерсних угод?
5. Яке призначення маржевих внесків і які їх різновиди?
6. Хто веде розрахунки за ф'ючерсними контрактами?
7. Що таке одиниця контракту? Якими вони бувають на різних біржах?
8. Охарактеризуйте основні міжнародні ф'ючерсні ринки.
9. Якими є сучасні тенденції на міжнародних біржових ринках?
10. Які основні причини консолідації бірж на міжнародних ринках?

Рекомендована література

1. Берлач А. І. Організаційно-правові основи біржової діяльності : навч. посіб. / А. І. Берлач, Н. А. Берлач, Ю. В. Ілларіонов. – К. : Фенікс, 2000.
2. Галанов В. А. Биржевое дело : учеб. / В. А. Галанов ; под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998.
3. Голубович А. Н. Руководство по биржевому делу, товарные сделки, ценные бумаги / под ред. А. Н. Голубовича. – М. : Агропромиздат, 1991.
4. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000.
5. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева, О. А. Кандинская. – М. : Банки и биржи : ЮНИТИ, 1997. – С. 17.
6. Иващенко А. И. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли) / А. И. Иващенко. – М. : Златоцвет, 1993. – С. 226.
7. Мельник Ю. Феномен біржової торгівлі на міжнародному ринку творів мистецтва / Ю. Мельник // Інноваційні процеси економічного і соціально-культурного розвитку: вітчизняний та зарубіжний досвід : зб. тез доп. V Ювіл. міжнар. конф. молодих вчен. та студ. – Тернопіль : Екон. думка, 2012. – С. 12–14.
8. Сохацька О. М. Біржова справа : підруч. / О. М. Сохацька. – [2-ге вид., змін. й доп.]. – Тернопіль : Карт-бланш; К. : Кондор, 2008.
9. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999.
10. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц – М. : Ай Кью, 1992. – С. 5.
11. Art Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.aexchange.net>.
12. Chronology: Consolidation among Commodity Exchanges. – Reuters, Tue Mar 18, 2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.reuters.com/article/2008/03/18/nymex-cme-idUSN1840775320080318>.
13. Futures Industry Magazine – China: The fall and rise of Chinese futures, 1990–2005 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?a=1038>.
14. World Federation of Exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://http://www.world-exchanges.org>.

15. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://beta.bseindia.com>.
16. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://carbontradexchange.com>.
17. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://deutsche-boerse.com>.
18. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://en.exaa.at>.
19. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://inscx.com>.
20. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.apxindex.com>.
21. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bmfbovespa.com.br>.
22. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bourseafrica.com>.
23. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.chicagotribune.com>.
24. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.climex.com>.
25. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.
26. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dubaimerc.com>.
27. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eex.com>.
28. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eurexgroup.com>.
29. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.hkmerc.com>.
30. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.houstonstreet.com>.
31. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kcbit.com>.
32. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.lme.com>.
33. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.londonstockexchange.com>.
34. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.matba.com.ar>.
35. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.mcxindia.com>.
36. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nasdaqomx.com>.
37. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyse.com/nyseuronext>.
38. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyx.com>.
39. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sse.com.cn>.
40. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.theice.com>.
41. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tmx.com>.
42. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tocom.or.jp>.
43. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tse.or.jp/english>.
44. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://globalderivatives.nyx.com/connecting/liffe-connect>.

Тести для перевірки знань до розділу 4

1. Ф'ючерсний контракт – це:

- а) купівля-продаж зобов'язань поставки активів;
- б) купівля-продаж активів з негайною поставкою;
- в) купівля-продаж активів у строки, вказані в контракті;
- г) купівля-продаж прав на активи.

2. Основною метою ф'ючерсної торгівлі є:

- а) купівля-продаж реальних товарів;
- б) страхування цінкових і курсових ризиків;
- в) визначення спотових цін;
- г) визначення форвардних цін.

3. Спред – це:

- а) різниця між спотовими та форвардними цінами;
- б) різниця між ф'ючерсними та спотовими цінами;
- в) різниця між цінами продавців та покупців ф'ючерсів;
- г) різниця між ф'ючерсними та форвардними цінами.

4. Покупець ф'ючерсного контракту займає:

- а) довгу позицію;
- б) коротку позицію;
- в) позицію хедера;
- г) позицію арбітражера.

5. Тік – це:

- а) глибина контракту;
- б) мінімальний розмір зміни ціни, встановлений біржею;
- в) довга позиція;
- г) коротка позиція.

6. Яким є розмір початкової маржі?

- а) 15–20%.
- б) Менше 1%.
- в) 2–10%.
- г) 30–50%.

7. «Принцип важеля» (леверидж) у ф'ючерській торгівлі полягає у:

- а) внесенні певної вартості ф'ючерсного контракту;
- б) отриманні кредиту брокера;
- в) внесенні 2% від вартості контракту при відкритті ф'ючерських позицій;
- г) отриманні кредиту банку.

8. Ринковий ордер – це:

- а) наказ брокеру купити-продати ф'ючерсні контракти за фіксованою ціною;
- б) наказ брокеру купити-продати ф'ючерсні контракти за вказаним діапазоном цін;
- в) наказ брокеру купити-продати ф'ючерсні контракти за ринковою ціною;
- г) наказ брокеру закрити ф'ючерсну позицію.

9. Хеджевий рахунок – це:

- а) відкриття субрахунка на розрахунковому рахунку брокера для здійснення угод з реальними товарами;
- б) відкриття довгої позиції;
- в) відкриття рахунка для здійснення ф'ючерських операцій;
- г) відкриття короткої позиції.

10. Ф'ючерсна біржа – це:

- а) гуртовий ринок;
- б) інформаційний центр щодо спотових цін;
- в) фінансовий інститут, що доповнює банківське кредитування на стадії реалізації та зберігання товару;
- г) інформаційний центр щодо форвардних цін.

11. Початковий депозит потрібен для:

- а) здійснення платежу за контрактом;
- б) сплати комісійних брокеру;
- в) гарантії виконання угоди;
- г) сплати комісійних біржі.

12. Яка фондова біржа є найбільшою в світі?

- а) Лондонська фондова біржа;
- б) Токійська фондова біржа;
- в) Фондовий ринок NASDAQ;
- г) NYSE Euronext.

13. Яка біржа є найстарішою в світі біржею ф'ючерсів та опціонів?

- а) Лондонська біржа металів;
- б) Чиказька торговельна палата;
- в) Нью-Йоркська торговельна палата;
- г) Інтерконтинентальна біржа.

14. Яка основна причина консолідації бірж?

- а) хеджування цінних та курсових ризиків;
- б) економія на транспортних витратах;
- в) підвищення конкурентоспроможності на ринку організації торгів і зростання ліквідності;
- г) розширення спекулятивних операцій.

15. Який спосіб ведення торгів є сьогодні найпоширенішим на світових біржах?

- а) торгівля пошепки;
- б) електронні торги;
- в) торгівля за допомогою жестів і вигуків;
- г) торгівля в ямах (пітах).

Ситуаційні задачі

Задача № 1

Умова:

Клієнт Чиказької торговельної палати (CME Group) відкрив через брокера довгу позицію на 7 грудневих ф'ючерсних контрактів на кукурудзу за ціною 761,4 центи за бушель. Даний рахунок хеджевий, і розрахункова палата біржі вимагає внесення початкової маржі в розмірі 2% від вартості контрактів.

Завдання:

Визначити, який дохід або збиток отримає клієнт, якщо ціна через кілька днів зросте до 798,1 цента за бушель, а також розмір початкового маржевого внеску.

Задача № 2

Умова:

Клієнт біржі NYMEX (CME Group) має коротку позицію на 10 січневих контрактів на платину за ціною 1615,5 дол. за трійську унцію. Одиниця контракту – 50 трійських унцій. При падінні цін до 1595,2 дол. за арійську унцію він дає команду брокеру ліквідувати позицію шляхом укладання оберненої угоди.

Завдання:

Розрахуйте результати операції. Чи варто було біржовику закривати позицію?

Задача № 3

Умова:

Ціна одного бареля сирої нафти на біржі становить 90,05 дол. Одиниця контракту – 1000 барелів. Депозитний внесок становить 10% від вартості контракту.

Завдання:

Розрахуйте показник фінансового леввериджу за даним контрактом.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ ф'ючерс;
- ✓ обернена (офсетна) угода;
- ✓ ліквідація позиції;
- ✓ довга позиція;
- ✓ коротка позиція;
- ✓ специфікація контракту;
- ✓ ф'ючерсна біржа;
- ✓ електронні торги;
- ✓ консолідація бірж.

Додатки

Додаток 4.1

Специфікація ф'ючерсного контракту на кукурудзу (CBOT, CME Group)

Corn Futures	
Contract Size	5,000 bushels (~ 127 Metric Tons)
Deliverable Grade	#2 Yellow at contract Price, #1 Yellow at a 1.5 cent/bushel premium #3 Yellow at a 1.5 cent/bushel discount
Pricing Unit	Cents per bushel
Tick Size (minimum fluctuation)	1/4 of one cent per bushel (\$12.50 per contract)
Contract Months/Symbols	March (H), May (K), July (N), September (U) & December (Z)
Trading Hours	CME Globex (Electronic Platform) 5:00 pm – 2:00 pm, Sunday – Friday Central Time
	Open Outcry (Trading Floor) 9:30 am* – 2:00 pm Monday – Friday Central Time *opens at 7:20 a.m. CT for major USDA crop reports
Daily Price Limit	\$0.40 per bushel expandable to \$0.60 when the market closes at limit bid or limit offer. There shall be no price limits on the current month contract on or after the second business day preceding the first day of the delivery month.
Settlement Procedure	Daily Grains Settlement Procedure (PDF) Final Corn Settlement Procedure (PDF)
Last Trade Date	The business day prior to the 15th calendar day of the contract month.
Last Delivery Date	Second business day following the last trading day of the delivery month.
Product Ticker Symbols	CME Globex (Electronic Platform) ZC C=Clearing
	Open Outcry (Trading Floor) C
Exchange Rule	These contracts are listed with, and subject to, the rules and regulations of CBOT.

Розмір контракту	5 000 бушелів (127 метричних тонн).
Якість	Жовта №2 за контрактною ціною, або жовта №1 з премією 1,5 цента/бушель, чи жовта №3 зі знижкою 1,5 цента/бушель.
Одиниця ціни (котирування)	Центи за бушель.
Тік (мінімальна зміна ціни)	1/4 цента за бушель (12,50 долара за контракт).
Місяці поставки	Березень, травень, липень, вересень, грудень.
Години торгівлі	На CME Globex (електронна платформа): з 17:00 до 14:00 за чиказьким часом, з понеділка по п'ятницю. На відкритому аукціоні (в біржовому залі): з 9:30 до 14:00 з понеділка по п'ятницю.
Максимальна зміна ціни за день	40 центів за бушель; може зрости до 60 центів за бушель, коли ринок наближається до ліміту ціни пропозиції або ліміту ціни попиту. Не може бути жодних цінових обмежень на контракти у місяць поставки.
Останній день торгів	Робочий день, що передує 15-му календарному дню контрактного місяця.
Останній день поставки	Другий робочий день, наступний за останнім днем торгівлі у місяці поставки.
Тікери (символи позначення в залі)	На «CME Globex» (електронна платформа): ZC (C означає «кліринг»); На відкритому аукціоні (в біржовому залі): C.

Додаток 4.2

Специфікація ф'ючерсного контракту на платину (NYMEX, CME Group)

Platinum Futures	
Product Symbol	PL
Venue	CME Globex, CME ClearPort, Open Outcry (New York)
Hours (All Times are New York Time/ET)	CME Globex: Sunday – Friday 6:00 p.m. – 5:15 p.m. (5:00 p.m. – 4:15 p.m. Chicago Time/CT) with a 45-minute break each day beginning at 5:15 p.m. (4:15 p.m. CT)
	CME ClearPort: Sunday – Friday 6:00 p.m. – 5:15 p.m. (5:00 p.m. – 4:15 p.m. Chicago Time/CT) with a 45-minute break each day beginning at 5:15 p.m. (4:15 p.m. CT)
	Open Outcry: Monday – Friday 8:20 a.m. – 1:05 p.m. (7:20 a.m. – 12:05 p.m. CT)
Contract Size	50 troy ounces
Price Quotation	U.S. Dollars and Cents per troy ounce
Minimum Fluctuation	\$0.10 per troy ounce
Termination of Trading	Trading terminates on the third last business day of the delivery month.
Listed Contracts	Trading is conducted over 15 months beginning with the current month and the next two calendar months before moving into the quarterly cycle of January, April, July, and October.
Settlement Type	Physical
Settlement Procedure	Daily Platinum Futures Settlement Procedure (PDF)
Delivery Period	Delivery may take place on any business day beginning on the first business day of the delivery month or any subsequent business day of the delivery month, but not later than the last business day of the current delivery month.
Grade and Quality Specifications	Platinum delivered under this contract shall be a minimum of 99.95% pure.
Position Limits	NYMEX Position Limits
Rulebook Chapter	105
Exchange Rule	These contracts are listed with, and subject to, the rules and regulations of NYMEX.

Символ товару	PL
Системи торгів	Електронні платформи «CME Globex», «CME ClearPort», відкритий аукціон (Нью-Йорк).
Години торгів (за Нью-Йоркським часом)	Електронні торги на «CME Globex»: з неділі по п'ятницю, 18:00–17:15, із щоденною 45-хвилинною перервою о 17:15. Електронні торги на «CME ClearPort»: з неділі по п'ятницю, 18:00–17:15, із щоденною 45-хвилинною перервою о 17:15. Відкритий аукціон (Нью-Йорк): з понеділка по п'ятницю, 8:20–1:05.
Розмір контракту	50 трійських унцій.
Одиниця ціни (котирування)	Долари США за трійську унцію.
Тік (мінімальна зміна ціни)	0,10 частки за трійську унцію.
Останній день торгів	Торгівля завершується на третій останній робочий день місяця поставки.
Спосіб розрахунку	Фізична поставка.
Період доставки	Доставка може бути здійснена в будь-який робочий день, починаючи з першого робочого дня місяця поставки, чи будь-який наступний день місяця поставки, але не пізніше, ніж останній робочий день поточного місяця поставки.
Якість	Платина за даним контрактом має бути не нижчої проби, ніж 99,5%.

Розділ 5.

ОСНОВНІ ТЕОРІЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ Ф'ЮЧЕРСНИХ РИНКІВ

Що ж відображають біржові ціни, цифри і графіки? Ви проглядаєте ціни в газеті, слідкуєте за котируваннями на екрані, б'єте графіки якогось індексу. Ви бажаєте проаналізувати ринок та вступити у гру. Але що таке біржа?

О. Елдер, біржовий трейдер

Теоретична частина

- ✓ Стан дослідження ф'ючерсних ринків в Україні
- ✓ Еволюція розвитку основних економічних теорій ф'ючерсних ринків
- ✓ Сучасні теорії міжнародних ф'ючерсних ринків

5.1. Стан дослідження ф'ючерсних ринків в Україні

Дослівно термін «ф'ючерсні ринки» (*futures markets*) перекладається з англійської мови як ринки майбутніх цін, які встановлюються (прогнозуються) продавцями та покупцями на базові активи в момент укладання угод задовго до їх реального обміну в майбутньому. Ф'ючерсні ринки в країнах Заходу виникли на базі ефективно діючих спотових ринків, тобто реальних ринків товарних та фінансових ін-

струментів з негайною поставкою, і є більш ефективними, ніж спотові. Водночас розвиток ф'ючерсних ринків сприяв подальшому розвитку спотових ринків.

Ф'ючерсні ринки на Заході характеризуються широким застосуванням фінансових інновацій, особливими правилами їх обігу, висококваліфікованими учасниками, коло яких постійно зростає. Крім банків та парабанківських установ, до їх числа приєднуються фінансові менеджери підприємств та корпорацій, які в такий спосіб здійснюють управління фінансовими ризиками.

Прискорений розвиток сучасних теорій строкових ринків пояснюється новими вимогами та обставинами, які характеризують товарні та фінансові ринки. На цих ринках сьогодні уже неможливо запроваджувати у торговельну практику нові інструменти без їх попереднього наукового обґрунтування.

З середини XIX до 70-х рр. XX ст. торговці впроваджували ф'ючерсні контракти, враховуючи попит та пропозицію ринку. Прикладом такого впровадження є перший ф'ючерсний контракт на кукурудзу, який було запропоновано біржовиками Чиказької торговельної палати (CBOT) у 1875 р. як відповідь на гостру потребу у захисті від сезонних цінових коливань. Ці контракти замінили ризикові форварди, що не могли повністю вирішити цю проблему. Аналогічна ситуація повторилася з ф'ючерсами на відсоткові ставки у 1975 р.

Підвищена цінова змінність, яка характеризує сьогодні основні сировинні товари, валютні курси, відсоткові ставки, глобалізація, інституціоналізація та технологізація ринків, міжнародна конкуренція, адаптація законодавств різних країн сприяли перетворенню економічної науки з описової в аналітичну. Подібне стало можливим завдяки швидкому розвитку не лише самої економічної науки, а й впровадженню у практику технічних засобів обробки інформації.

На перших порах комп'ютерна техніка використовувалася потужними торговцями (трейдерами) й інституційними інвесторами з метою обробки інформації та контролю за здійсненням угод. Наступним кроком стало проведення аналізу цін та курсів, швидке виконання складних математичних розрахунків, що дозволяло завчасно визначати розбіжності в цінах, а отже, використовувати їх з вигодою.

Подальший розвиток пов'язаний із засобами передачі інформації, аналізу та обробки її у реальному часі, що стали загальнодоступними. Застосування числових методів аналізу дало змогу впровадити нові методології оцінки фінансових інструментів, що викликало значний інтерес до них з боку учасників ринку. Так виникають численні фінансові інновації. Процес інвестування перетворюється на «інженерний». Поряд із вкладанням коштів у традиційні активи, такі як акції, облігації, векселі, депозитні сертифікати, валюта тощо, значні суми інвестуються у похідні фінансові інструменти – форварди, ф'ючерси, опціони, свопи та їх різноманітні синтетичні й гібридні комбінації.

До дослідження цих складних процесів активно долучаються економісти-теоретики, у роботах яких чи не вперше за новітню історію стають зацікавленими представники бізнесу, фінансуючи наукові розробки, навчання кадрів, підготовку підручників тощо.

Всі названі процеси поки мало відомі в Україні. Проблемами функціонування строкових ринків на теоретичному рівні займаються лише деякі вчені: В. Міщенко,

С. Науменкова¹, З. Васильченко², Л. Примостка³, Г. Міщук⁴ та ін. Вони досліджують строкові валютні ринки, види строкових валютних контрактів та хеджування курсових та відсоткових ризиків за допомогою похідних фінансових інструментів.

Про необхідність теоретичного дослідження функціонування строкових ринків свідчить значна зацікавленість цією темою у практиків банківської справи, які почали вивчати цей сегмент ринку. До них належать В. Гордон⁵, В. Білошапка⁶, Р. Кашпір, П. Матвієнко⁷, які не лише досліджують теоретичні аспекти функціонування строкових фінансових ринків Заходу, а й пропонують шляхи можливого запровадження аналогічних послуг для клієнтів українських банків.

На біржових товарних ринках в останні роки час від часу активізується робота з впровадження у торговельну практику форвардних та ф'ючерсних контрактів на зернові культури. Аналогічні спроби робляться і на валютному ринку. Міністерством економічного розвитку та торгівлі України за підтримки Європейського банку реконструкції та розвитку підготовлено проект Закону України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)». Проект Закону є базовим у даному напрямку та регулює відносини, що виникають під час укладення та виконання похідних фінансових інструментів (деривативів), визначає поняття і класифікацію деривативів, а також встановлює принципи їх державного регулювання. Даний проект закону в редакції, що виносилась на розгляд на засідання Уряду 09 січня 2014 р., було повернуто на концептуальне доопрацювання до Міністерства економічного розвитку та торгівлі України через наявність суттєвих зауважень з боку Департаменту фахової експертизи Кабінету Міністрів України та Міністерства юстиції України⁸.

Це не перша спроба прийняти закон, що регламентує обіг деривативів. У 2011 р. народний депутат І. Прасолов зареєстрував у Верховній Раді України документ з аналогічною назвою, але згодом відкликав його. На сьогодні назріла необхідність прийняття відповідного закону, який би регулював всі аспекти діяльності,

¹ Міщенко В. І. Організація ф'ючерсного валютного ринку / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 60–69.

² Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів / З. Васильченко // Банківська справа. – 1998. – № 1(19). – С. 46–53.

³ Примостка Л. О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків : навч. посіб. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 1998. – 108 с.; Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.

⁴ Міщук Г. Товарні біржі України: тенденції та проблеми розвитку / Г. Міщук // Економіка України. – 2005. – № 4. – С. 47–53; Міщук Г. Особливості застосування біржових інструментів хеджування ризиків / Г. Міщук // Економіст : Літопис подій, особистості, ідеї, аналітика й дослідження. – 2005. – № 2. – С. 68–70.

⁵ Гордон В. Основні фінансові інструменти міжнародного валютного ринку та перспективи їх розвитку в Україні / В. Гордон // Финансовые услуги. – 1999. – № 3–4. – С. 30–34.

⁶ Белошапка В. Банковские услуги в рамках финансовой инженерии / В. Белошапка // Финансовые услуги. – 1998. – № 7–8. – С. 35–38.

⁷ Кашпір Р. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків / Р. Кашпір, П. Матвієнко // Банківська справа. – 1998. – № 2(20). – С. 8–16.

⁸ Асоціація «Біржові та електронні майданчики» пропонує вдосконалити проект Закону України «Про деривативи». – 20.02.2014 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://regionews.sumy.ua/node/27021>.

пов'язаної з похідними фінансовими інструментами (деривативами), з урахуванням світової практики та забезпечив стрімкий розвиток строкового ринку в Україні.

Комплексне ґрунтовне дослідження природи строкових складових (ф'ючерсних) товарних та фінансових ринків в Україні започатковано автором підручника, проаналізовано еволюцію розвитку основних економічних теорій ф'ючерсних ринків, визначено їх роль та місце в ринковій економіці⁹. Однак урядові програми виходу із кризи 2008–2009 рр., яких налічується немало, не містять розділів, де були б заплановані заходи щодо розвитку ринків строкових контрактів, або це зроблено конспективно.

Поглиблення економічних реформ в Україні настійно вимагає не лише вивчення новітніх економічних теорій та практики здійснення операцій на світових строкових ринках, а й вміння адаптувати їх на вітчизняних ринках. Таке завдання стає можливим для виконання лише за умови достатньо повного знайомства з усіма досягненнями сучасної зарубіжної науки та вивченням досвіду впровадження цих теорій у практику різних країн, у т. ч. постсоціалістичних.

Унікальність ситуації в Україні, як і у всіх постсоціалістичних країнах, полягає в тому, що розвиток інформаційних технологій проходить випереджуючими темпами щодо економічного розвитку. Технічне забезпечення і фахівці, особливо у банківській сфері, які можуть організувати безпосередні контакти з будь-яким учасником міжнародних біржових товарних або фінансових ринків, у т. ч. ф'ючерсних, як конкретним трейдером, або брокером, так і з виходом на інфраструктуру (біржі або позабіржові торговельні системи комп'ютерного котирування), у нас є.

Однак ця обставина не зумовила масовий вихід українських торговців, потужних виробників (переробників) сировини, банків та інших фінансових інституцій на зарубіжні ринки. Причини, на нашу думку, необхідно шукати як у відсутності теоретичних знань та практичних навичок у роботі зі строковими контрактами (форвардами, ф'ючерсами, опціонами, свопами) для проведення операцій хеджування цінних і курсових ризиків та застосування спекулятивних стратегій, так і у незначних за обсягами операціях на реальних ринках України.

Існує величезний розрив між розумінням економічної суті зарубіжних ф'ючерсних ринків, доцільності їх створення в Україні та поділу на основні сировинні активи, капітал та іноземну валюту і технічними можливостями виходу українських інвесторів на найбільш ліквідні світові строкові ринки. В Україні сьогодні можна навести поодинокі приклади успішної роботи на світовому валютному ринку FOREX, яку здійснюють брокерські компанії в Одесі та валютні дилери банків «Аваль», «Приватбанк» тощо.

Впродовж всіх років реформ в Україні фінансові та товарні ринки розвиваються фрагментарно, безсистемно впроваджується у практику та законодавство досвід інших країн, подекуди з різними моделями функціонування ринків. Зазначені обставини не заважають різним урядовим структурам та Верховній Раді України розробляти нормативні документи й закони, які містять доволі суперечливі, а подекуди сумнівні визначення строкових контрактів, особливо ф'ючерсних та опціонних.

⁹ Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 / О. М. Сохацька. – Тернопіль, 2003. – 37 с.

У Податковому кодексі України¹⁰, прийнятому у грудні 2010 р., подається визначення деривативу: дериватив – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством (14.1.45), що повністю повторює неточне його визначення у Законі України «Про оподаткування прибутку підприємств» 1997 р. Як було зазначено вище, із цього тексту не зрозуміло, що таке стандартний документ, який передбачає поставку. Якщо це договір, контракт, то це ф'ючерс, проте лише за умови його обігу на організованому ринку (біржі), а свопи, опціони та форварди, що обертаються на позабіржовому ринку, не є стандартними документами.

Далі у цій самій статті зазначено, що до деривативів належать:

- ✓ своп – цивільно-правова угода про здійснення обміну потоками платежів (готівкових або безготівкових) чи іншими активами, розрахованими на підставі ціни (котирування) базового активу в межах суми, визначеної договором на конкретну дату платежів (дату проведення розрахунків) протягом дії контракту (14.1.45.1);
- ✓ опціон – цивільно-правовий договір, згідно з яким одна сторона контракту одержує право на придбання (продаж) базового активу, а інша бере на себе безумовне зобов'язання продати (придбати) базовий актив у майбутньому протягом строку дії опціону чи на встановлену дату (дату виконання) за визначеною під час укладання такого контракту ціною базового активу. За умовами опціону покупець виплачує продавцю премію опціону (14.1.45.2);
- ✓ форвардний контракт – цивільно-правовий договір, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установлений строк передати базовий актив у власність покупця на визначених умовах, а покупець зобов'язується прийняти в установлений строк базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену таким договором. Усі умови форварду визначаються сторонами контракту під час його укладення. Укладення форвардів та їх обіг здійснюються поза організатором торгівлі стандартизованими строковими контрактами (14.1.45.3);
- ✓ ф'ючерсний контракт (ф'ючерс) – стандартизований строковий контракт, за яким продавець зобов'язується у майбутньому в установлений строк (дата виконання зобов'язань за ф'ючерсним контрактом) передати базовий актив у власність покупця на визначених специфікацією умовах, а покупець зобов'язується прийняти базовий актив і сплатити за нього ціну, визначену сторонами контракту на дату його укладення. Ф'ючерсний контракт виконується відповідно до його специфікації шляхом постачання базового активу та його оплати коштами або проведення між сторонами контракту грошових розрахунків без постачання базового активу. Виконання зобов'язань за ф'ючерсом забезпечується шляхом створення відповідних умов організатором торгівлі стандартизованими строковими контрактами. Проаналізувавши ці визначення, бачимо, що законодавець не ідентифікує деривативи як фінансові інструменти, що одночасно відповідають двом класифікаційним ознакам: строковості та похідності. Лише при визначенні ф'ючерса сказано, що він є строковим контрактом

¹⁰ Податковий Кодекс України. – Редакція від 03.02.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

том. Позитивним є той факт, що далі, за текстом Кодексу зазначається, що ці інструменти є інвестиційними, що дуже важливо для оподаткування¹¹.

Введення в економічну лексику понятійного апарату, який би точно відповідав суті нових для нашого ринку понять, є більш, ніж важливим. На ці обставини звертають увагу економісти і в інших країнах колишнього СРСР, зокрема в Росії, де активно працює декілька ф'ючерсних бірж, зокрема Московська міжбанківська валютна та Санкт-Петербурзька, які розповсюджують власні котирування спільно із провідними світовими біржами через Інтернет та в інформаційних системах «Reuters», «Bloomberg».

Вивченням похідних фінансових інструментів ґрунтовно займаються А. Фельдман¹², К. Іванов¹³, В. Галанов¹⁴, В. Гниляк¹⁵, П. Соловйов¹⁶, В. Гоффе¹⁷, Ю. Мица¹⁸, Н. Непрядкіна¹⁹. На нашу думку, заслуговує на увагу твердження А. Фельдмана про те, що «...Похідні фінансові інструменти базуються на фундаментальних фінансових відносинах (кредит, позика, акція – частка власності тощо), доповнюють та розвивають їх, використовуючи нові за змістом угоди. В даний час конструювання, запуск, організація обігу похідних інструментів репрезентує самостійну галузь (підгалузь) фінансової діяльності»²⁰.

Цю галузь називають фінансовою інженерією, наукові дослідження цієї сфери є особливо популярними сьогодні на Заході. Найновіші підручники у російських перекладах з'явилися нині і на українському книжковому ринку²¹.

¹¹ Реформування податкової системи України: теорія, методологія, практика : моногр. / Ф. О. Ярошенко, П. В. Мельник, А. І. Мряковський та ін. ; за заг. ред. М. Я. Азарова. – К. : М-во фінансів України, 2011. – 656 с.

¹² Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А. Б. Фельдман. – М. : Экономика, 2008. – 472 с.

¹³ Иванов К. А. Стратегия управления рисками на срочном рынке производных финансовых инструментов в условиях глобализации : дис. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.10 / К. А. Иванов. – Ростов-на-Дону, 2005. – 172 с.

¹⁴ Галанов В. А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы / В. А. Галанов – М. : Финансы и статистика, 2002. – 464 с.

¹⁵ Гниляк В. О. Організація та регулювання ринку товарних деривативів на сільськогосподарську продукцію : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон. наук : спец. 08.07.02 «Економіка сільського господарства і АПК» / В. О. Гниляк. – К., 2006. – 22 с.

¹⁶ Соловьёв П. Ю. Биржевой рынок производных финансовых инструментов: система управления рисками и ликвидностью : дис. ... канд. экон. наук. : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / П. Ю. Соловьёв. – М., 2004. – 286 с.

¹⁷ Гоффе В. В. Ринок деривативів: зарубіжний досвід та перспективи розвитку в Україні: автореф. дис. на здоб. наук. ступ. канд. экон. наук / В. В. Гоффе. – К., 2005. – 24 с.

¹⁸ Мица Ю. В. Правова природа похідних цінних паперів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук / Ю. В. Мица. – Х., 2006. – 22 с.

¹⁹ Непрядкіна Н. В. Розвиток ринків валютних деривативів у національних валютних системах : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон. наук. : спец. 08.00.02 / Н. В. Непрядкіна. – Тернопіль, 2010. – 20 с.

²⁰ Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А. Б. Фельдман. – М. : Экономика, 2008. – 472 с.; Фельдман А. Б. О производных финансовых инструментах / А. Б. Фельдман // Финансы. – 1998. – № 11. – С. 45–48.

²¹ Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.

Впродовж тривалого часу вітчизняні економісти не мали змоги брати участь у виробленні сучасних інвестиційних та фінансових теорій, зокрема теорій строкових ринків, а ті з них, хто знайомився з ними, вивчаючи капіталістичну економіку, був зобов'язаний здійснювати цей процес лише з метою їх критики.

Покажемо розвиток цих теорій на Заході. Це допоможе глибше зрозуміти суть цих явищ, механізм функціонування строкових ринків в економіці.

В Україні, починаючи з 1992 р. – періоду «буму» становлення бірж, з'являються наукові публікації та дисертаційні роботи, в яких досліджуються процеси відродження біржового руху. До перших таких робіт належать статті О. Кузьміна та М. Колісника²², автореферати автора підручника²³, М. Колісника²⁴, Г. Машлій²⁵ публікації вчених та політиків, зокрема Е. Єщенка²⁶, В. Пилипчука²⁷, навчальний посібник «Біржова справа», написаний автором спільно з О. Дениско²⁸, І. Бланка²⁹, П. Гайдучького³⁰, присвячені безпосередньо дослідженню біржових ринків.

Крім названих авторів, у своїх дослідженнях строкові контракти згадують О. Мозговий³¹, В. Загорський³², Б. Губський³³, А. Філіпенко та Ф. Рут³⁴.

У 1998–1999 рр. публікують свої роботи економісти та практики банківської справи, про яких згадувалося на початку цього параграфа. У 1999 р. вийшла монографія автора³⁵, яка стала першою спробою в Україні комплексно дослідити строкові (ф'ючерсні) ринки країн Заходу, окреслити перспективи їх становлення в Україні.

Грунтовний аналіз новітніх економічних теорій ф'ючерсних ринків може полегшити процеси вивчення теоретичних аспектів функціонування строкових ринків,

²² Кузьмін О. Перехід на ф'ючерсні рейки / О. Кузьмін, М. Колісник // Діло. – 1993. – № 14 (121). – С. 3.

²³ Сохацька О. М. Становлення та функціонування товарних бірж (на прикладі України та країн СНД) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.01 / О. М. Сохацька. – К., 1993. – 24 с.

²⁴ Колісник М. В. Економічна оцінка і регулювання біржової діяльності та брокерського обслуговування (на прикладі реалізації продукції промислових підприємств) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.05 / М. В. Колісник. – Львів, 1993. – 19 с.

²⁵ Машлій Г. Б. Організація та регулювання діяльності товарних бірж : автореф. дис. на здоб. наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.02.03 / Г. Б. Машлій. – Львів, 2001. – 20 с.

²⁶ Єщенко Е. П. Біржа: функції і засади / Е. П. Єщенко // Економіка України. – 1994. – № 3. – С. 16.

²⁷ Пилипчук В. Товарні біржі в процесі оптової торгівлі / В. Пилипчук // Економіка України. – 1993. – № 9. – С. 62.

²⁸ Сохацька О. М. Біржова справа : навч. посіб. / О. М. Сохацька, О. М. Дениско. – К. : Тріада Плюс, 1994. – 187 с.

²⁹ Бланк И. А. Торгово-посредническое предпринимательство. Экономические основы биржевой деятельности / И. А. Бланк. – К. : УФГ, 1992. – 230 с.

³⁰ Гайдучький П. І. Біржова торгівля – основа ринку : навч. посіб. / П. І. Гайдучький. – К. : УСФА, 1992. – 34 с.

³¹ Мозговой О. Н. Фондовый рынок Украины / О. Н. Мозговой. – К. : УАННП «Феникс», 1997. – 276 с.

³² Загорський В. С. Ринок цінних паперів / В. С. Загорський. – Львів : Львів. комерц. академія, 1995. – 171 с.

³³ Губський Б. В. Біржові технології ринку / Б. В. Губський. – К. : Наука, 1995. – 278 с.; Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі / Б. В. Губський. – К. : Наук. думка, 1995. – 390 с.

³⁴ Рут Ф. Р. Міжнародна торгівля та інвестиції / Ф. Рут, А. Філіпенко – К. : Основи, 1998. – 743 с.

³⁵ Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – 408 с.

дасть можливість використати їх під час удосконалення біржового та фінансового законодавства та формування відповідних умов для їх становлення в Україні.

Глобалізація світових ринків, особливо найбільш мобільних із них – фінансових, привела до того, що жодна із країн не може не відчувати наслідків збоїв у їх функціонуванні. Після російської кризи складна міжнародна банківська система важко знаходила шляхи проведення взаємозаліків з неповернутих кредитів. Криза стала особливо дошкульною і через те, що класична економічна теорія економіки як системи, що постійно перебуває у стані динамічної рівноваги і має внутрішні важелі розвитку, особливо теорія ефективності ринків, яку постійно застосовували основні учасники міжнародних фінансових ринків – міжнародні інвестори – найпотужніші банки, інвестиційні фонди та страхові компанії, хеджеві взаємні та фонди грошового ринку, виявилася неспроможною своєчасно передбачити та запобігти фінансовому й економічному краху багатьох із них.

Вище наводився факт³⁶ фінансового краху одного із найбільших хеджевих фондів «Long-Term Capital Management», яким керував авторитетний портфельний менеджер Д. Мериветер, а консультували М. Шоулс та Р. Мертон – лауреати Нобелівської премії в галузі економіки, отриманої у 1997 р. за розробку моделі ціноутворення опціонів. Рятувати фонд довелося Федеральній резервній системі США, яка не могла допустити втрати довіри клієнтів до світової банківської системи.

Це цікаво!

Один із найбільших банків Франції «Societe Generale» у січні 2008 р. повідомив про виявлення факту шахрайства свого трейдера Ж. Керв'єля. Підозрюваний у 2007–2008 рр. відкрив велику кількість позицій за європейськими біржовими індексами на загальну суму 50 млрд. євро. При цьому він компенсував покупку фіктивними продажами ф'ючерсних контрактів, тому шахрайську схему довготривалий період не могли виявити. Внаслідок даних дій банк після екстреного закриття позиції втратив 4,82 млрд. євро. Під час допиту Ж. Керв'єль признався, що дійсно приховував свої операції протягом довготривалого періоду, але не з метою нашкодити, а з метою врятувати власну професійну репутацію³⁷. Радник французького президента А. Гвено підкреслив, що ситуація в «Societe Generale» виняткова: другий за величиною банк Франції постраждав від індивідуального шахрайства. У 2010 р. Ж. Керв'єль за шахрайство був засуджений до трьох років в'язниці і компенсації втрат банку в повному обсязі. Після ряду апеляцій в жовтні 2012 р. Апеляційний суд Франції підтвердив вирок колишньому трейдеру банку «Societe Generale».

Трейдер «Societe Generale» Ж. Керв'єль перевершив найвідомішого порушника Н. Лісона з британського банку «Barings». На початку 1990-х рр. він програв 830 млн. фунтів (1,4 млрд. дол.) на ф'ючерсах на японський індекс «Nikkei». Це призвело до краху банку, в якому зберігалися рахунки королівської сім'ї. Банк за символічний фунт стерлінгів був проданий нідерландському ING³⁸.

³⁶ Сохацька О. Проблеми і перспективи становлення строкових (ф'ючерсних) ринків в Україні / О. Сохацька // Особливості економічної політики постсоціалістичних країн в умовах глобалізації економіки (приклад України) : Міжнар. наук.-теорет. конф., 25–26 листоп. 1999 р. : тези доп. – 1999. – Мод. III. – С. 42.

³⁷ Трейдера Societe Generale випустили на свободу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://top.rbc.ru/society/29/01/2008/136993.shtml>.

Сьогодні міжнародна банківська система, крім ризикових операцій, які відображаються в їхніх балансах, здійснює значні за обсягами позабалансові трансакції на строкових ринках. На міжбанківському ринку відбувається укладання форвардних, опціонних контрактів і свопів між собою та з клієнтами. На цю обставину звертає увагу відомий фінансист та філантроп сучасності Дж. Сорос³⁹. Він підкреслює, що «...масштаби ринків свопу, форвардних та похідних цінних паперів – величезні, а маржа вкрай незначна («плече» вкладених коштів – леверидж, як правило, становить 1:20. – О. С.). Суми, з якими здійснюються операції, у багато разів перевищують капітал, який реально використовується в комерційній діяльності. Операції утримують ланцюжок із багатьма посередниками і кожен посередник має зобов'язання перед своїми партнерами, не знаючи, кого ще залучено. Ризик операцій з конкретними партнерами обмежено шляхом встановлення кредитних ліній».

Як активний учасник всіх міжнародних подій Дж. Сорос дійшов висновку, що в останні роки фінансові ринки діяли як кинутий камінь, руйнуючи економіку однієї країни за іншою, і вносить пропозиції щодо переосмислення економічної концепції функціонування фінансових ринків загалом. Він вважає, що політики та економісти кожної держави повинні поставити за мету забезпечення їх прийнятної стабільності.

Цей процес є актуальним і для України, де сьогодні маємо можливість, впроваджуючи цей складний і необхідний сегмент ринків, проводити виважену державну політику щодо їх становлення та функціонування, враховуючи помилки, допущені в інших країнах, а не навчаючись на власних.

Залучення України до світового ринку не буде реальним без створення сучасного строкового позабіржового ринку свопів, форвардних і опціонних контрактів та біржового ринку ф'ючерсних і опціонних контрактів. Щоби в системі біржової торгівлі брала участь достатня кількість продавців та покупців, необхідно відпрацювати чіткий механізм, пов'язаний із захистом інтересів всіх його учасників. Вони мають бути впевненими, що ліквідність біржових угод є максимальною, а ризик непоставок або неплатежів – мінімальним.

Становлення та функціонування окремо товарної, фондової та валютної бірж, діяльність яких регулюється окремими недосконалими законами та нормативними документами, не призвело до впорядкування ринків сировини, грошей, іноземної валюти та цінних паперів. Орієнтація урядових структур товарних, фондових та Міжбанківської валютної бірж на укладання в основному спотових і подекуди форвардних контрактів не сприяє розвитку ф'ючерсного ринку, хоча нагальна необхідність у ньому вже усвідомлюється учасниками основних ринків.

Україна за територією не така вже й мала країна, тому концентрація в одному місці всього обороту наявної сировини є не виправданою. Як товарна, так і валютна біржі, не потрібні для забезпечення учасників ринків реальним товаром або валютою, з цими завданнями впораються потужні гуртові торговці та банки (як зрештою і сталося на валютному ринку України). Проте їм потрібна біржа, яка буде давати прогнозні ціни та курси.

³⁸ Анна Бараулина Трейдер Societe Generale проиграл \$7 млрд. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.vedomosti.ru/newsline/news/2008/01/24/537237>

³⁹ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – С. 11.

Ф'ючерсна біржа з незначною кількістю високотехнологічних сучасних сертифікованих складів, розміщених у головних портах та транспортних вузлах, зокрема на кордонах, може і повинна обслуговувати строковий (ф'ючерсний) ринок, на якому здійснюється небагато угод з реальним товаром. На ці біржі повинен прийти сертифікований брокер, який, співпрацюючи з аналітиками ринків, зможе укласти ф'ючерсні та опціонні контракти на основні види сировини, іноземної валюти та найбільш ліквідних цінних паперів. Він здійснюватиме особливо ризикові інвестиції, беручи на себе ризик негативних цінових та курсових змін з виробника, переробника, торговця, банку тощо.

Концептуально важливим є усвідомлення необхідності в Україні становлення строкових ринків всіх основних активів, тобто ф'ючерсних бірж, які повинні функціонувати не для забезпечення економіки сировиною, капіталом та валютою, а для організації самих цих ринків.

Одним із перших дослідників строкових ринків у новітній історії країн колишнього СРСР є А. Буренін, професор кафедри економічної теорії Московського державного інституту міжнародних відносин при Міністерстві іноземних справ Російської Федерації⁴⁰. Він є автором кількох монографій, статей та посібників з питань функціонування ринку цінних паперів, ринку похідних фінансових інструментів. У 1998 р. учений захистив докторську дисертацію «Строковий ринок у макроекономічному регулюванні», в якій проаналізовано загальні теорії строкових ринків на сучасному етапі розвитку вітчизняної економічної думки, визначено роль та місце строкових ринків у економіці як таких, що дозволяють визначати майбутній профіль економіки в теперішній час.

Проблемами регулювання та оподаткування операцій хеджування на російському ринку строкових фінансових інструментів займається М. Кисельов⁴¹, який у 2010 р. захистив докторську дисертацію «Російський ринок строкових фінансових інструментів: проблеми і перспективи розвитку». Окремі проблеми хеджування валютного ризику на російському ринку строкових фінансових інструментів були досліджені в працях Н. Красовського⁴², К. Чикмарьова⁴³, В. Дормана, О. Соколова⁴⁴.

⁴⁰ Буренін А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А. Н. Буренін. – М. : НТО, 2011. – 394 с., Буренін А. Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные / А. Н. Буренін. – М. : НТО, 2011. – 465 с.; Буренін А. Н. Хеджирование фьючерсными контрактами Фондовой биржи РТС / А. Н. Буренін. – М. : Науч.-техн. обществ. акад. С. И. Вавилова, 2008. – 174 с.

⁴¹ Киселев М. В. Российский рынок срочных финансовых инструментов: проблемы и перспективы развития : автореф. дис. на соискание науч. степени д-ра экон. наук : спец. 08.00.10 / М. В. Киселев. – Саратов, 2010. – 39 с.

⁴² Красовский Н. В. Хеджирование как метод управления валютными рисками на рынке срочных финансовых инструментов России : автореф. дис. на соискание напр. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.10 / Н. В. Красовский. – Саратов, 2012. – 20 с.

⁴³ Чекмарев К. С. Инструменты срочного рынка в управлении финансовыми рисками компаний : дис. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.10 / К. С. Чекмарев. – М., 2009. – 156 с.

⁴⁴ Дорман В. Хеджирование как перспективный инструмент управления рыночными рисками / В. Дорман, О. Соколова // Управление рисками. – 2007. – № 41. – С. 56–60.

5.2. Еволюція розвитку основних економічних теорій ф'ючерсних ринків

Розглянемо еволюцію становлення основних теорій строкових ринків, аналізуючи праці зарубіжних авторів. Дореволюційну біржову літературу колишньої Російської імперії охарактеризовано у другому розділі.

Впродовж XX ст. теорія і практика ф'ючерсних ринків Заходу отримує небувалий розвиток, однак власне вибуховий ефект, про який згадувалося вище, на цих двох напрямках досягається лише після Другої світової війни.

До 1945 р. було опубліковано лише кілька ґрунтовних робіт, в яких вченими, визнаними сьогодні класиками економічної науки, висвітлювалися деякі аспекти функціонування ф'ючерсних ринків. До них належать відомі праці А. Маршалла (Marshall) «Промисловість і торгівля»⁴⁵, Дж. Кейнса (Keynes) «Трактат про гроші»⁴⁶, Дж. Гікса (Hicks) «Вартість і капітал»⁴⁷, в яких від декількох сторінок до цілих розділів було присвячено дослідженню ф'ючерсних ринків, переважно валютних. Крім цих праць, помітне місце займала монографія Г. Гофмана (Hoffman) «Ф'ючерсна торгівля на організованих товарних ринках Сполучених Штатів»⁴⁸, опублікована у Філадельфії в 1932 р. Окрім вказаних робіт, у журналах було опубліковано лише кілька статей окремих маловідомих авторів.

У праці «Трактат про гроші» Дж. Кейнс вважає, що у країнах із нестійкими валютними курсами можна досягти пом'якшення їхніх коливань через запровадження строкового (ф'ючерсного) валютного ринку. Він пропонував центральним банкам самостійно виходити на ринок валютних ф'ючерсів у ролі агентів ринку, купуючи та продаючи значну кількість валюти на строк, тим самим формувати майбутні валютні курси. Незважаючи на сімдесятилітню давність такої поради, актуальності вона не втратила, в тому числі і для України, де в центрі процесів становлення строкового валютного ринку має бути Національний банк України. Це дасть можливість узгодити два процеси «знизу» та «зверху», тобто організує стихійний строковий ринок, який неодноразово виникав упродовж 1994–1998 рр. Але для цього НБУ потрібно скасувати власну «тимчасову» заборону на проведення строкових операцій з валютою, яка суттєво стримує становлення ф'ючерсних ринків.

Дж. Гікс у десятому розділі «Рівновага та нерівновага» книги «Вартість і капітал»⁴⁹, виступаючи послідовником А. Маршалла, намагається перекинути місток від статичної неокласичної системи економіки до динамічних моделей. До того ж головним елементом у Дж. Гікса виступають індивідуальні сподівання учасників господарського процесу. Головною ідеєю книги є теза про нестійкість (нестабільність) капіталістичної економіки, що не лише свідчить про підтримку автором ідей

⁴⁵ Marshall A. *Industry and Trade* / A. Marshall. – London, 1920.

⁴⁶ Keynes J. M. *A Treatise on Money* / J. M. Keynes. – London, 1930. – Vol 2./

⁴⁷ Hicks J. R. *Value and Capital* / J. R. Hicks/ – London, 1939.

⁴⁸ Hoffman G. W. *Futures Trading upon Organized Commodity Markets in the United States* / G. W. Hoffman. – Philadelphia 1932.

⁴⁹ Хикс Дж. Р. *Стоимость и капитал* / Дж. Р. Хикс. – М. : Изд. группа «Прогресс» : Универс, 1993. – С. 244.

Дж. Кейнса, а й, як показує практика, абсолютно підтверджується розвитком сучасної світової економіки.

Поняття «економіка теперішнього стану» (Spot Economy) та «економіка майбутнього» (Futures Economy) були введені у науковий обіг саме Дж. Гіксом. Він підкреслює, що «...ринкові агенти знають, що визначені заздалегідь попит та пропозиція в якийсь із днів можуть виявитися зовсім на такими, якими дійсно будуть попит та пропозиція в той день, вони, зокрема, знають, що точно не зможуть передбачити, скільки товарів самі забажають купити або продати в майбутньому»⁵⁰.

Дж. Гікс підкреслює можливість проведення страхових (хеджевих) операцій на строковому ринку, який на той момент більше ста років активно функціонував у США та Європі. На його думку, ціни при укладанні строкових угод майже завжди до певної міри встановлюються спекулянтами. Вони намагаються виграти за рахунок купівлі за ціною, яка є найнижчою при укладанні угод з негайною поставкою, але завдяки сподіванням спекулянтів через відповідний час може підвищитися. Саме завдяки таким діям з'являється тенденція до підвищення цін до помірного рівня при укладанні строкових угод.

Цитуючи Дж. Кейнса, Дж. Гікс ілюструє один із видів біржової спекуляції на строкових ринках, а саме гри на різниці в цінах – арбітражу. Дж. Кейнс першим застосував такі характеристики станів ринків, як перевернутий ринок, або ринок, який забезпечує різницю між спотовою та ф'ючерсними цінами у вигляді нормальної скидки (normal backwardation), та нормальний ринок, при якому різниця між вказаними цінами існує у вигляді надбавки (contango). Він вважав, що гіпотеза раціональних точних сподівань щодо майбутніх спотових цін та теперішніх ф'ючерсних не є правильною.

Дж. Кейнс висунув власну гіпотезу, що хеджери продають ф'ючерсні контракти, змушуючи спекулянтів купувати їх. А оскільки купівля контрактів пов'язана з ризиком, то, як вважає Дж. Кейнс, має існувати очікувана дохідність, яка повинна бути вищою від безризикової ставки, тобто ф'ючерсна ціна має бути нижчою від сподіваної майбутньої ціни спот:

$$P_f < P_s.$$

Це означає, що можна очікувати зростання ф'ючерсних цін упродовж терміну дії контракту, а різниця між ф'ючерсною та сподіваною ціною спот у майбутньому і буде «нормальним беквардейшн».

У протилежному разі, коли учасники ринку схиляються до тенденцій падіння ф'ючерсних цін впродовж терміну дії контракту, спекулянти будуть продавати ф'ючерси з надією їх викупу на дату поставки за нижчою ціною, а відповідно хеджери будуть купувати ф'ючерси, страхуючись від зростання цін у майбутньому. Винагородою для спекулянтів буде позитивна різниця між вказаними цінами, яка і є «нормальним контанго», або:

$$P_f > P_s.$$

Послідовник Дж. Кейнса, Дж. Гікс вважає, що ф'ючерсні угоди займають особливе місце. Він вперше показує можливості укладання хеджевих угод на всіх стро-

⁵⁰ Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс. – М. : Изд. группа «Прогресс» : Универс, 1993. – С. 248.

кових складових ринків, товарних та фінансових. «Окремі особи, а також концерни беруть участь у діяльності, що потребує значного часу для свого завершення, або, можливо, планують розвиток неперервного виробництва, яке передбачає постійну потребу у надходженні ресурсів для випуску продукції; виробництва, яке не може бути зупиненим на тій чи іншій стадії. Ці особи побажають «хеджувати» надходження позичкового капіталу в майбутньому так само, як вони побажали «хеджувати» постачання сировини»⁵¹.

Як бачимо, в 30–40-х рр. ХХ ст. питання використання ф'ючерсів для страхування цінних ризиків на товарних ринках сумнівів не викликало. Вчені доводили учасникам господарських процесів можливість здійснення аналогічних операцій із страхуванням валютних та ризиків зміни відсоткових ставок.

Аналіз праць класиків підтверджує, що на момент появи перших ґрунтовних наукових досліджень функціонування ф'ючерсних ринків їхні інструменти доволі успішно, зокрема на товарних ринках, використовувалися для страхування цінних ризиків. Піонерами у цьому процесі виступали фермери, землевласники, власники плантацій, переробні організації, торговці сільськогосподарською та промисловою сировиною тощо. Науковці лише започаткували відповідне пояснення стихійних процесів. Тобто процес становлення ф'ючерсних ринків проходив у результаті еволюції на товарних до вибухового розвитку у наші дні на фінансових ринках.

В Україні ж, як зазначалося вище, як і в усіх постсоціалістичних країнах, зокрема Польщі, Угорщині, Росії, більш обізнаними з ринковими механізмами виявилися учасники фінансових ринків. Саме вони розпочали впровадження у торговельну практику ф'ючерсних контрактів на іноземну валюту, фондові індекси, державні короткострокові цінні папери тощо. А так необхідні учасникам товарних сировинних ринків строкові контракти впроваджуються доволі повільно або не впроваджуються взагалі.

Така хибна позиція викликає здивування і жаль. Аналіз дореволюційної вітчизняної літератури свідчить, що наукові та законотворчі дискусії у ХІХ ст., які велися навколо строкових угод, стосувалися лише угод з цінними паперами і закінчилися вони на користь законодавчого закріплення таких угод. Ф'ючерсні угоди з сільськогосподарською сировиною були надзвичайно популярними, центрами їх укладання були Саратов, Нижній Новгород, Москва та Київ.

Дж. Кейнс, Дж. Гікс, Г. Гофман, Н. Калдор (Kaldor)⁵², Г. Блау (Blau)⁵³ змальовували ф'ючерсні ринки як економіку майбутніх цін, які прогнозуються спекулянтами. Адже саме вони беруть на себе ризики від хеджерів, які репрезентують реальні ринки товарів, цінних паперів та іноземної валюти. Підзаголовок роботи Г. Гофмана звучав так: «Хеджування – це уникнення ризику». Н. Калдор стверджував, що спекулянти беруть на себе ризики, а ті, що хеджуються, позбуваються їх. Найсміливішою була Г. Блау, чия стаття у 1944 р. ознаменувала закінчення певного етапу у дослідженні ф'ючерсних ринків. Вона стверджувала, що товарні ф'ючерсні біржі

⁵¹Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. / Дж. Р. Хикс. – М. : Изд. группа «Прогресс», Универс, 1993. – С. 256.

⁵² Kaldor N. Note on the Theory of Forward Market / N. Kaldor // Review of Economic Studies . – 1939 – 1940. – № 7.

⁵³ Blau G. Some Aspect of the Theory of Futures Trading Review of Economic Studies / G. Blau. – 1944. – № 12.

було спеціально створено для сприяння уникненню ризиків, зумовлених невідомими майбутніми змінами товарних цін, або ризиків, чия природа унеможлиблює їх покриття за рахунок звичайного страхування. Тобто до закінчення Другої світової війни економісти почали говорити про ф'ючерсні ринки так само, як досі говорили бізнесмени та товарні дилери, тобто визнали їх унікальну роль у страхуванні цінових ризиків.

Одразу ж у повоєнні роки кількість публікацій із проблематики ф'ючерсних ринків різко зростає, з'являються спеціалізовані журнали. Наприклад, у «Journal of Futures Markets» за час його існування з 1981 по 1996 р. було опубліковано більше 750 статей, в яких висвітлювалися різні аспекти функціонування ф'ючерсних ринків всіх видів активів, стратегії арбітражу, спекуляції та хеджування на провідних ф'ючерсних біржах світу.

Перші повоєнні публікації стосувалися суті хеджування, прогнозування цін та статистики ф'ючерсних ринків. Так, Г. Воркінг (Working)⁵⁴ у вказаній та наступних своїх працях намагається змінити класичні погляди на ф'ючерсні ринки. Він представляє хеджування різновидом арбітражу, показуючи, що хеджери будуть відкривати ф'ючерсні позиції лише за умови отримання можливих прибутків від різниці між спотовими та ф'ючерсними цінами – базису (basis), тобто хеджування він подавав як форму спекуляції. Через двадцять років Г. Воркінг сам відмовиться від таких кардинально відмінних від класичних поглядів на хеджування, однак його праці – це суттєвий внесок у теорію строкових ринків. Починаючи від нього, на ф'ючерсних ринках розрізняють три види учасників, а саме спекулянтів, хеджерів та арбітражерів.

Після 60-х рр. ХХ ст. і до цього часу у зарубіжній економічній літературі переважає підхід до ф'ючерсних ринків, як до ринків, основною функцією яких є забезпечення механізму для перерозподілу ризику. У Флоренції у 1983 р. професор М. Страйт (Streit) спільно з Інститутом Європейського університету видає збірник наукових статей з питань функціонування ф'ючерсних ринків за назвою «Ф'ючерсні ринки. Моделювання, управління та моніторинг ф'ючерсної торгівлі»⁵⁵. Цей збірник було видано на основі матеріалів однієї з багаточисельних конференцій, які проводилися в Європі з цих питань напередодні започаткування активної торгівлі фінансовими ф'ючерсами на новостворених європейських біржах, Лондонській біржі фінансових ф'ючерсів (LIFFE) та Німецькій строковій біржі (DTB). У такий спосіб було підбито своєрідний підсумок досліджень функціонування цих ринків на всіх континентах земної кулі.

Зокрема у вступній статті М. Страйта наголошувалося на успіхах ф'ючерсних ринків у США, підкреслювалося, що науковцями цієї країни проводяться інтенсивні емпіричні та теоретичні дослідження, тоді як у континентальній Європі такі дослідження були відсутні. Тому автор не зовсім вірив, що діяльність Лондонської біржі фінансових ф'ючерсів буде успішною. Прогнози автора не справилися, сьогодні ця біржа за обсягами торгівлі фінансовими ф'ючерсами займає суттєву частку

⁵⁴ Working H. The Theory of the Price of Storage / H. Working // American Economic Review. – 1949. – № 39.

⁵⁵ Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading Edited Manfred E. Streit. Florence, 1983. – 324 p.

світового строкового ринку, яка стала найбільшою в результаті злиття з інтегрованою фондовою біржею Euronext NV, про що йшлося в попередньому розділі підручника.

Статті у збірнику були підібрані так, щоб показати ф'ючерсні ринки у трьох взаємопов'язаних аспектах:

- ✓ моделювання ф'ючерсної торгівлі;
- ✓ управління ф'ючерсними ринками на макро- та мікрорівнях;
- ✓ моніторинг ф'ючерсної торгівлі.

У вирішенні проблем моделювання ф'ючерсних ринків обговорювалися такі питання:

- 1) торговельні мотиви та їх відповідність існуючим інструментам;
- 2) формування ф'ючерсних цін та меж, в яких сподівання учасників регулюють ціну;
- 3) важливість інформації як елементу ефективності ф'ючерсних ринків.

Всі названі проблеми досі є предметом ґрунтовних досліджень сучасних зарубіжних вчених та практиків ф'ючерсних ринків, які відіграють значну роль у світовій економіці.

Автором підтримується думка деяких зарубіжних вчених, що ф'ючерсні ринки є складовою міжнародного фінансового ринку, причому їх уже не можна включати до ринку грошей. Це самостійний сегмент ринку. Якщо на первинному ринку обертаються щойно випущені фінансові інструменти, на вторинному досягається підвищення їх ліквідності, то ф'ючерсні ринки (як ринки цінових прогнозів) утворюють третинний ринок. На третинному ринку торговці купують і продають цінні ризики окремо від купівлі та продажу реальних товарних і фінансових активів, формуючи свої власні раціональні сподівання, тим самим створюють майбутній профіль економіки (рис. 5.1).

5.3. Сучасні теорії міжнародних ф'ючерсних ринків

Зарубіжна наука виділяє три складових теорії строкових (ф'ючерсних) ринків, а саме теорії раціональних сподівань учасників ринків, арбітражні, спекулятивні та хеджеві теорії, або теорії ціноутворення; популярна до сьогодні теорія ефективності ринку. Дискусійними і досі залишаються такі теоретичні проблеми:

- ✓ доречність різних видів хеджування;
- ✓ існування ризик-премії;
- ✓ інтерпретація отриманої вигоди;
- ✓ аналітична цінність статистики ф'ючерсних ринків.

У контексті розгляду проблем аналізу ф'ючерсних ринків та відповідності строкових інструментів потребам споживачів і досі ведуться дискусії як серед науковців, так і серед практиків. Не кожен новий ф'ючерсний чи опціонний контракт одразу ставав популярним. Прикладів успішних та провальних контрактів є немало як на розвинутих ринках, так і на постсоціалістичному просторі (наприклад, у квітні 1997 р. на Московській міжбанківській валютній біржі (МБВБ) у Росії великим успіхом користувався ф'ючерсний контракт на ціну річної державної короткострокової облігації (ДКО), тоді як ф'ючерси на базові випуски тих самих ДКО «не прижилися» через низьку спекулятивну привабливість).

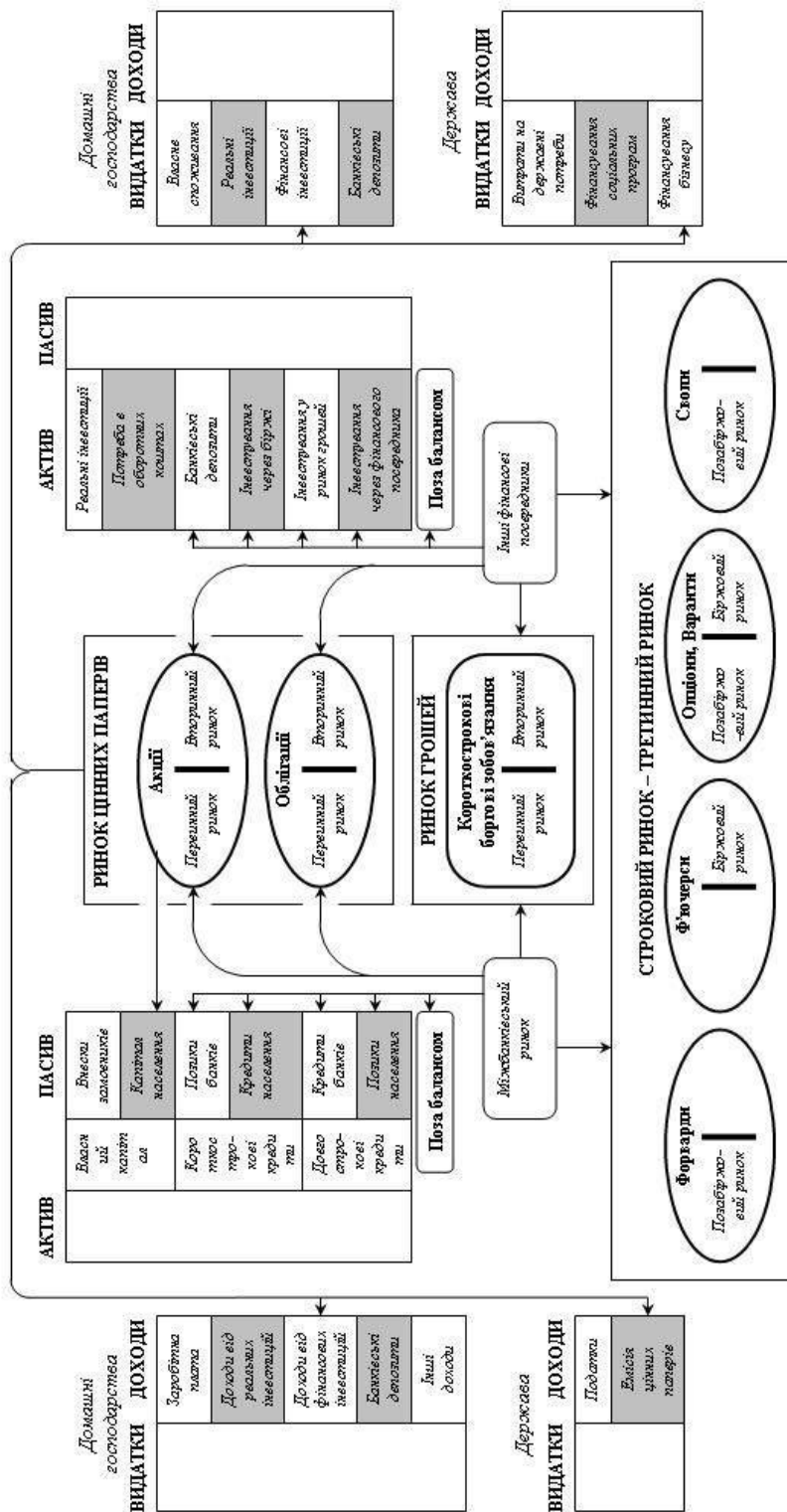


Рис. 5.1. Місце строкових (у т. ч. ф'ючерсних) ринків у структурі фінансового ринку

При розробці ф'ючерсних контрактів в Україні потрібно, в першу чергу, звертати увагу на зручність строкового інструменту для хеджерів та привабливість для спекулянтів. Тому для торговців зерном та біржовиків українських товарних та аграрних бірж було одразу зрозуміло, що запропонований валютними дилерами навесні 1999 р. зерновий ф'ючерс на 1 тону пшениці не буде користуватися попитом у хеджерів, якими могли би стати як торговці, так і сільськогосподарські виробники, хоча сам факт зацікавленості учасників валютного ринку товарними ф'ючерсами є доволі позитивним і свідчить про можливість зародження класу біржових спекулянтів, які зможуть брати на себе цінові та курсові ризики.

У 2012 р. на Аграрній біржі було запроваджено електронну торгову систему, яка покликана створити прозорий та ефективний інструмент торгівлі для аграріїв. Дана система дозволить не допустити цінового демпінгу і дасть можливість позбутися різних архаїзмів аграрного ринку ХХ ст. Торгівля в ЕТС ведеться за анонімним принципом, а система гарантій дозволяє знизити ризики невиконання зобов'язань за укладеними контрактами.

У середині 2012 р. на Аграрній біржі почалися перші безкоштовні курси з роботи в електронній торговій системі. До кінця 2012 р. такі курси пройшли понад 1000 учасників аграрного ринку. У грудні 2012 р. на Аграрній біржі були проведені дві торгові сесії в електронній торговій системі (ЕТС), під час яких були укладені контракти на загальну суму понад 3,5 млн. грн.

На сьогодні ведеться серйозна робота з розвитку бази для запуску ринку строкових торгових інструментів на сільськогосподарську продукцію. При його використанні буде можливим нормальний процес хеджування цінових ризиків, а це дозволить правильно планувати операційну та стратегічну діяльність, з'явиться можливість залучати кредитні кошти за більш вигідними умовами. Керівник Аграрної біржі О. Марюхнич⁵⁶ відмітив, що дуже складно проводити реформи на ринку, який не мав правильного вектора розвитку протягом останніх 20 років, але необхідно пройти процес еволюції ринку за більш короткий період.

При запровадженні нових ф'ючерсних контрактів у торговельну біржову практику України головним буде визначення їхніх стандартних розмірів, величини «тіку» – кроку зміни ціни або курсу, денного ліміту зміни ціни, ліміту відкритих позицій, для товарних ф'ючерсів – сорту поставки тощо.

Як свідчить досвід зарубіжних країн, вибір найбільш привабливих для учасників ринку параметрів контрактів перебуває у площині, де знання, техніка здійснення угод комбінуються з винахідливістю та інтуїцією.

Велике значення має вирішення проблеми оподаткування хеджевих та спекулятивних операцій. Їх потрібно законодавчо вирішити у процесі становлення строкових (ф'ючерсних) ринків. На зарубіжних строкових ринках спекулянти сплачують доходи за визначеною ставкою для такого виду діяльності. Доходи хеджерів, отримані в процесі укладання ф'ючерсних контрактів, додають до доходів від основної діяльності і лише сумарний дохід підлягає оподаткуванню. Запровадження аналогі-

⁵⁶ Биржа – это только инструмент повышения эффективности ведения бизнеса, и только участники аграрного рынка могут вдохнуть в него жизнь [Електронний ресурс] / А. Марюхнич. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/birzha-eto-tolko-instrument-povyisheniya-effektivnosti-vedeniya-biznesa-i-tolkochastniki-agrarnogo-ryinka-mogut-vdohnut-v-nego-zhizn-a-maryuhnich/>.

чної практики в Україні дало б поштовх для зародження хеджерів, які сьогодні не можуть використати цей перевірений світовою наукою та практикою механізм захисту від цінових та курсових коливань навіть на зарубіжних товарних та фінансових ринках.

У теоретичному аспекті це означає відповідне трактування доходів від ф'ючерсної торгівлі та існування ризик-премії, тобто спекулятивні доходи та доходи хеджерів повинні оцінюватися по-різному. Спекулянт, беручи на себе ризик зміни ціни або курсу в майбутньому, прийде на ринок лише за умови існування на ньому премії за ризик, і, обравши вдалу спекулятивну стратегію, зможе отримати значні доходи, які і потрібно оподатковувати. Хоча, ризик втрат у нього також значний, але в цьому разі він покаже збитки від здійснення особливо ризикових інвестицій.

Виграшні позиції хеджера на ф'ючерсному ринку не завжди можуть трактуватися як доходи. В основному виграні суми на ф'ючерсних біржах покликані перекрити збитки при здійсненні операцій на реальних ринках за умови різких змін цін або курсів у небажаних для хеджера напрямках. Отже, потрібно чітко визначитися з обліком доходів від основної діяльності хеджера при здійсненні операцій на реальних ринках і обліком доходів від проведення хеджевих операцій і за умови збігу кількості відкритих позицій для страхування реальних активів оподатковувати сукупні доходи за ставками оподаткування, які визначені для конкретного виду діяльності, наприклад, для фермера, видобувного підприємства, банку тощо. Даний облік ускладнюється тим, що такі операції відбуваються поза балансами.

Щодо аналітичної цінності статистичної інформації ф'ючерсних ринків, то для України вона вкрай необхідна. Уже сьогодні відповідальні рішення на рівні уряду та крупних виробників і переробників не приймаються без аналізу тенденцій світових цін на перспективу, тобто інформації зі світових ф'ючерсних бірж. Ф'ючерсні ринки розглядаються як ефективний накопичувач, переробник і розподільник інформації.

Особливо важливою є їхня здатність передбачувати ціни на сільськогосподарську продукцію в той момент, коли приймаються виробничі рішення, як наприклад, «Що і коли сіяти?». Не менш важливо мати точні прогнози щодо зміни відсоткових ставок на фінансовому ринку, валютних курсів тощо.

Сучасні західні економісти синтезують елементи старих та нових теорій. Всі вони сьогодні усвідомлюють, що при вивченні ринків потрібно більше уваги приділяти сподіванням учасників. Теорії сподівань базуються на двох концептуальних підходах, теорії адаптивних (ретроспективних) сподівань та згаданої вище теорії раціональних (перспективних) сподівань.

Перша концепція, яка базується на постулаті, що люди формують свої сподівання просто і механічно на основі аналізу минулої інформації, незважаючи на критику багатьох економістів, використовується доволі активно при аналізі діяльності корпорацій на фондових ринках. Вона також є базовою концепцією для представників технічного аналізу, в тому числі і на ф'ючерсних ринках.

Друга концепція базується на гіпотезі раціональних сподівань, які формуються в результаті аналізу всієї доступної інформації, а саме: минулої, поточної та внутрішньої і є точнішими. Ця концепція використовує при формуванні раціональних

сподівань іншу гіпотезу щодо інформаційної ефективності ринку. Її застосовують представники фундаментального аналізу на всіх видах ринків, зокрема і ф'ючерсних. Проте і ця точка зору має багато критиків, у т. ч. й класиків, на яких уже посилялося вище. Критики доводять, що всі раціональні сподівання обов'язково містять частку невизначеності.

Високоліквідні спекулятивні ринки, якими є ф'ючерсні біржі, не можуть бути повністю ефективними в кожен конкретний період, оскільки вони були б непривабливими для спекулянтів і просто б перестали існувати. За умови статистичного аналізу має існувати інформаційний «шум», який гарантує прибуток поінформованим учасникам, причому достатньо високий, щоби компенсувати їхні інформаційні витрати.

Динамічний аналіз передбачає можливість деяких торговців здійснювати операції в умовах тимчасової інформаційної вигоди. Отриманий ними прибуток є винагородою за швидкість проведення угод та правильне розуміння нової інформації. Існує конкуренція на цю цінову монополію, що визначає не лише інформаційну якість цін, але також і швидкість, з якою поширюються зміни у сподіваннях та інформації, що є основою цих сподівань.

Щоб строковий (ф'ючерсний) ринок виконував свою функцію накопичення та розповсюдження інформації, має зберігатися баланс між доступом до інформаційної винагороди та її зменшенням через конкуренцію. В Україні строкові складові товарних та фінансових ринків не зможуть розвиватися успішно саме через надзвичайно високу монополію на інформацію, якою володіють декілька учасників ринку, в т. ч. корумповані чиновники, що за відсутності конкуренції дає можливість отримувати надприбутки і не сприяє правильному прогнозуванню майбутніх цін та курсів.

В Україні не скоро можна буде використовувати теорію ефективності ринку, яка стверджує, що на ринку вся інформація є рівно-доступною для всіх торговців, а тому ціни вважаються справедливими. Розрізняють сильну, середню та слабку ефективність ринку. Ця класифікація залежить від об'єктивності та доступності для аналізу минулої, теперішньої і передусім внутрішньої інформації. Теорію арбітражного ціноутворення розглянемо у наступному розділі підручника.

Для кардинальної зміни стану справ потрібно приймати рішення не лише в економічній площині, тут потрібна неабияка політична воля людей, які сьогодні відповідають за майбутнє ринкових перетворень в Україні. Ф'ючерсні ринки – це інформаційно відкриті системи з конкурентним доступом до інформації. Саме такі сегменти повинні допомогти стати на ноги великому бізнесу на законних підставах, маючи можливість працювати в умовах більшої інформаційної визначеності щодо майбутніх цін і курсів та активно використовувати фінансові інновації, які успішно застосовують їх зарубіжні партнери в усіх без винятку потужних корпораціях та фінансових організаціях, швидше інтегруватися у світові ринки.

Резюме

Дослівно термін «ф'ючерсні ринки» (*futures markets*) перекладається з англійської мови як ринки майбутніх цін, які встановлюються (прогнозуються) продавцями та покупцями на основні активи в момент укладання угод задовго до їх реального обміну в майбутньому.

Ф'ючерсні ринки в країнах Заходу виникли на базі ефективно діючих спотових ринків, тобто реальних ринків товарних і фінансових інструментів з негайною поставкою, і є більш ефективними, ніж спотові. Водночас розвиток ф'ючерсних ринків сприяє подальшому розвитку спотових ринків.

Ф'ючерсні ринки на Заході характеризуються широким застосуванням фінансових інновацій, особливими правилами їх обігу, висококваліфікованими учасниками, коло яких постійно зростає. Крім банків та парабанківських установ, до їх числа приєднуються фінансові менеджери фірм та корпорацій, які в такий спосіб здійснюють управління фінансовими ризиками.

Зарубіжна наука виділяє три складових теорії строкових (ф'ючерсних) ринків, а саме теорії раціональних сподівань учасників ринків, арбітражні, спекулятивні та хеджеві теорії, або теорії ціноутворення; популярна до сьогодні теорія ефективності ринку.

Дискусійними й досі залишаються такі теоретичні проблеми:

- ✓ доречність різних видів хеджування;
- ✓ існування ризик-премії;
- ✓ інтерпретація отриманої вигоди;
- ✓ аналітична цінність статистики ф'ючерсних ринків.

Ф'ючерсні ринки – самостійний сегмент фінансового ринку. Якщо на первинному ринку обертаються щойно випущені фінансові інструменти, а на вторинному досягається підвищення їх ліквідності, то ф'ючерсні ринки, які є ринками цінових прогнозів, утворюють третинний ринок. На третинному ринку торговці купують і продають цінові ризики окремо від купівлі та продажу реальних товарних та фінансових активів, формуючи свої власні раціональні сподівання, тим самим створюють майбутній профіль економіки.

Контрольні запитання

1. Яких українських вчених-дослідників ф'ючерсних ринків Ви знаєте?
2. Назвіть перших класиків, у роботах яких згадуються ф'ючерсні ринки.
3. Як пропонував діяти центральним банкам країн Дж. Кейнс для пом'якшення коливань курсів на валютних ринках?
4. Коли була опублікована перша ґрунтовна монографія з проблем дослідження ф'ючерсних ринків?
5. Назвіть основних зарубіжних вчених, у працях яких досліджуються проблеми інтерпретації доходів від діяльності на ф'ючерсних ринках.
6. Які основні проблеми досі є не вирішеними при дослідженні ф'ючерсних ринків?
7. Які основні теорії ф'ючерсних ринків Ви знаєте?
8. Чим відрізняється концепція адаптивних сподівань від концепції раціональних сподівань?
9. Які основні позиції теорії ефективності ринків щодо інформації?
10. Представниками якого аналізу ф'ючерсних ринків використовується теорія раціональних сподівань?

Рекомендована література

1. Белошапка В. Банковские услуги в рамках финансовой инженерии / В. Белошапка // Финансовые услуги. – 1998. – № 7–8. – С. 35–38.
2. Бланк И. А. Торгово-посредническое предпринимательство. Экономические основы биржевой деятельности / И. А. Бланк. – К. : УФГ, 1992. – 230 с.
3. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – С. 394.
4. Буренин А. Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные / А. Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – 465 с.
5. Буренин А. Н. Хеджирование фьючерсными контрактами Фондовой биржи РТС / А. Н. Буренин. – М. : Науч.-техн. общество им. акад. С. И. Вавилова, 2008. – 174 с.
6. Дорман В. Хеджирование – как перспективный инструмент управления рыночными рисками / В. Дорман, О. Соколова // Управление рисками. – 2007. – № 41. – С. 56–60.
7. Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів / З. Васильченко // Банківська справа. – 1998. – № 1 (19). – С. 46–53.
8. Гайдучький П. І. Біржова торгівля – основа ринку : навч. посіб. / П. Гайдучький. – К. : УСФА, 1992. – 34 с.
9. Галанов В. А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы / В. А. Галанов. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 464 с.
10. Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій із ф'ючерсами і опціонами / С. Геворгян // Вісник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 44–48.
11. Гниляк В. О. Організація та регулювання ринку товарних деривативів на сільськогосподарську продукцію : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.07.02 «Економіка сільського господарства і АПК» / В. О. Гниляк. – К., 2006. – 22 с.
12. Гордон В. Основні фінансові інструменти міжнародного валютного ринку та перспективи їх розвитку в Україні / В. Гордон // Финансовые услуги. – 1999. – № 3–4. – С. 30–34.
13. Гоффе В. В. Ринок деривативів: зарубіжний досвід та перспективи розвитку в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук / В. В. Гоффе. – К., 2005. – 24 с.
14. Губський Б. В. Біржові технології ринку / Б. В. Губський. – К. : Наука, 1995. – 278 с.
15. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі / Б. В. Губський. – К. : Наук. думка, 1995. – 390 с.
16. Єщенко Е. П. Біржа: функції і засади / Е. П. Єщенко // Економіка України. – 1994. – № 3. – С. 16.
17. Загорський В. С. Ринок цінних паперів / В. Загорський. – Львів : Львів. комерц. акад., 1995. – 171 с.
18. Иванов К. А. Стратегия управления рисками на срочном рынке производных финансовых инструментов в условиях глобализации : дис. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.10 / К. А. Иванов. – Ростов-на-Дону, 2005. – 172 с.
19. Кашпір Р. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків / Р. Кашпір, П. Матвієнко // Банківська справа. – 1998. – № 2 (20). – С. 8–16. – № 3(21). – С. 50–55.
20. Киселев М. В. Российский рынок срочных финансовых инструментов: проблемы и перспективы развития : автореф. дис. на соискание науч. степени д-ра экон. наук : спец. 08.00.10 / М. В. Киселев. – Саратов, 2010. – 39 с.
21. Красовский Н. В. Хеджирование как метод управления валютными рисками на рынке срочных финансовых инструментов России : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.10 / Н. В. Красовский. – Саратов, 2012. – 20 с.

22. Колісник М. В. Економічна оцінка і регулювання біржової діяльності та брокерського обслуговування (на прикладі реалізації продукції промислових підприємств) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.05 / М. В. Колісник. – Львів, 1993. – 19 с.
23. Кузьмін О. Перехід на ф'ючерсні рейки / О. Кузьмін, М. Колісник // Діло. – 1993. – № 14 (121). – С. 3.
24. Малюга Н. Проблеми сумісності понятійної бази інвестиційних процесів в Україні та Європейському Союзі : Четверта міжнар. конф. [«Проблеми економічної інтеграції України в Європейський союз: інвестиційні аспекти»], (14–16 верес. 1999 р. : тези доп.). – Ялта-Форос, 1999. – С. 70–75.
25. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям. / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
26. Міщенко В. І. Організація ф'ючерсного валютного ринку / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 60–69.
27. Міщук Г. Товарні біржі України: тенденції та проблеми розвитку / Г. Міщук // Економіка України. – 2005. – № 4. – С. 47–53.
28. Мица Ю. В. Правова природа похідних цінних паперів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук / Ю. В. Мица. – Х., 2006. – 22 с.
29. Мозговой О. Н. Фондовый рынок Украины / О. Н. Мозговой. – К. : УАННП «Феникс», 1997. – 276 с.
30. Непрядкіна Н. В. Розвиток ринків валютних деривативів у національних валютних системах : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук. : спец. 08.00.02 / Н. В. Непрядкіна. – Тернопіль, 2010. – 20 с.
31. Пилипчук В. Товарні біржі в процесі оптової торгівлі / В. Пилипчук // Економіка України. – 1993. – № 9. – С. 62.
32. Податковий Кодекс України. – Редакція від 03.02.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.
33. Правила випуску та обігу фондових деривативів // Галицькі контракти. – 1997. – № 36. – С. 42.
34. Примостка Л. О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків : навч. посіб. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 1998. – 108 с.
35. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.
36. Реформування податкової системи України: теорія, методологія, практика : моногр. / Ф. О. Ярошенко, П. В. Мельник, А. І. Мярковський та ін. ; за заг. ред. М. Я. Азарова. – К. : М-во фінансів України, 2011. – 656 с.
37. Рут Ф. Р. Міжнародна торгівля та інвестиції / Ф. Рут, А. Філіпенко. – К. : Основи, 1998. – 743 с.
38. Соловьёв П. Ю. Биржевой рынок производных финансовых инструментов: система управления рисками и ликвидностью : дис. ... канд. экон. наук. : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / П. Ю. Соловьёв. – М., 2004. – 286 с.
39. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М.: ИНФРА-М, 1999. – С. 11.
40. Сохацька О. Проблеми і перспективи становлення строкових (ф'ючерсних) ринків в Україні // Особливості економічної політики постсоціалістичних країн в умовах глобалізації економіки (приклад України) : Міжнар. наук.-теорет. конф., 25–26 листоп. 1999 р. : тези доп. – 1999. – Мод. III. – С. 42.
41. Сохацька О. М. Становлення та функціонування товарних бірж (на прикладі України та країн СНД) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.01 / О. М. Сохацька. – К., 1993. – 24 с.

42. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – 408 с.
43. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 / О. М. Сохацька. – Тернопіль, 2003. – 37 с.
44. Сохацька О. М. Біржова справа : навч. посіб. / О. М. Сохацька, О. М. Дениско. – К. : Тріада Плюс, 1994. – 187 с.
45. Фельдман А. Б. О производных финансовых инструментах / А. Б. Фельдман // Финансы. – 1998. – № 11. – С. 45–48.
46. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А. Б. Фельдман. – М. : Экономика, 2008. – 472 с.
47. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс. – М.: Изд. группа «Прогресс» : Универс, 1993. – 425 с.
48. Blau G. Some Aspect of the Theory of Futures / G. Blau // Trading Review of Economic Studies – 1944. – № 12.
49. Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading Edited Manfred E. Streit. – Florence, 1983. – 324 p.
50. Hicks J. R. Value and Capital / J. R. Hicks. – London, 1939.
51. Hoffman G.W. Futures Trading upon Organized Commodity Markets in the United States / G. W. Hoffman. – Philadelphia, 1932.
52. Kaldor N. Note on the Theory of Forward Market/ N. Kaldor // Review of Economic. – Studies – 1939–1940. – № 7.
53. Keynes J. M. A Treatise on Money / J. M. Keynes. – London, 1930. – Vol. 2.
54. Mashall A. Industry and Trade / A. Mashall. – London 1920.
55. Working H. The Theory of the Price of Storage / H. Working // American Economic Review. – 1949. – № 39.

Тести для перевірки знань до розділу 5

- 1. Ф'ючерсні ринки – це:**
 - а) ринки форвардних цін;
 - б) ринки спотових цін;
 - в) ринки майбутніх цін;
 - г) ринки валют.
- 2. Причинами недостатнього розвитку ф'ючерсних ринків в Україні є:**
 - а) необізнаність учасників ринку;
 - б) відсутність законодавчої бази;
 - в) відсутність потужних трейдерів;
 - г) усе вищезазначене.
- 3. Ф'ючерс відрізняється від форварду:**
 - а) можливістю фізичної поставки;
 - б) можливістю здійснення розрахунків грошима;
 - в) можливістю кредитування;
 - г) можливістю укладання офсетної угоди.

- 4. Похідні фінансові інструменти базуються на таких фінансових відносинах, як:**
- а) кредит, позика, власність;
 - б) лізинг, факторинг;
 - в) форфейтинг, позика;
 - г) страхування, власність.
- 5. Фінансова інженерія – це:**
- а) управління фінансовими ризиками;
 - б) здійснення операцій хеджування;
 - в) конструювання, запуск, організація обігу похідних фінансових інструментів;
 - г) аналіз ф'ючерсного ринку.
- 6. Операції з похідними фінансовими інструментами згідно з правилами бухгалтерського обліку відображаються:**
- а) у балансі;
 - б) за балансом;
 - в) ніяк не відображаються;
 - г) у «тіньовому» обороті.
- 7. Зарубіжна наука виділяє такі складові теорії ф'ючерсних ринків:**
- а) теорія класичної рівноваги, теорія арбітражного ціноутворення;
 - б) теорія раціональних сподівань, теорія ефективності ринку, теорія арбітражного ціноутворення;
 - в) теорія ефективності ринку, теорія рефлексивності, теорія арбітражного ціноутворення;
 - г) теорія динамічної рівноваги, теорія ефективності ринку, теорія рефлексивності; теорія арбітражного ціноутворення.
- 8. Першу монографію з проблем функціонування ф'ючерсних ринків написав:**
- а) А. Маршал;
 - в) Г. Гофман;
 - б) Дж. Кейнс;
 - г) Дж. Гікс.
- 9. Перші згадки про ф'ючерсні ринки зустрічаються у працях:**
- а) Дж. Кейнса, А. Маршала, Дж. Гікса;
 - б) П. Самуельсона, В. Шарпа, Дж. Бейлі;
 - в) Г. Марковіца, Ф. Шварца, О. Штілліха;
 - г) А. Васильєва, М. Студентського, Б. Бухвальда.
- 10. Який дослідник ф'ючерсних ринків запровадив у наукову лексику терміни «spot economy» та «future economy»?**
- а) А. Маршал.
 - б) Дж. Кейнс.
 - в) Г. Гофман.
 - г) Дж. Гікс.
- 11. «Перевернутий» ринок («backwardation») забезпечує:**
- а) позитивну різницю між спотовими і ф'ючерсними цінами;
 - б) від'ємну різницю між спотовими і ф'ючерсними цінами;
 - в) нормальну знижку між спотовими і ф'ючерсними цінами;
 - г) нормальну надбавку між спотовими і ф'ючерсними цінами.

12. «Нормальний» ринок («contango») забезпечує:

- а) позитивну різницю між спотовими і ф'ючерсними цінами;
- б) від'ємну різницю між спотовими і ф'ючерсними цінами;
- в) нормальну знижку між спотовими і ф'ючерсними цінами;
- г) нормальну надбавку між спотовими і ф'ючерсними цінами.

13. Спекулянт буде зацікавлений у роботі на ф'ючерсному ринку тоді, коли на ньому буде:

- а) багато інших спекулянтів;
- б) багато хеджерів;
- в) існувати премія за ризик;
- г) багато арбітражерів.

14. За гіпотезою ретроспективних сподівань учасники ринку формують свої сподівання, виходячи з аналізу:

- а) минулої інформації;
- б) поточної інформації;
- в) внутрішньої інформації;
- г) усіх вищезазначених видів інформації.

15. За гіпотезою перспективних сподівань учасники ринку формують свої сподівання, виходячи з аналізу:

- а) минулої інформації;
- б) поточної інформації;
- в) внутрішньої інформації;
- г) усіх вищезазначених видів інформації.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ теорія адаптивних сподівань;
- ✓ теорія перспективних сподівань;
- ✓ теорія ефективності ринку;
- ✓ первинний, вторинний та третинний ринки;
- ✓ арбітражна теорія.

Розділ 6.

КОНЦЕПЦІЯ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА Ф'ЮЧЕРСНИХ РИНКАХ

Гра на біржі – це боротьба добре укомплектованої розвідки проти грубої влади шансу.

*Г. Емері, американський економіст,
теоретик біржової торгівлі*

Будь-яка ціна – це миттєва згода щодо цінності ринку, досягнута біржовим натопомі підтверджена фактом угоди. Ціна – явище психологічне. Це миттєва точка рівноваги між гравцями на підвищення та падіння. Ціна – лідер біржового натопу.

О. Елдер, біржовий трейдер

Теоретична частина

- ✓ Формування ф'ючерсних та майбутніх спотових цін
- ✓ Сучасні концепції ціноутворення на ф'ючерсних ринках

6.1. Формування ф'ючерсних та майбутніх спотових цін

Актуальною малодослідженою проблемою економіки України є ціноутворення на основні сировинні товари та фінансові інструменти. Розвиток ринкових відносин на ринках сільськогосподарських товарів, енергоносіїв, грошей та цінних паперів викликає необхідність зміни поведінки торговців. Торговельні стратегії учасників

торгівлі у ринковій економіці повинні будуватися не лише на аналізі інформації про динаміку зміни цін та курсів на активи з негайною поставкою спот (spot), не менш значимими для них стають цінові прогнози спотових цін, які можна отримати винятково за умови функціонування строкових ф'ючерсних (futurus) ринків.

На ринках чистої конкуренції, до яких належать основні біржові сировинні та фінансові ринки, ціна визначається через взаємодію попиту та пропозиції. В такий спосіб визначаються рівноважні ринкові ціни та обсяги проданих товарів. За умови незмінності попиту та пропозиції, коли ціни не коливаються, ринкова ситуація характеризується *цінковою стабільністю*. В останні роки на світових ринках цінова стабільність спостерігається надзвичайно рідко. Навпаки, характерною ознакою розвитку як товарних, так і фінансових ринків, сьогодні є їх *цінова змінність*, або, як її називають у зарубіжній економічній літературі, *волатильність (volatility)*.

Зарубіжні економісти¹ цінову змінність характеризують трьома показниками, такими як діапазон зміни ціни, швидкість зміни та частота. Всі сучасні біржові ринки є нестабільними, причому відзначаються значними за величиною та амплітудою ціновими коливаннями, які час від часу викликають відчутні потрясіння на світових ринках. Наприклад, у кризовий 2008 р. ціни на нафту досягнули критичної точки 140 дол. за барель, натомість у 2009 р. знизились до позначки 60 дол. На початку 2011 р. перевищували відмітку 100 дол. (рис. 6.1).



Рис. 6.1. Графік зміни цін ф'ючерсного контракту на нафту на Чиказькій товарній біржі з поставкою у квітні 2011 р.

Ще одним прикладом є коливання цін на сою, яке спостерігалось наприкінці 2012 р., що призвело до того, що протягом одного місяця ціна зменшилась на 30 дол. до 577 дол. Причиною даного зменшення ціни стало підвищення експортно-

¹ Маршал Дж. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Маршал, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.

го мита на сою урядом Аргентини (становило на той момент 35% від вартості контракту).

Сьогодні явище глобалізації тісно пов'язало між собою національні ринки різних країн світу. Тепер на дохід виробників ріпаку в Україні впливає урожай ріпаку в Німеччині. Чи міг раніше вітчизняний виробник соняшнику вплинути на рентабельність господарств Аргентини (одного з найбільших виробників соняшнику в світі)? Всіх їх пов'язує ф'ючерсний ринок як один із методів страхування цінних ризиків та цінової волатильності.

Оскільки події на зарубіжних ринках впливають на становлення ринків в Україні, їх учасникам (продавцям, покупцям і посередникам) необхідно сприйняти цінову нестабільність як реальний факт і навчитися управляти відповідними ризиками. Однак здійснити ефективне управління цінними та курсовими ризиками на ринку цін в умовах відсутності вертикального структурування ринків на товари й активи з негайною поставкою та ринок прогнозних цін на товари й активи з поставкою в майбутньому практично неможливо.

Біржові ціни в Україні характеризуються надзвичайно високою волатильністю, відрізняються на кожній біржі та через недостатню ліквідність не дозволяють визначити достовірну ринкову ціну на товари та цінні папери.

Процес ціноутворення на ф'ючерсних ринках в Україні повинен стати об'єктом досліджень як для теоретиків, так і для учасників ринку. Далі не може продовжуватися негативна практика вироблення недосконалих нормативних актів органами державної влади щодо впровадження ф'ючерсних та опціонних контрактів на сировинних аграрних і фінансових ринках без узгодження з науковцями, біржовиками та банкірами.

Познайомимося з основними концепціями ціноутворення на сучасних спотових та ф'ючерсних ринках основних активів. Як вказувалося в попередньому розділі, зарубіжні вчені вивчали механізми ціноутворення на різні активи, виходячи із концепції ринкової рівноваги попиту та пропозиції з орієнтацією на *раціональні сподівання суб'єктів щодо прогнозованої ціни спот, арбітражу та теорії ефективності ринків*. Однак такі концептуальні підходи були вироблені не одразу. Крім того, проблеми ціноутворення на ф'ючерсних ринках активно почали вивчати лише після Другої світової війни.

Здатність ф'ючерсних ринків з великою точністю прогнозувати майбутні ціни була одразу використана учасниками реальних ринків, передусім сільськогосподарських для захисту майбутніх врожаїв від небажаних коливань цін на зернові культури. Це стало можливим через існування органічного взаємозв'язку між спотовим ринком та його прогнозом – ф'ючерсним.

Для наочності наведемо такий приклад²: у квітні 2012 р. французький фермер, проконсультувавшись щодо цінних тенденцій на майбутній урожай, вважає, що актуальна ціна на пшеницю, яку він збере через кілька місяців, забезпечить рентабельність його господарству. Ціна, котирувана на ф'ючерсному ринку, становила 205 євро/т з доставкою у порт Руан у листопаді 2012 р. Ціна у фермера на місці тоді

² Пастернак О. Ціна: ризики та страхування її за допомогою аграрних ф'ючерсних бірж? [Електронний ресурс] / О. Пастернак // Агробізнес сьогодні. – Режим доступу : <http://www.agro-business.com.ua/component/content/article/24-agromarketing/1078-2012-06-05-13-57-00.html>.

буде 190 євро/т (базис – 15 євро/т). Таким чином, він приймає рішення зафіксувати поточну вартість пшениці.

Фермер продає ф'ючерсний контракт, беручи на себе зобов'язання реалізувати пшеницю за цією ціною з доставкою у порт Руан. Цей контракт дійсний до 10 листопада 2012 р. Ціна продажу відома, а отже, і рентабельність господарства застрахована за багато місяців до збору врожаю. Якщо під час збирання урожаю ціни впали, і пшениця коштуватиме 155 євро/т, то фермер продасть свій урожай регіональному покупцю за цією низькою ціною. Проте, купивши листопадовий ф'ючерс пшениці за ціною 155 євро/т, фермер ліквідує свої зобов'язання продавця і отримує фінансову різницю (+50 євро/т) між ціною продажу і ціною покупки.

Як наслідок, незважаючи на зниження ціни, він все одно отримує свої 190 євро за тонну пшениці.

При підвищенні ринку до 230 євро/т ціна продажу на готівковому ринку в центральному регіоні Франції становитиме 215 євро/т за обліком базису. Операції на ф'ючерсному ринку призведуть до втрат 25 євро/т. Проте враховуючи підвищення ціни, загальна кінцева ціна становитиме 190 євро/т, рівень якої був застрахований за допомогою ф'ючерсного ринку 5 місяців тому.

У загальному вигляді модель ціноутворення ф'ючерсного контракту є традиційною. Ціна формується під впливом попиту та пропозиції. Вартість ф'ючерсного контракту може бути визначена як ціна, при якій інвестору однаково вигідно як купити самого активу на спотовому ринку та наступне його зберігання до моменту використання або отримання доходу від його продажу, так і купівля ф'ючерсного контракту на цей актив³.

Вартість ф'ючерсного контракту визначається такими основними факторами, як:

- ✓ ціна активу на фізичному ринку;
- ✓ термін дії ф'ючерсного контракту;
- ✓ процентна ставка;
- ✓ витрати, пов'язані з володінням активу (зберігання, страхування);
- ✓ інші фактори (дивіденди, оподаткування, комісійні витрати)⁴.

Математичний розрахунок вартості ф'ючерсного контракту залежить від того, які чинники враховуються. Наприклад, у спрощеному вигляді розрахунок може бути здійснений за такою формулою:

$$B_a = C_a + \left(C_a \times B \times \frac{D}{360} \right), \quad (6.1)$$

де B_a – вартість ф'ючерсного контракту біржового активу A ;

C_a – ринкова ціна активу A на фізичному ринку;

B – банківський відсоток за депозитами (плюс відсоток витрат за зберігання, транспортування для випадку поставки товару);

D – число днів до закінчення терміну дії ф'ючерсного контракту або його закриття⁵.

³ Ценообразование фьючерса [Електронний ресурс] / Finapex.ru – аналітичний портал. – Режим доступу : <http://finapex.ru/beginner/forts/266-price-futures>.

⁴ Там само.

Якщо біржовий актив приносить певний дохід, наприклад, дивіденд за акції або відсоток за облігації, то цей дохід слід відняти від банківської процентної ставки і попередня формула набуде вигляду:

$$B_a = C_a + \left(C_a \times (B - D_a) \times \frac{D}{360} \right), \quad (6.2)$$

де D_a – середній розмір дивіденду за акцією або відсотка за облігацією⁶.

Отже, ринкова ціна поточного дня на ф'ючерсний контракт буде коливатися під впливом попиту та пропозиції навколо цієї розрахункової вартості контракту.

Західні економісти давно відмітили взаємозв'язок спотових та ф'ючерсних цін, які відрізняються між собою на величину *базису* (*basis*). Як правило, в момент наближення термінів поставки ця різниця стає мінімальною, крім того, тенденції та напрями зміни спотових і ф'ючерсних цін є адекватними.

Отже, різниця між поточною ціною базового активу та відповідною ф'ючерсною ціною називається базисом ф'ючерсного контракту. Її можна зобразити у такій формулі:

$$B = B_a - C_a, \quad (6.3)$$

де B – базис ф'ючерсного контракту;

B_a – вартість ф'ючерсного контракту біржового активу A ;

C_a – ринкова ціна активу A на фізичному ринку.

Наприклад, ф'ючерсна ціна на акції компанії «Лукойл» становить 19100 руб. за контракт. Поточна ціна акцій на спотовому ринку становить 1900 руб. за акцію. В одному ф'ючерсному контракті 10 акцій емітента. Базис дорівнює 100 руб. ($19100 - 1900 \times 10$). При позитивному значенні базису покупка базового активу на спотовому ринку з одночасним продажем ф'ючерсів на цей базовий актив принесе прибуток, рівний базису. Так, якщо купити десять акцій «Лукойл» за ціною 1900 руб. та продати один ф'ючерсний контракт за ціною 19100 руб., а потім дочекатися експірації⁷, то можна отримати чистий прибуток у розмірі 100 руб⁸.

Успіхи при застосуванні цих теорій на практиці вражаючі, хоча і провали під час економічних та фінансових глобальних криз також відчутні. Особливу тривогу викликає той факт, що в Україні ці теорії не розглядаються і майже не вивчаються, не кажучи про їх практичне застосування. До 1990-х рр. у колишньому СРСР були перекладені з англійської мови окремі праці Дж. М. Кейнса та Дж. Гікса, на які посилялися вище. В останні роки ринкових реформ у Росії опубліковано фундаментальний підручник лауреата Нобелівської премії в галузі економіки, автора моделі оцінки капітальних активів професора Стенфордського університету В. Шарпа⁹, праці інших названих авторів не перекладалися.

⁵ Олейникова И. Н. Рынок ценных бумаг [Електронний ресурс] / Aup.ru – административно-управленческий портал . – Режим доступу : http://www.aup.ru/books/m225/6_4.htm.

⁶ Там само.

⁷ Експірація – настання дати завершення угоди.

⁸ Ценообразование фьючерсного контракта [Електронний ресурс] / Idtrader. – Режим доступу : <http://idtrader.ru/lib/courses/osnovyi-fyuchersnogo-ryinka/tsenoobrazovanie>.

⁹ Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 1024 с.

Враховуючи вищесказане, коротко зупинимося на еволюції розвитку теорій ціноутворення на строкових (ф'ючерсних) ринках.

Відзначено той факт, що до 1945 р. книги з питань ф'ючерсної торгівлі були рідкістю. Були опубліковані лише певні фрагменти (декілька сторінок, присвячених дослідженню взаємозв'язку спотових та ф'ючерсних цін, ролі спекулянтів та хеджерів) з праць А. Маршала, Дж. Кейнса, Дж. Гікса. На цьому фоні помітною подією стала монографія Г. Гофмана, в якій вперше зроблено спробу ґрунтовно дослідити ф'ючерсну торгівлю на організованих товарних ринках (біржах) США.

Сучасний російський дослідник строкових ринків А. Буренін¹⁰ звернув увагу на особливість робіт Дж. Кейнса та Дж. Гікса, які проводили дослідження ф'ючерсної торгівлі в період її становлення на фінансових ринках та запровадження нових видів контрактів на товарних. Останні на той час існували уже близько ста років без наукового обґрунтування. Саме ці вчені стали фундаторами теорії строкових ринків та процесу ціноутворення на них.

Дж. Кейнс¹¹, а за ним і Дж. Гікс¹² визначили роль спекулянтів та хеджерів (продавців та покупців товарів, переважно валюти) для процесів прогнозування майбутніх спотових курсів валют та страхування (хеджування) курсових ризиків за допомогою ф'ючерсних контрактів з валютою. Саме Дж. Кейнс підкреслив, що ф'ючерсна ціна виконує роль одного з індикаторів майбутньої кон'юнктури ринку. Він також ввів у наукову термінологію такі характеристики станів ринків, як «беквардейшн» (*backwardation*) і «контанго» (*contango-forwardation*), тобто так званого правильного ринку, який забезпечує відшкодування витрат на зберігання товару або необхідний розмір відсоткової ставки на валюту за депозитними вкладками, та *неправильного* – *інвертного* ринку, який цих витрат не відшкодовує.

У першому випадку ціни на товари та активи з негайною поставкою є нижчими від ф'ючерсних цін, у другому – навпаки. Дж. Кейнс підкреслював, що в умовах невизначеності майбутня спотова ціна не може прогнозуватися за допомогою гіпотези сподівань, яка передбачає, що ф'ючерсна ціна на момент купівлі контракту точно відповідає спотовій на момент поставки. Він стверджував, що хеджери, продаючи контракти стимулюють спекулянтів купувати їх, висуваючи свою версію щодо різниці ф'ючерсних та спотових цін на величину очікуваного доходу, який повинен бути вищим від безризикової ставки на ринку.

І саме у цьому контексті погляди класика кейнсіанства є актуальними для ситуації в Україні, де також тільки започатковується процес становлення строкових ринків. Однак подальше ознайомлення з розвитком сучасних досліджень та функціонування зарубіжних ф'ючерсних ринків дає можливість стверджувати, що лише на вивченні цих праць не можна зосереджуватися. В останні п'ятдесят років створено нові концепції ціноутворення ф'ючерсних цін, які успішно впроваджуються у торговельні стратегії, причому ці стратегії використовують на інших секторах фінансових ринків та в інвестиційній діяльності.

¹⁰ Буренін А. Н. Рынки производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.

¹¹ Keynes J. M. A Treatise on Money / J. M. Keynes. – London, 1930. – Vol. 2.

¹² Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс. – М. : Изд. группа «Прогресс» : Универс, 1993. – С. 244.

Ф'ючерсними контрактами торгують лише на ф'ючерсних біржах. Торгівля має певні спільні риси, а в дечому відрізняється від торгівлі цінними паперами та небіржовими опціонами. Існують *ринкові*, *лімітні* та *стоп-замовлення* на укладання стандартизованих ф'ючерсних контрактів з визначеними видами сільськогосподарської сировини, відсотковими ставками, кольоровими та коштовними металами, нафтою та продуктами її переробки, індексами акцій ф'ючерсних і фондових бірж та валютою. Члени ф'ючерсної біржі можуть виступати як біржовими брокерами, що виконують замовлення клієнтів, так і біржовими трейдерами-торговцями, які можуть утримувати позицію покупця або продавця певний період, намагаючись купувати дешевше та продавати дорожче.

Оскільки ф'ючерсні контракти є не що інше як купівля-продаж *зобов'язань* на поставку-прийомку активів у майбутньому за цінами або курсами, погодженими в момент укладання угоди, обидві сторони такого контракту мають однакові права та обов'язки (вони при укладанні вносять гарантійні *депозитні* або *маржеві* внески згідно з вимогами конкретних бірж та асоційованих з ними розрахункових палат). Після укладання ф'ючерсного контракту сторони реєструють його в Розрахунковій (кліринговій) установі, а після цієї процедури не вважаються пов'язаними один з одним зобов'язаннями поставити-прийняти актив, другою стороною для кожного з них виступає ця установа.

Для забезпечення цілісності ринку та захисту розрахункових палат від втрат передбачено, крім початкових депозитних або маржевих внесків (*операційної* маржі), здійснювати щоденний кліринг рахунків продавців та покупців контрактів і виконання вимог щодо внесення *варіаційної* маржі при негативних змінах цін або курсів. За умови небажання утримувати збиткову позицію сторона ф'ючерсного контракту може ліквідувати її через укладання *оберненої (офсетної) угоди*, а саме через продаж куплених або купівлю проданих зобов'язань за цінами або курсами, діючими на момент його ліквідації.

Процес щоденного клірингу означає, що зміни цін на ф'ючерсні контракти реалізуються одразу, а, враховуючи той факт, що розмір операційної маржі не перевищує 2–10% від вартості контрактів, втрати та виграти можуть бути значними, причому за умови падіння цін виграє той, хто зайняв «*коротку* («*short*»)» позицію продавця за рахунок того, хто зайняв «*довгу* («*long*»)» позицію покупця.

В даному підручнику неодноразово підкреслювалося, що на ф'ючерсних ринках розрізняють два види учасників – спекулянти та хеджери, доходи яких від здійснення цієї торгівлі на зарубіжних ринках оподатковують за різними ставками. Хеджерів – за нижчою, оскільки вони використовують ф'ючерсний ринок з метою захисту своїх спотових позицій на товарному або фінансовому ринку, бо вони, як правило, виробляють або використовують базисний актив у реальному бізнесі (наприклад, фермер, власник елеватора, банк, фірми, які здійснюють експорто-імпорту діяльність тощо). Спекулянтів – за вищою, оскільки вони відкривають та закривають свої позиції на ф'ючерсному ринку з метою отримання доходу у вигляді різниці в цінах. Спекулянти на ф'ючерсному ринку – це інвестори, які здійснюють особливо ризикові інвестиції. Виграші на цих ринках можна отримати вищі, ніж при інвестуванні в будь-які ризикові активи, але ризик втрат також нічим не обмежений.

Спекулянти можуть спекулювати на *базисі*, який може звужуватися або розширюватися, тобто на різниці між спотовими і ф'ючерсними цінами, які можуть зме-

ншуватися або збільшуватися, та на *спреді* (*spread*), намагаючись отримати різницю в цінах на самі ф'ючерсні контракти з різними термінами поставки, на різних ринках, на товар та його похідні тощо. Тобто необхідно особливо підкреслити той факт, що до спекулянтів, які отримують дохід від прогнозування цін, долучилися спекулянти, які намагаються отримувати дохід від різниці в цінах. Один із ранніх дослідників ф'ючерсних ринків Н. Калдор¹³ вперше назвав їх *арбітражерами*, а загалом учасників ф'ючерсного ринку поділив на спекулянтів, трейдерів, арбітражерів та хеджерів. Обидві ці групи спекулянтів зменшують або виключають ризик, пов'язаний із загальним рухом цін та курсів. Саме вони беруть на себе ціновий ризик у надії отримання доходів від своєї кращої, ніж в інших учасників ринку обізнаності щодо майбутньої кон'юнктури ринків. Стаття Н. Калдора мала промовисту назву – «Біржова спекуляція та стабілізація економіки», що свідчить про спроби дослідження цього феномена у 40-х рр. ХХ ст.

Інколи доставка товару у ф'ючерсних контрактах є скоріше винятком, ніж правилом. Навіщо ж більшість контрактів включає в себе цю умову? Покупцям і продавцям дається можливість здійснити або отримати доставку наявного товару, якщо їм це необхідно. Проте ще більш важливим є те, що можливість здійснення поставки або отримання наявного товару допомагає ринку правильно оцінювати ф'ючерсні контракти щодо реального ринку в момент закінчення цього контракту, тобто ціни на ф'ючерсному та реальному ринках сходяться та стають рівними в момент закінчення ф'ючерсного контракту на певний товар. Саме це сходження робить хеджування таким ефективним способом захисту від несприятливих коливань цін на реальному ринку.

Сходження цін відбувається, тому що в іншому випадку трейдери в пошуках прибутків стали б купувати товар на дешевому ринку і продавати його на більш дорогому ринку доти, поки ця різниця не зникла. Сьогодні цей механізм називається *арбітражем*.

Крім взаємозв'язку між поточними ф'ючерсними та спотовими цінами на момент поставки, велике значення має також взаємозв'язок між поточними ф'ючерсними та поточними спотовими цінами. Поточна ф'ючерсна ціна повинна, згідно з висновками Н. Калдора, формуватися через однакові початкові раціональні сподівання всіх учасників. Так, за умови визначеності ф'ючерсна ціна повинна відрізнятися від спотової на величину позичкового процента та ціну доставки. Ціна доставки відповідно включає витрати на зберігання, знецінення товару впродовж часу за мінусом дохідності:

$$S_f - S = i + c - q + r, \quad (6.4)$$

де S_f – сподівана ціна спот;

S – ціна спот;

i – позичковий процент;

c – ціна доставки;

q – гранична дохідність від володіння запасами реальних товарів;

r – гранична премія за ризик.

¹³ Kaldor H. Speculation and Economic / H. Kaldor // Stability Review of Economic Studies. – 1939. – № 7.

Тобто сподівана спотова ціна відрізняється від поточної на величину премії за ризик, яка є зростаючою функцією від спекулятивних запасів. Н. Калдор також визначив межі, в яких має знаходитися ф'ючерсна ціна. Для цього він використовує запропоновані Дж. Кейнсом можливі ринкові ситуації – контанго та беквордейшн. Нижній рівень ф'ючерсної ціни визначається сподіваннями спекулянтів, верхній – арбітражерами, причому розглядаються ситуації ринкової рівноваги та такі, коли на ринку є в наявності значні за обсягами запаси або їх відсутність. За умови однакових сподівань учасників ф'ючерсної торгівлі ф'ючерсна ціна повинна бути нижчою від спотової при ситуації беквордейшн, при контанго – навпаки.

Проте Н. Калдор вважав, що робити припущення про однакові сподівання учасників ф'ючерсної торгівлі не реалістично, вони можуть суттєво відрізнитися. В реальній ринковій ситуації кожного конкретного дня ці сподівання можуть привести до того, що операції укладатимуться не лише між хеджерами та спекулянтами або хеджерами між собою, а й між самими спекулянтами, одні з яких сподіваються на підвищення цін, інші – на їх зниження.

Саме різні за напрямками сподівання лежать є основою поділу біржових спекулянтів на «биків» та «ведмедів». На ринку, де переважають «бики», ф'ючерсна ціна буде перевищувати сподівану спотову, на ринку «ведмедів», навпаки, і чим більшою буде розбіжність у поглядах цих спекулянтів, тим з меншою точністю буде визначатися ф'ючерсна ціна.

Підсумовуючи погляди Н. Калдора, можна зробити такі висновки:

- ✓ учасниками ф'ючерсних (строкових) ринків є хеджери, спекулянти та арбітражери;
- ✓ на товарних ринках хеджери переважно виступають продавцями ф'ючерсних контрактів, на фінансовому – продавцями та покупцями;
- ✓ спекулянти виступають протилежною стороною до хеджерів та інших спекулянтів, у результаті чого вони перебирають на себе цінові та курсові ризики від учасників реальних ринків, розраховуючи отримати премію за ризик;
- ✓ арбітражери укладають строкові контракти тоді, коли різниця в цінах спотового та ф'ючерсного ринку є незначною.

Погляди вказаних авторів наводить названий вище російський професор Московського інституту міжнародних відносин А. Буренін¹⁴, який вперше серед економістів країн колишнього СРСР досліджував проблеми функціонування строкових ринків зарубіжжя. Проте об'єктами його досліджень були переважно похідні фінансові інструменти, а до теорій строкових ринків він звертається для обґрунтування необхідності запровадження таких ринків для Росії.

¹⁴ Буренін А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: уч. пособ. / А. Н. Буренін. – М.: 1-ая Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – 352 с.

6.2. Сучасні концепції ціноутворення на ф'ючерсних ринках

Розглянемо сучасні концепції ціноутворення на зарубіжних ф'ючерсних ринках, які активно використовуються, хоча і не без дискусій, між науковцями та учасниками торгівлі.

Перша концепція базується на поглядах, описаних вище, і є класичною. Суть її полягає в тому, що ф'ючерсна ціна активу визначається раціональними сподіваннями учасників відносно майбутньої ціни спот. Сподівання трьох видів учасників (хеджерів, арбітражерів та спекулянтів) не завжди однакові, прийняття рішень щодо відкриття позицій на ф'ючерсному ринку залежить від повноти інформації та вміння на основі її аналізу робити правильні висновки.

Друга концепція базується на арбітражній теорії визначення ціни. Дві названих концепції доповнюються теорією ефективності ринку щодо інформаційної та операційної ефективності ринку цінних паперів, яку вперше запропонував Є. Фама.

Інформація для процесу ціноутворення є основним джерелом, її поділяють на минулу й поточну, або *теперішню* та *внутрішню*. Для строкових ринків минула інформація, наприклад, про торішні врожаї, політику уряду щодо закупівель сільськогосподарської сировини, погодні умови тощо носить інформативний характер, такої інформації явно недостатньо для прогнозування ціни майбутнього врожаю.

Інформаційно насиченішими є теперішня й внутрішня інформації. Саме вони і слугують основою прогнозування ф'ючерсних цін. Учасники ф'ючерсної торгівлі використовують два види аналізу: *фундаментальний* і *технічний*. Представники фундаментального аналізу розглядають величезний масив даних на макро- та мікрорівнях, вони, як правило, відповідають на питання «Що купувати або продавати?», представники технічного аналізу відповідають на питання «Коли?». Останній вид аналізу в Україні лише започатковують на фондовому ринку, він ґрунтується на твердженні, що ринкові ціни вмістили всю інформацію і відповідно прореагували на неї. «Техніки» аналізують лише ф'ючерсні ціни та обсяги торгівлі і на основі аналізу минулої інформації та припущення щодо однакової поведінки торговців за певних ринкових станів роблять висновки щодо відкриття відповідних позицій. Оскільки ці види аналізу в Україні майже не вивчаються, розглянемо їх суть у наступних розділах, тим більше, що без оволодіння їхніми прийомами та методами прогнозувати ціни практично неможливо.

Є. Фама вперше запропонував класифікацію ринків щодо ефективності. Він виділив три форми ефективності: *сильну*, *середню* та *слабку*. Ринок з сильною ефективністю має ціни, які повністю відображають всі три види інформації, середня ефективність дає ціни, в яких відображається минула та поточна інформація, слабка враховує лише минулу інформацію. Ця теорія на Заході досі сприймається неоднозначно, має багато критиків, не кажучи вже про обмеженість її застосування в Україні через малий обсяг та недостовірність інформації. Однак на ф'ючерсних ринках, які є найбільш ефективними щодо інформації, у неї є багато послідовників. До них можна віднести Дж. Барнса, Б. Ямейя, Х. Воркінга¹⁵.

¹⁵ Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading Edited Manfred E. Streit. – Florence, 1983. –324 p.

Так Дж. Барнс вважає, що ринок передбачає способи проведення ділових операцій (транзакцій) та деякі засоби збирання та розповсюдження інформації щодо умов здійснення цих операцій. Обидва аспекти ринку, транзакції та інформація достатньо взаємопов'язані. Економічному попиту на операції передують попит на інформацію, тоді як попит на операції сприяє зростанню попиту на інформацію.

Характеризуючи ефективність ринку, Дж. Барнс виділяє *транзакційні витрати, ліквідність, цінову ефективність*. Цінова ефективність характеризується через два елементи: 1) рівень, до якого ціна активу визначається конкурентними силами, та 2) швидкість, з якою ціна активу або цінове котирування реагує на інформацію про зміни попиту і пропозиції. Покращення цінової ефективності викликає підвищення ринкової ліквідності. Окремо виділяються ефективність діяльності суб'єктів ринку, в т. ч. уряду, умови торгівлі та організація ринку.

Праця Дж. Барнса є актуальною для України. При становленні строкових ринків необхідно враховувати всі названі ним аспекти, тобто створити умови для функціонування конкурентних ринків сільськогосподарської сировини та енергоносіїв, відсоткових ставок, іноземної валюти тощо, а також проводити державну політику щодо обов'язкового розкриття інформації, потрібної для ринкового ціноутворення спотових та ф'ючерських цін.

Для української економіки гострою необхідністю є встановлення прозорих, зрозумілих для учасників правил гри на всіх ринках. Ф'ючерський ринок дає можливість створити умови для прогнозування майбутніх спотових цін, без яких не може функціонувати великий бізнес ні в сфері торгівлі, ні в сфері виробництва. Поряд з іншими відомими причинами, відсутність строкового сегмента на товарних сировинних та фінансових ринках призвела до того, що у нас у жодній сфері бізнесу не з'явилося власних Соросів, Гейтсів тощо, а натомість основні державні багатства в процесі приватизації присвоїли так звані «олігархи», які абсолютно не зацікавлені в розкритті інформації про свою діяльність і становленні чесного підприємництва та конкуренції.

Саме вони чинять шалений опір становленню спотових ринків на основні активи. На сільськогосподарських сировинних та енергетичному ринках відсутня конкуренція між великими торговцями (трейдерами). Останні змогли би частину коштів використати на організацію строкових (ф'ючерських) ринків, тобто створити попит на ці контракти (як хеджери з метою захисту своїх запасів від небажаних змін цін у майбутньому або спекулятивний попит у надії отримати премію за ризик) і таким чином дали би всім учасникам реальних ринків прогноз щодо майбутніх спотових цін і курсів. На цих ринках в Україні взагалі відсутні великі трейдери, тобто відсутні реальні кошти, за допомогою яких і можна створити власне ф'ючерські ринки.

Основні ф'ючерські ринки в країнах ринкової економіки розвивалися на основі базових спотових з певним часовим проміжком, починаючи від ринків сільськогосподарських товарів, промислової сировини, переважно нафти та продуктів її переробки, кольорових і коштовних металів. Цей процес відбувався впродовж 150-ти років. Проте, як зазначалося, в останні п'ятнадцять років спостерігався вибуховий розвиток строкового сегмента фінансового ринку. Там з'явилося багато форвардних, ф'ючерських та опціонних контрактів на фондові інструменти, відсоткові ставки, депозитні сертифікати, казначейські векселі й облігації, іноземну ва-

люту та різних гібридних і синтетичних комбінацій з названих фінансових інновацій та свопів. Цей процес відбувався у відповідь на запити учасників ринку щодо мінімізації або нівелювання підвищених цінових та курсових ризиків після краху Бреттон-Вудської системи утворення валютних курсів.

Через свою багатогранність ф'ючерсні ринки містять досліджені та недосліджені сторони. Об'єктом дослідження зарубіжних економістів є ф'ючерсні ціни, на основі аналізу яких робляться різні висновки щодо розвитку кон'юнктури ринку в минулому та на поточний момент. Однак найважче вивчати процес прогнозування (очікування) майбутніх спотових цін або стану спотового ринку в майбутньому.

Дискусійним є досі сам термін «раціональні» сподівання, які можуть бути різними для окремих суб'єктів ринку. Окремі суб'єкти можуть вважати для себе ефективними такі рішення, які для інших учасників будуть нераціональними. Кожен учасник має свої джерела інформації і, аналізуючи цю інформацію, робить власні припущення щодо прогнозування майбутньої ситуації на ринку. Прийняття рішення щодо купівлі або продажу в умовах невизначеності буде залежати у т. ч. і від особистих якостей, ставлення до ризику тощо. Отже, процес прогнозування майбутніх цін не може не включати елементів упередженості, яка може проявлятися у сподіваннях учасників ринку.

На цю обставину звертає увагу Дж. Сорос, критикуючи теорію ринкової рівноваги та ефективності ринку¹⁶. Пропонуючи власну теорію рефлексивності, він зауважує, що упередженість учасників ринків не є пасивною, вона впливає на хід подій і повинна обов'язково враховуватися економістами.

Можна, на наш погляд, погодитися з цими твердженнями, оскільки застосування теорій раціональних сподівань та ефективності ринку не врятувало потужні фінансові інститути від краху під час російської фінансової кризи у 1998 р. Маємо на увазі хеджфонд «Long-Term Capital Managment», який консультували лауреати Нобелівської премії 1997 р., отриманої за працю з ціноутворення опціонів. Р. Мертон та М. Шоулс, сповідуючи вказані теорії, застосовували відповідні торговельні стратегії у практиці діяльності страхового фонду двох потужних банків Німеччини та Швейцарії, який при наявності власного капіталу 4,8 млрд. дол втратив 85 млрд. дол. До процесу рятування його від банкрутства вперше за всю новітню історію долучилася Резервна федеральна система США, намагаючись не допустити втрати довіри вкладників до банківської системи¹⁷.

Сучасні концепції ціноутворення на ф'ючерсних ринках будуються на моделі Л. Телсера¹⁸ та арбітражних теоріях. Згідно з моделлю Л. Телсера ф'ючерсна ціна визначається спекулянтами, тобто залежить від їхніх сподівань та ступеня реалізації цих сподівань. Арбітражні теорії стверджують, що за наявності налагодженої інфраструктури та загалом фінансового ринку, на якому можна швидко розміщати й позичати кошти, ф'ючерсна ціна буде визначатися арбітражерами. До того ж че-

¹⁶ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – С. 11.

¹⁷ Сохацька О. М. Ретроспектива та перспектива державного регулювання ф'ючерсних ринків / О. М. Сохацька // Економіка і управління. – 2000. – № 1. – С. 23–29.

¹⁸ Telser L. G. Why there are Organized Futures Market's / L. G. Telser // Journal of Law and Economics. – 1981. – № 1.

рез відмінність між ставками депозитів та кредитів буде встановлюватися так званий *арбітражний коридор*, за межі якого ціна не повинна виходити. В межах коридору ціна формується сподіваннями спекулянтів. Водночас хеджери також будуть впливати на ф'ючерсну ціну, тобто при значному переважанні хеджерів-продавців на ринку будуть зростати ціни і, навпаки, ціни знижуватимуться за умови переважання хеджерів-покупців.

Підсумовуючи сказане, необхідно відмітити, що в Україні процес становлення ф'ючерсних ринків практично не відбувається, хоча потреба у прогнозуванні майбутніх цін є більш ніж актуальною. Необхідно створити на основних сировинних та фінансовому ринках відповідні умови для активного розвитку строкових складових – ф'ючерсних та опціонних ринків. Розпочинати цю роботу потрібно з вироблення та прийняття відповідного законодавства, а також співпраці державних інституцій, які регулюють фінансові, сировинні ринки та ринок цінних паперів. Спільно з саморегулюючими організаціями банків, бірж уточнити правила випуску та обігу відповідних контрактів на необхідні види активів.

Специфіка стану українських ринків полягає в тому, що потрібно одночасно формувати як товарні строкові ринки, так і фінансові, тобто не маємо часу повторювати шлях, який пройшли ф'ючерсні ринки в США та Європі, – від товарних сировинних до фінансових.

В числі основних завдань необхідно вирішити питання кадрового забезпечення шляхом вивчення у вищих навчальних закладах теорії строкових ринків та підвищення кваліфікації діючих фахівців бірж, банків, потужних торговельних трейдерів та державних функціонерів у системі післядипломної освіти, підготовки магістрів тощо. Лише за такої умови можуть бути розроблені стандартизовані ф'ючерсні контракти на зерно, фінансові інструменти, які зможуть активно впроваджуватися у торговельну практику.

Ще одним важливим аспектом є формування інформаційного поля для можливого прогнозування майбутніх цін та курсів. Для основних учасників ринків гострою необхідністю, на нашу думку, є залучення до роботи аналітиків і фінансових менеджерів, здатних проводити ефективний аналіз щодо прогнозування цін та операції, в т. ч. з ф'ючерсними контрактами на відомих зарубіжних ринках.

Резюме

На сучасних зарубіжних товарних та фінансових ринках функціонують вертикальні складові – строкові (ф'ючерсні) ринки. Саме ці ринки дають можливість учасникам використовувати їх для прогнозування майбутніх спотових цін, проведення операцій щодо страхування цінних та курсових ризиків, застосування новітніх стратегій управління фінансовими ризиками. Учасники ринків використовують кілька концепцій ціноутворення, які розвиваються та збагачуються через конструктивну полеміку між практиками та теоретиками.

Зарубіжні вчені вивчали механізми ціноутворення на різні активи, виходячи із концепції ринкової рівноваги попиту та пропозиції з орієнтацією на раціональні сподівання суб'єктів щодо прогнозованої ціни спот, арбітражу та теорії ефективності ринків. Однак такі концептуальні підходи були вироблені не одразу. Крім того, виникли проблеми ціноутворення на ф'ючерсних ринках. Крім взаємозв'язку між поточними ф'ючерсними та спотовими цінами на момент поставки, велике значення має також взаємозв'язок між поточними ф'ючерсними та поточними спотовими цінами. Поточна ф'ючерсна ціна повинна формуватися через однакові початкові раціональні сподівання всіх учасників. До того ж за умови визначеності ф'ючерсна ціна повинна відрізнятися від спотової на величину позичкового процента та ціну доставки.

Учасниками ф'ючерсних (строкових) ринків є хеджери, спекулянти та арбітражери. На товарних ринках хеджери переважно виступають продавцями ф'ючерсних контрактів, на фінансовому – продавцями та покупцями. Спекулянти виступають протилежною стороною до хеджерів та інших спекулянтів, у результаті чого вони перебирають на себе цінні та курсові ризики від учасників реальних ринків, розраховуючи отримати премію за ризик. Арбітражери укладають строкові контракти тоді, коли різниця в цінах спотового та ф'ючерсного є незначною.

Перша концепція ціноутворення ф'ючерсних цін є класичною, суть її полягає в тому, що ф'ючерсна ціна активу визначається раціональними сподіваннями учасників відносно майбутньої ціни спот. Сподівання трьох видів учасників (хеджерів, арбітражерів та спекулянтів) не завжди однакові, прийняття рішень щодо відкриття позицій на ф'ючерсному ринку залежить від повноти інформації та вміння на основі її аналізу робити правильні висновки.

Друга концепція базується на арбітражній теорії визначення ціни. Дві названих концепції доповнюються теорією ефективності ринку.

Контрольні запитання

1. Що таке волатильність?
2. Назвіть основні ознаки цінової змінності.
3. Назвіть основоположників теорій ціноутворення на ф'ючерсних ринках.
4. Що означає щоденний кліринг для процесу ціноутворення ф'ючерсних цін?
5. Поясніть вислів «Спекулянти – це інвестори, які здійснюють особливо ризикові інвестиції»?
6. У чому полягає відмінність спекуляції на базисі від спекуляції на спреді?
7. Яка відмінність між ф'ючерсними цінами і сподіваними спотовими?
8. Які сучасні концепції ціноутворення Ви знаєте?
9. На чому базується перша концепція ціноутворення?
10. У чому полягає суть другої концепції ціноутворення?

Рекомендована література

1. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
2. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : уч. пособ. / А. Н. Буренин. – М.: 1-ая Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – 352 с.
3. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже: Психология. Технический анализ. Контроль над риском / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2001. – 345 с.
4. Маршал Дж. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Маршал, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
5. Олейникова И. Н. Рынок ценных бумаг [Электронный ресурс] / И. Н. Олейникова ; Aup.ru – административно-управленческий портал. – Режим доступа : http://www.aup.ru/books/m225/6_4.htm.
6. Пастернак О. Ціна: ризики та страхування її за допомогою аграрних ф'ючерсних бірж? [Електронний ресурс] /О. Пастернак // Агробізнес сьогодні. – Режим доступу : <http://www.agro-business.com.ua/component/content/article/24-agromarketing/1078-2012-06-05-13-57-00.html>.
7. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – С. 11.
8. Сохацька О. М. Ретроспектива та перспектива державного регулювання ф'ючерсних ринків / О. М. Сохацька // Економіка і управління. – 2000. – № 1. – С. 23–29.
9. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс. – М. : Изд. группа «Прогресс» : Универс, 1993. – С. 244.
10. Ценообразование фьючерса [Электронный ресурс] / Finarex.ru – аналітичний портал. – Режим доступа : <http://finarex.ru/beginner/forts/266-price-futures>.
11. Ценообразование фьючерсного контракта [Электронный ресурс] / Idtrader. – Режим доступа : <http://idtrader.ru/lib/courses/osnovyi-fyuchersnogo-ryinka/tsenoobrazovanie>.
12. Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 1024 с.
13. Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading Edited Manfred E. Streit. – Florence, 1983. –324p.
14. Kaldor H. Speculation and Economic / H. Kaldor. // Stability Review of Economic Studies. – 1939. – № 7.
15. Keynes J. M. A Treatise on Money/ J. M. Keynes. – London, 1930. – Vol. 2.
16. Telser L. G. Why there are Organized Futures Market's / L. G. Telser // Journal of Law and Economics. – 1981. – № 1.

Тести для перевірки знань до розділу 6

1. Волатильність – це:
 - а) цінова стабільність;
 - б) цінова змінність;
 - в) ціновий шок;
 - г) цінова рівновага.

- 2. Волатильність характеризується такими показниками:**
 - а) амплітуда цінових коливань;
 - б) наявність значних відхилень цін;
 - в) швидкість зміни ціни в часі;
 - г) діапазон зміни ціни, швидкість, частота.

- 3. Фундаторами теорії строкових ринків та процесу ціноутворення на них є:**
 - а) В. Шарп, Г. Марковіц;
 - б) Г. Блан, Г. Гофман;
 - в) Дж. Кейнс, Дж. Гіке;
 - г) А. Маршал, Дж. Кейнс.

- 4. При падінні цін виграє спекулянт, який на ф'ючерсній біржі відкрив позицію:**
 - а) «long» (довгу);
 - б) «short» (коротку);
 - в) хеджера;
 - г) арбітражера.

- 5. При зростанні цін виграє спекулянт, який на ф'ючерсній біржі відкрив позицію:**
 - а) «long» (довгу);
 - б) «short» (коротку);
 - в) хеджера;
 - г) арбітражера.

- 6. Спекулянти можуть спекулювати:**
 - а) на базисі та спреді;
 - в) лише на спреді;
 - б) лише на базисі;
 - г) на тенденціях зміни цін у майбутньому.

- 7. Ефективність ринку характеризується:**
 - а) транзакційними витратами, ліквідністю, ціновою ефективністю;
 - б) ринковою ліквідністю;
 - в) швидкістю реагування на інформацію;
 - г) рівнем визначення ціни, конкурентними силами.

- 8. Величина премії за ризик є:**
 - а) платою хеджера за участь у торгівлі;
 - б) спадаючою функцією від спекулятивних запасів;
 - в) зростаючою функцією від спекулятивних запасів;
 - г) платою спекулянта.

- 9. На ринку «биків» ф'ючерсна ціна буде:**
 - а) нижчою від сподіваної спотової;
 - б) рівною сподіваній спотовій;
 - в) перевищувати сподівану спотову;
 - г) рівною ф'ючерсній.

- 10. На ринку «ведмедів» ф'ючерсна ціна буде:**
- а) нижчою від сподіваної спотової;
 - б) рівною сподіваній спотовій;
 - в) перевищувати сподівану спотову;
 - г) рівною ф'ючерсній.
- 11. Ф'ючерсна ціна відрізняється від спотової на:**
- а) величину витрат на страхування товару і премії за ризик;
 - б) величину знецінення товару за час зберігання;
 - в) величину позичкового відсотка та ціну доставки;
 - г) величину витрат на зберігання.
- 12. Концепція ціноутворення на ф'ючерсних ринках базується на:**
- а) сподіваннях спекулянтів;
 - б) сподіваннях арбітражерів;
 - в) сподіваннях хеджерів;
 - г) сподіваннях всіх учасників.
- 13. Дж. Сорос є творцем теорії:**
- а) динамічної рівноваги;
 - б) ринкової рівноваги;
 - в) рефлексивності;
 - г) ефективності ринку.
- 14. В межах «арбітражного» коридору ф'ючерсна ціна формується:**
- а) спекулянтами;
 - б) арбітражерами;
 - в) хеджерами;
 - г) всіма вищеназваними учасниками.
- 15. Для прогнозування майбутніх цін в Україні необхідне:**
- а) формування інформаційного поля;
 - б) створення класу спекулянтів;
 - в) створення класу хеджерів;
 - г) створення класу арбітражерів.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ волатильність;
- ✓ кліринг;
- ✓ базис;
- ✓ спред;
- ✓ сподівана спотова ціна;
- ✓ маржа;
- ✓ депозит.

Розділ 7.

ФУНДАМЕНТАЛЬНИЙ АНАЛІЗ БІРЖОВИХ ЦІН ТА КУРСІВ

Інвесторів цікавить не реальна вартість об'єкта їх інвестицій, а те, як ринок буде оцінювати його під впливом масової психології через три місяці або через рік.

*Дж. Кейнс, англійський економіст,
засновник кейнсіанського напрямку
в економічній теорії*

Теоретична частина

- ✓ Суть фундаментального аналізу
- ✓ Особливості здійснення фундаментального аналізу на фондових ринках
- ✓ Фундаментальний аналіз на ф'ючерсних ринках
- ✓ Фундаментальний аналіз валютного ринку

7.1. Суть фундаментального аналізу

Фінансові та товарні ринки вимагають від учасників високого рівня фахової підготовки. Фінансисти корпорацій, аналітики, торговці фінансових інститутів та біржові спекулянти щоденно приймають дуже багато рішень щодо купівлі-продажу різних фінансових і матеріальних активів. Для зменшення ризику таких операцій та отримання очікуваних прибутків від своїх вкладень кожен із них повинен знати і

аналізувати цілий ряд факторів, що впливають на ринкові ціни та курси і зумовлюють тенденції їх зростання чи зниження.

Загалом у країнах розвинуеного ринку поширені три методи аналізу ринку, а саме:

- ✓ фундаментальний;
- ✓ технічний;
- ✓ інтуїтивний.

Фундаментальний аналіз вивчає рух цін під впливом макроекономічних чинників. Школа фундаментального аналізу ринку виникла з розвитком прикладної економічної науки. За основу вона взяла знання про макроекономічне життя суспільства і її вплив на динаміку цін конкретних товарів¹.

Дж. Маршал, професор фінансів у Школі бізнесу Сент-Джонського університету (штат Нью-Йорк), виконавчий директор Американської асоціації фінансових інженерів² доволі точно охарактеризував сутність фундаментального аналізу. За його вилученням, фундаментальні аналітики вивчають всю інформацію, яка стосується фундаментальних економічних взаємозв'язків – попиту та пропозиції, які в кінцевому рахунку визначають всі ціни.

Фундаментальні аналітики вивчають усю інформацію стосовно певного ринку. Вони намагаються визначити вплив всіх можливих факторів на процес формування попиту та пропозиції у майбутньому.

Головною метою фундаментального аналізу є визначення істинної, справедливої ціни досліджуваного товару. Порівнюючи отриману оцінку із поточним станом ринку, робиться висновок щодо переоцінки або недооцінки цього товару.

Як зазначає вітчизняний аналітик Е. Найман, основою фундаментального аналізу є вивчення всіх факторів макроекономічного життя суспільства, що суттєво впливають на динаміку цін основних базових товарів, цінних паперів та валюти³. Фундаментальний аналіз повинен передбачити основні напрями динаміки зміни ринкової ціни, або, як ще називають це явище фінансові аналітики, тренди.

Представники фундаментального аналізу збирають інформацію про внутрішнє та зовнішнє середовище, читають урядові звіти, оцінюють політику держав на товарних та фінансових ринках, порівнюють ціни та норми споживання, слідкують за рівнем інфляції, впровадженням інновацій тощо. Виходячи з аналізу цієї інформації, вони намагаються визначити ринкові ціни. *Якщо теперішня ціна активу є нижчою від тієї, що прогнозує фундаментальний аналітик, то йдеться про **недооцінений актив** (undervalued), якщо навпаки, то актив вважається **переоціненим** (overvalued).* В результаті такого аналізу фундаментальні аналітики радять купувати недооцінені активи та продавати переоцінені.

Отже, фундаментальний аналіз, в першу чергу, є інтерпретацією, оцінкою і прогнозом динаміки основних економічних показників, макро- і мікроекономічних.

Фундаментальний аналіз звичайно використовується інвесторами, що, розраховуючи на реалізацію довгострокових стратегій, заробляють на багаторічних тенде-

¹ Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э.Л. Найман. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 12.

² Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 261 с.

³ Найман Э. Мастер-трейдинг: секретные материалы / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – С. 26.

нціях. Метою такого підходу є «осідлати» тренд, нехай навіть не на початку його виникнення, і «проїхатися» на ньому до кінця.

В Україні учасники вказаних ринків, як правило, лише розпочинають аналіз ринків і мало користуються послугами спеціальних аналітичних фірм, що вже з'являються на українських теренах. Ці фірми переважно створені спільно із зарубіжними інвестиційними фірмами, а саме їм і потрібен аналіз фінансових та товарних ринків в Україні, особливо ринку цінних паперів. Ці фірми запроваджують індексні показники стану ринків в Україні, обчислюють і публікують їх. Однак через незначну активність на фондовому та валютному ринках, відсутність організованих товарних ринків, особливо ф'ючерсних, аналітичні фірми, відділи банків та інституційних інвесторів застосовують лише два із трьох можливих методів аналізу, що використовуються на західних ринках.

В Україні започатковано використання фундаментального аналізу лише на фондовому ринку та ринку банківських кредитів, який застосовують на практиці експертно-оцінні фірми та аналітичні відділи інвестиційних фондів із зарубіжним капіталом. Переважно на цих ринках учасники використовують інтуїтивний підхід, який не завжди дозволяє правильно оцінити інвестиційні якості цінних паперів або вартість застави.

Методи фундаментального аналізу є доволі різноманітними. Аналітики можуть використовувати при аналізі інформації як звичайну інтуїцію, так і складні економетричні моделі на базі комп'ютерних програм. Цей вид аналізу передбачає довгострокове спостереження за ринком.

Сучасні товарні, фондові та валютні біржі відіграють вирішальне значення при формуванні основних ринкових цін і курсів. Правила біржової торгівлі, техніка торгів дозволяють встановити причини та закономірності виникнення багатьох явищ на ринку біржових товарів. Прогнозування ринкової кон'юнктури стає доволі достовірним.

На ринках сировини, капіталу та валюти є декілька видів цін. Як правило, всі вони щоденно публікуються у періодичних економічних виданнях. Це ціни ф'ючерсних і опціонних угод, спотові та форвардні ціни на реальні активи.

Біржові котирування є визнаними цінами біржових угод, які укладаються на стандартну кількість стандартизованого товару, передбаченого правилами біржової торгівлі, у біржовій ямі в офіційні години роботи біржі.

Сучасні біржі – це сегменти гуртового ринку, тому для оцінки біржової кон'юнктури необхідно аналізувати потенціал конкретного ринку. Біржа є індикатором ринкової кон'юнктури, оскільки саме на ній пропозиція безпосередньо стикається з попитом, і це статистично фіксується.

Біржа є регулятором ринкової економіки настільки, наскільки вона підвладна спрямованій дії – грі на підвищення або зниження цін. Ціни ф'ючерсних та опціонних угод – це прогнози, орієнтири цінових тенденцій для основних товарних та фінансових ринків.

Оцінки та прогнози ринкової ситуації необхідні для регулювання комісійних відрахувань, відсоткових ставок, формування портфеля замовлень, хеджування ризиків.

У США, наприклад, корпорації «Dow Jones & Company» (провідна видавнича та фінансово-інформаційна компанія у світі), видає «The Wall Street Journal» та «Standard & Poor's» (дочірня компанія корпорації «The McGraw-Hill Companies, Inc.», що займається аналітичними дослідженнями фінансового ринку) щоденно визначають і публікують зведені ринкові індекси, які характеризують загалом динаміку розвитку світового ринку. Так, на першій сторінці сайту «The Wall Street Journal» (провідного впливового американського видання) у рубриці «Ринкові дані» (Market Data Center) наводяться значення та зміни індексів провідних фондових бірж, курсів державних облігацій, крос-курсів основних валют, рівня світових відсоткових ставок від місячних до річних, а також ціни на золото, срібло, нафту тощо. Схожі рубрики мають провідні європейські економічні й фінансові видання.

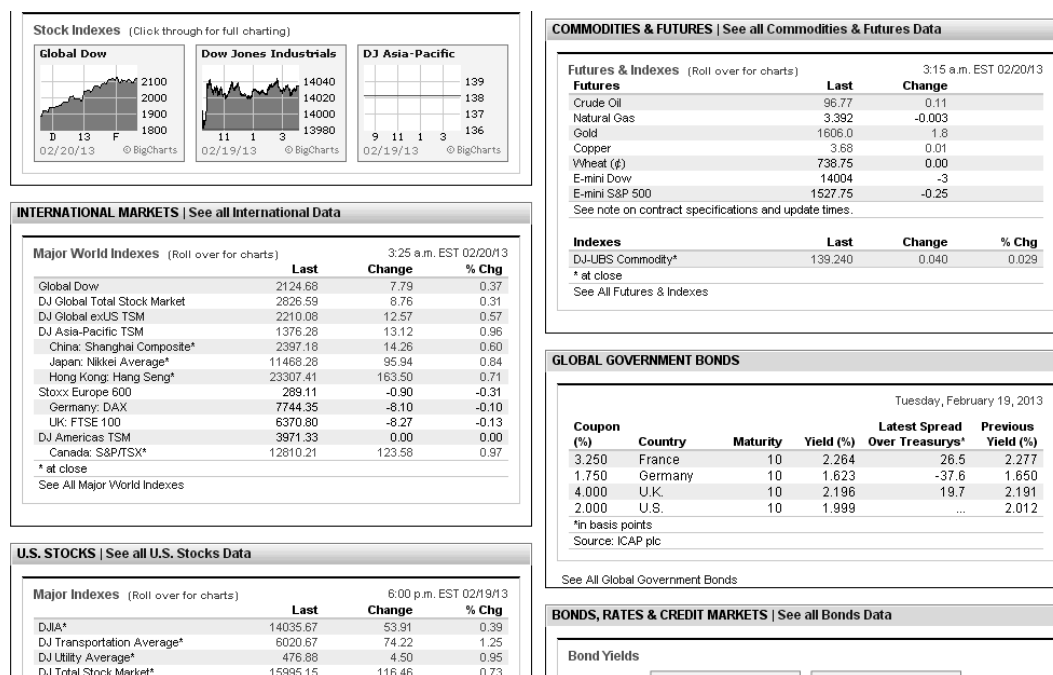


Рис. 7.1. Фінансові дані із сайту фінансового видання «The Wall Street Journal»⁴

На рис. 7.1 показано значення світових фондових індексів (індекси із сімейства «Dow Jones», німецький фондовий індекс «DAX», Великобританії – «FTSE 100», Японії – «Nikkei»), індексів товарних ф'ючерсних ринків (нафта, природний газ, золото, срібло, мідь, пшениця та інші), глобальних суверенних облігацій (облігації Франції, Німеччини, Великобританії, США тощо) за станом на 19.02.2013 р., розміщені на сайті газети «The Wall Street Journal».

Ця інформація розглядається як реклама для залучення більшої кількості читачів і клієнтів.

⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://online.wsj.com>.

Біржові торговці використовують її для прийняття рішень щодо вибору конкретних активів для інвестування, формування інвестиційних портфелів, хеджування цінових та курсових ризиків тощо.

Досвідчені спекулянти також використовують фундаментальний аналіз, реагуючи на новини фундаментального характеру. Серед останніх можна виділити такі групи новин:

- ✓ оголошення макроекономічних індикаторів, що відображають стан економіки країни;
- ✓ дослідження аналітиків провідних інвестиційних компаній або аналітичних бюро, таких як компанії «Morgan Stanley Dean Witter» і «Goldman Sachs» (дослідження можуть стосуватися країн, галузей, товарних ринків та конкретних компаній);
- ✓ корпоративні новини від акціонерних компаній;
- ✓ політичні події;
- ✓ природні явища.

Реакція ринків на такі події є короткочасною і рідко формує тренд. Винятки бувають у таких випадках, коли ця інформація потрапляє в потрібне місце в потрібний час.

Фундаментальні чинники з'являються в новинах, що публікуються інформаційними агенціями та органами державної статистики. Останні публікують дані про стан економіки країни, а про дату та час такого оголошення повідомляють наперед. Такі новини є очікуваними, і ринок, як правило, готується до них завчасно.

Найбільш повну інформацію публікують агенції Рейтер, відповідні біржі, всі провідні західні газети, передусім ділові видання – «Financial Times» (www.ft.com), «The Wall Street Journal» (www.wsj.com), телевізійні агенції «CNN», «NBS» та ін.

В Україні найбільш повну інформацію подають видання «Економічна правда», «Бізнес», «Інвестгазета», «Фінанси України», «Економіка України», «Ринок цінних паперів України», «Фондовый рынок», «Деньги», «Мир денег», «FORBES Україна», «Власть денег», в Росії – «Коммерсант», «Экономика и жизнь», «Рынок ценных бумаг», «Вопросы экономики», «Эпиграф» тощо.

Новини і події бувають **очікуваними й несподіваними**. До очікуваних новин належать виступи політичних і економічних лідерів. Очікувані новини впливають на ринок до моменту їх появи, коли ринок їх враховує, або у разі відмінності реальних даних від очікуваних.

Несподівані новини мають більш сильну дію на ринок, ніж очікувані. Пояснюється це тим, що до очікуваних подій інвестори і спекулянти готуються, закладаючи їх у ціни. До несподіваних подій майже ніхто не виявляється готовим⁵.

Варто відмітити, що значну роль при аналізі приділяється параметру часу. Важливо чітко уявляти, в якому часовому інтервалі буде діяти та або інша подія, і не забувати при цьому, що одна і та сама новина з часом може змінити свій вплив на динаміку цін та курсів.

За тривалістю дії фундаментальних новин прийнято розрізняти два види впливу:

⁵ Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб. : Питер, 2005. – С. 12.

- ✓ **довгостроковий вплив.** Як правило, фундаментальні чинники, що належать до цього виду, визначають стан національної економіки загалом і, як наслідок, тенденцію ціни протягом місяців та років. Очевидно, що аналіз даних чинників використовується, в першу чергу, для відкриття стратегічних позицій;
- ✓ **короткостроковий вплив.** Як правило, цей вплив зберігає свою дію протягом кількох годин (нерідко протягом кількох хвилин), але не більше 2–3 днів.

В ідеалі результатом фундаментального аналізу є визначення справедливої ціни. Водночас визначення справедливої ціни потребує не лише багато зусиль та наявності правильної моделі визначення, а й наявності вчасної та якісної інформації.

На рис. 7.2 наведено схематичний приклад того, як поява нової інформації впливає на зміну справедливої ціни товару і яким чином система приходить до нової точки рівноваги, що відповідає новій справедливій ціні⁶.

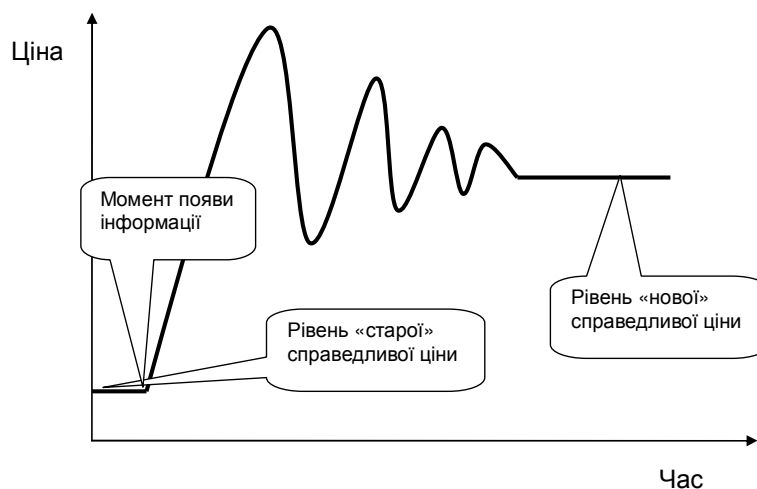


Рис. 7.2. Зміна справедливої ціни під впливом нової інформації

Проте в житті, як правило, ринкова ціна ще не встигає встановитись, стабілізувавшись на новому рівні справедливої ціни, як з'являється нова інформація⁷. Необхідність урахування в ціні цієї останньої інформації призводить до нової дестабілізації системи і так далі до нескінченності. Життя не можна зупинити.

У зв'язку з цим фізично неможливо отримати точну оцінку справедливої ціни на даний момент хоча б тому, що практично щомиті з'являється нова інформація, змінюється зовнішнє середовище тощо.

Але навіть якщо аналіз не може допомогти знайти точну величину справедливої ціни на даний момент часу, він може дати її приблизне значення, а отже, хоч якусь точку опори при ухваленні інвестиційних та спекулятивних рішень.

⁶ Найман Э. Мастер-трейдинг: секретные материалы / Э. Л. Найман . – М. : Альпина Паблшер, 2002. – С. 28.

⁷ Вайн С. Инвестиции и трейдинг: Формирование индивидуального подхода к принятию инвестиционных решений / С. Вайн. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 29.

Реагуючи на «стару», але раніше невідому новину, ринок визначає економічну тенденцію відповідного показника і намагається відповісти на просте питання: що відбувається з економікою підприємства (країни, групи країн)? Якщо опубліковані дані свідчать на користь поліпшення мікроекономічного стану підприємства або макроекономічного стану держави (групи країн), то реакція також буде, як правило, позитивною для відповідних акцій або фінансових інструментів. У протилежному разі реакція буде, найімовірніше, негативною.

Таким чином, ринок при публікації макро- і макроекономічних індикаторів намагається визначити майбутню тенденцію цих індикаторів та зіставити її зі своїми минулими прогнозами. Якщо існує різниця, то змінюється і ринкова ціна.

Інституції, які займаються фундаментальним аналізом цін та курсів на ринках Заходу, уважно стежать за економічними, політичними і природними факторами, що впливають на співвідношення попиту та пропозиції.

На ринках сільськогосподарської сировини до таких факторів належать: величина врожаю (перспективи врожаю), обсяги запасів сільськогосподарської продукції, структура кормів, погодні умови, політика уряду щодо учасників цього ринку, виробників, участь держави як агента цього ринку.

Для фінансових інструментів основне значення мають такі економічні фактори, як загальний стан економіки, розмір банківського відсотка, стан зовнішньої торгівлі, формування курсу національної грошової одиниці відносно іноземної валюти.

Стратегічні інвестори, фермери, переробні фірми та хеджери, що їх обслуговують, користуються переважно послугами фундаменталістів. Якісний фундаментальний аналіз усіх видів ринку можуть робити лише фахівці, які вміють оцінити вплив макрофакторів на динаміку цін і передбачити розміри їх коливань у майбутньому. Для цього, крім макрофакторів, аналізується стан ринку загалом, галузей та конкретного об'єкта інвестування.

Отже, фундаментальний аналіз складається з вивчення й аналізу загальноекономічних тенденцій ринку реальних товарів, цінних паперів, валюти, встановлення факторів та прихованих взаємозв'язків, що впливають на його розвиток. Основний постулат фундаментального аналізу такий: спочатку причина, а потім наслідок.

7.2. Особливості здійснення фундаментального аналізу на фондових ринках

Фундаментальний аналіз на фондовому ринку ґрунтується на твердженні, що внутрішня вартість будь-якого фінансового активу дорівнює теперішній вартості всіх грошових потоків, які розраховує отримувати інвестор у процесі володіння ними в майбутньому. Представник фундаментального аналізу намагається встановити час та розміри майбутніх грошових потоків і, застосовуючи відповідну ставку дисконтування, визначає їх теперішню вартість.

Для таких інструментів, як акції, він прогнозує приріст їх балансової вартості, розміри дивідендів тощо, визначає майбутній дохід на одну акцію та можливий коефіцієнт дивідендних виплат. Отримавши інвестиційну вартість акції, аналітик-

фундаменталіст порівнює її з ринковим курсом і робить висновки про правильність ринкової оцінки інструменту.

Однак для визначення часу та обсягів грошових потоків у майбутньому фундаментальний аналіз розпочинають з аналізу ринку продукції та послуг емітента, визначаючи перспективу утримання та розширення цих ринків або досліджуючи причини їх втрати чи суттєвого звуження. Після цього аналізують галузь, до якої належить емітент, визначають усі його можливі переваги та слабкі місця серед інших представників. При цьому в першому випадку аналізують як внутрішні, так і зовнішні ринки, у другому – всіх потенційних конкурентів.

Наступним етапом фундаментального аналізу, особливо на ринку корпоративних цінних паперів, є аналіз господарської та фінансової діяльності емітента. Аналізується маркетингова ситуація, прогнозуються витрати, доходи; оцінюється рівень технології, якість продукції і роботи, ефективність менеджменту; визначаються показники фінансової стійкості, активності, структури капіталу тощо.

Це дозволяє аналітикові доволі точно прогнозувати майбутню вартість цінних паперів. Однак він завжди пам'ятає, що будь-яка додаткова інформація щодо зміни перспектив або самої ринкової ситуації (перевищення попиту над пропозицією, або навпаки) може призвести до переоцінки визначення вартості.

Аналіз фондового ринку, як і будь-якого іншого ринку, доцільно розпочинати з аналізу стану світової економіки загалом, потім переходити до аналізу певної галузі, далі аналізується стан регіону і країни, де розміщений емітент цінних паперів, а вже потім можна переходити до аналізу галузі в середині країни та емітента зокрема. Якщо емітент є транснаціональною компанією, то необхідно проводити аналіз економіки країн, де містяться його основні виробництва та ринки збуту.

Відомий в Україні аналітик фондового ринку Ю. Кравченко доволі точно зазначив, що фундаментальний аналіз вивчає причини, які рухають ринком⁸. Цей автор показує схему проведення фундаментального аналізу на фондовому ринку. Умовно він називає його аналізом «згори вниз» і поділяє на шість етапів:

- 1) аналіз стану економіки та ринку загалом;
- 2) галузевий або індустріальний аналіз;
- 3) регіональний аналіз;
- 4) аналіз інвестиційної привабливості об'єктів інвестування;
- 5) формування інвестиційної стратегії;
- 6) формування інвестиційного портфеля.

Одним із основних принципів вибору тієї чи іншої країни для інвестування є теорія циклів економічного розвитку, згідно з якою відомо, що розвиток економіки будь-якої країни відбувається циклічно: піднесення – пік – спад – дно – піднесення.

Також необхідно дослідити відношення між ефективністю сукупної економічної діяльності загалом і ефективністю діяльності окремих компаній. Існує загальний зв'язок між економічною діяльністю, обсягом продажу акцій, доходами корпорацій і курсом акцій. Беручи до уваги короткострокове випередження та відставання, можна відмітити, що ці чотири фактори мають тенденцію до одночасного зростання

⁸ Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг : курс лекций / Ю. Я. Кравченко. – К. : ВИРА-Р, 2002. – С. 303.

або зниження. За невеликим винятком, курс акцій і прибутки компаній мають тенденцію до зниження перед економічним спадом у циклі ділової активності; курс акцій відновлюється на пізніх стадіях економічного спаду або на початку підвищення ділової активності. Курс акцій і прибутки компаній є чутливими до економічної діяльності, деколи вони знижуються, коли економічний розвиток уповільнюється або залишається незмінним. Таким чином, у плануванні корпоративної діяльності необхідно враховувати темп зміни економічної активності, а саме: вгору чи вниз йде економічний розвиток країни.

Після кризи 2008–2009 рр. почала зароджуватись тенденція щодо зниження кореляції між динамікою розвитку світової економіки та фондового ринку. Боргові проблеми США, Європи поки слабо відображають індекси основних біржових холдингів. І цей феномен також потрібно враховувати фундаментальним аналітикам.

Для фінансових інструментів основне значення мають такі економічні фактори, як загальний стан економіки, розмір банківського відсотка, стан зовнішньої торгівлі, формування курсу національної грошової одиниці відносно іноземної валюти. Фахівці, які займаються таким аналізом, використовують комп'ютерну техніку, складні економічні моделі, що дозволяють прогнозувати поведінку ринків.

Стратегія інвестування в галузевий сектор реалізується торгівлею цінних паперів галузевих взаємних фондів або акцій компаній, які є лідерами в певних секторах промисловості. З фінансовими показниками секторів промисловості США можна ознайомитися на сайті http://biz.yahoo.com/p/s_conameu.html.

Прогнози щодо широких зовнішніх економічних сил робляться для того, щоб визначити, як найкраще розмістити інвестиції в акції, облігації і на основних секторах субринку. Наступним кроком в аналізі «згори-вниз» є аналіз специфічних сил, які впливають на фінансову діяльність окремих галузей промисловості, щоб вибрати найбільш придатні з них для інвестицій.

Аналіз галузей промисловості є важливим з ряду причин. З метою урізноманітнення ризику портфеля необхідно визначити ступінь зміни, ефективності певної галузі порівняно із сукупною ефективністю корпорацій та з іншими галузями.

Розуміння того, як ефективність окремої галузі пов'язана з діяльністю інших галузей, необхідне також для контролювання або обмеження ризику портфеля. Інша важлива роль аналізу полягає в тому, що найбільш привабливі для інвестицій компанії, як правило, працюють на галузь з найкращими інвестиційними характеристиками. Отже, щоб визначити найбільш ефективний напрямок інвестицій, необхідно знайти галузі з кращими перспективами.

Базовий підхід до аналізу повинен бути скорегований відповідно до характеристик кожної окремої галузі. Наприклад, наукові дослідження й патентний захист є дуже важливим і в галузях з передовою технологією; принципи регулювання мають велике значення для галузей промисловості, які контролює уряд; норми процента мають значення для капіталосємких галузей; реклама важлива у галузях, які виготовляють споживчі товари; техобслуговування є важливим для галузей, які виготовляють речі довго- і короткострокового вжитку; умови праці мають важливе значення для працесємких галузей; контроль над чистотою навколишнього середовища важливий для галузей, які можуть супроводжуватись виробництвом речовин, що забруднюють середовище.

Очевидно, що відбираються ті галузі, які з максимальною імовірністю можуть принести найбільший дохід протягом періоду, який цікавить інвестора. Потім у цих галузях вибирають компанії-лідери. Типи галузей прийнято розрізняти за стадіями розвитку.

1. Галузь, що народжується. Як правило, вона недоступна інвесторам, які бажають придбати акції компаній даної галузі. Переважно ці акції перебувають у власності приватних корпорацій, що не випускають акції на ринок. Проте галузь, що народжується, пізніше може перетворитися на будь-яку з перерахованих нижче.

2. Галузь, що зростає. Порівняно з рештою галузей характеризується постійним випередженням збільшення обсягів продажів і прибутків. Такі компанії називають компаніями зростання, а їх акції – акціями зростання. Особливу увагу слід звернути на те, що зростання цін на акції є недостатнім для того, щоб зробити їх акціями зростання. Необхідною і достатньою умовою є високий (вищий від середнього) темп зростання за кілька років.

3. Стабільна галузь. До такого типу належать галузі, для яких продажі і прибутковість є відносно стабільними навіть у період рецесії. Але не варто думати, що належність до цієї галузі «рятує» від зниження цін на акції, хоча зниження, ймовірно, буде не таким помітним. Як правило, компанії, що належать до стабільних галузей, мають достатні внутрішні резерви на час криз.

Акції, що належать до стабільних галузей, прийнято поділяти на кілька категорій: «голубі фішки», оборонні акції і прибуткові акції. До «голубих фішок» належать акції тих компаній, які демонструють прибутковість та виплачують дивіденди навіть у кризові періоди. За цим, як правило, стоїть монопольне становище на ринку, фінансова потужність і ефективний менеджмент. За оборонними, як і за прибутковими, акціями виплачуються високі доходи. Проте прибутковим акціям властиве незначне коливання як амплітуди цін, так і потенціалу зростання. Варто відмітити один парадоксальний, на перший погляд, факт, що на світових біржах акції компаній комунального господарства є одночасно «голубими фішками», оборонними і прибутковими. На противагу в Україні ця галузь знаходиться у стані повного розвалу.

4. Циклічна галузь. Акції компаній, що належать до цих галузей, перебувають під впливом ділового циклу. Не варто, проте, плутати їх з акціями, які залежать від сезонної активності.

5. Спекулятивна галузь. Для них характерна висока волатильність цін та неможливість проведення ґрунтовного аналізу динаміки курсів акцій.

6. Галузь, що занепадає. Йдеться про акції компаній, пов'язаних із виробництвом застарілої продукції і (або) застарілими технологіями.

Не варто забувати, що для диверсифікованих компаній, конгломератів необхідно проводити міжгалузевий аналіз.

Обмеженням цього методу аналізу є те, що дослідник не може бути впевненим у тому, що певна промисловість буде систематично проходити через 5 стадій, описаних вище. Промисловість може «перескочити» зі стадії початкового розвитку на стадію високого рівня зростання або припинити діяльність на стадії прискороного розвитку. Найбільша цінність дослідження промислового циклу розвитку полягає у можливості передбачення змін у промисловості, яку вивчає аналітик. Дослідження

цього циклу також застерігає аналітика від помилкового прогнозу доходів у далекому майбутньому.

Існує цілий спектр так званих курсоутворюючих чинників ринку акцій.

1. Макроекономічні чинники:
 - ✓ розвиток кон'юнктури ринку;
 - ✓ економічне зростання;
 - ✓ динаміка цін;
 - ✓ інвестиційний попит;
 - ✓ споживчий попит;
 - ✓ зовнішня торгівля;
 - ✓ валютний курс.
2. Мікроекономічні чинники:
 - ✓ динаміка прибутку компанії;
 - ✓ дивідендна політика;
 - ✓ прогноз рентабельності в майбутньому періоді;
 - ✓ рівень витрат;
 - ✓ ступінь завантаження замовленнями;
 - ✓ менеджмент;
 - ✓ можливість збуту.
3. Чинники ринку капіталів:
 - ✓ ліквідність інвестицій;
 - ✓ ставка відсотка за облігаціями;
 - ✓ прибутковість за іноземними інвестиціями;
 - ✓ оподаткування інвесторів.
4. Ринкові технічні чинники:
 - ✓ купівля для підтримки курсу;
 - ✓ купівля контрольного пакета акцій;
 - ✓ підвищення курсів після сильного зниження курсу;
 - ✓ спекулятивні маніпуляції.
5. Політичні чинники:
 - ✓ бюджетна політика;
 - ✓ податкова політика;
 - ✓ соціальна політика;
 - ✓ екологічний чинник.
6. Психологічні чинники (чутки, емоції, страх, оптимізм і т. ін.).

Вищеперелічені курсоутворюючі чинники вказують на те, що функція вартості акції є багатопараметричною, і це істотно ускладнює аналіз ринку.

До економічної активності залучено дуже велика кількість учасників, у ній обертается безліч різноманітних матеріальних і фінансових активів. Виміряти це за допомогою невеликого набору чисел – непросте завдання.

Для багатьох економічних параметрів важливим буває не стільки саме значення, скільки його зміна за певний проміжок часу. В економічній статистиці використовується кілька способів запису зміни кількісних параметрів.

Багато індикаторів економічної статистики, які публікуються в інформаційних системах, проходять попередню обробку, спрямовану на видалення сезонної зале-

жності (seasonality), яка може спотворювати тенденції економічного зростання. Сезонно вирівняні дані супроводжуються при публікації додатковим індексом SA (seasonally adjusted). Поряд із показником при публікації вказується, до якого періоду відноситься його значення: М – місяць, Q – квартал, Y – рік. Як правило, значення показника наводиться у вигляді його відношення до значення цього показника за відповідний період попереднього року; тоді воно супроводжується позначенням Y/Y. Відповідно Q/Q означає квартальні дані щодо попереднього кварталу, а M/M – дані за місяць щодо попереднього місяця.

На кожному фондовому майданчику світу розраховується цілий ряд показників (для кожної біржі свої), які називають фондовими індексами. Дані показники призначені для оцінки загального стану фондового ринку тієї або іншої країни. Як правило, вони розраховуються на підставі вартості акцій (для більшої достовірності – з урахуванням ринкової капіталізації), що входить до так званої розрахункової бази індексу⁹.

Існує 2 основних види показників:

1) серії середніх арифметичних наявних цін. Серії відображають зміни у курсах групи цінних паперів;

2) серії початкових ринкових вартостей усіх цінних паперів групи.

До першого виду належить індекс Доу–Джонса, який є одним із найдавніших та найпопулярніших індексів. Індекс Доу–Джонса є середнім арифметичним цін 30-ти акцій найбільших промислових компаній на Нью-Йоркській біржі, які є лідерами у своїх галузях промисловості. Це так звані «голубі фішки» (англ. «blue chips») – найбільш популярні акції основних компаній, які мають найбільш стабільний курс.

До другого виду показників належить індекс, який базується на середній початковій ринковій вартості цінних паперів певної групи і обчислюється як добуток кількості акцій в обігу на ринкову ціну акцій.

Ця початкова ринкова вартість встановлюється на основі базової вартості і позначається як індексна вартість. Найбільш часто вживана індексна вартість становить 100, але вона може мати й інші значення: 10 або 50.

Найбільш поширеними в світі фондовими індексами є:

«DJIA»¹⁰ (США);

«Standard&Poor's»¹¹ (США);

«NASDAQ»¹² (США);

«Value Line»¹³ (США);

«Russell 3000» Index¹⁴ (США);

«Wilshire 5000»¹⁵ (США);

«FTSE-30» Share Index¹⁶ (Великобританія);

⁹ Гитман Л. Дж. Основы Инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. – М. : Дело, 1997. – С. 118.

¹⁰ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.djaverages.com.

¹¹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.standardandpoors.com.

¹² [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.nasdaq.com.

¹³ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.valueline.com.

¹⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.russell.com.

¹⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : web.wilshire.com.

¹⁶ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.ft.com.

«FTSE 100» (Великобританія);
«FTSE Mid 250» (Великобританія);
«DAX 30»¹⁷ (Німеччина);
«CAC 40» (Франція);
«Nikkei 225»¹⁸ (Японія);
«TSE 300»¹⁹ (Канада);
«IPC» (Мексика);
«Bovespa» (Бразилія);
«Hang Seng» (Гонконг).

В Україні поширеними фондовими індексами є «УХ-індекс» (індекс Української біржі) та індекс «ПФТС» (індекс фондової біржі ПФТС). В Росії такими індексами є «MICEX» та «RTS» (індекси Московської біржі).

Після того, як зроблено огляд економіки і розглянуто перспективи різних галузей промисловості, наступним кроком аналізу є вивчення перспектив вкладення капіталу у цінні папери окремих компаній. Основна мета при цьому – зрозуміти суть фундаментальних характеристик компаній, щоб зробити висновок про прибутки й ризики від інвестування у цінні папери окремої компанії.

На ринку цінних паперів фундаментальні аналітики визначають, чи правильно, чи ні оцінені ринком цінні папери щодо ризику та майбутньої доходності. В рамках фундаментального аналізу на фондовому ринку застосовуються два методи оцінки інвестиційних якостей цінних паперів.

У першому випадку визначається внутрішня вартість цінного папера, яку потім порівнюють із ринковим курсом. В окремих випадках аналітик оцінює очікувану доходність цінного папера за відповідний період, яку порівнює з відповідною доходністю паперів-аналогів. Розмір майбутніх доходів аналітики визначають через прогноз обсягів продажів, витрат об'єкта інвестування, порівнюючи їх із галузевими показниками або показниками конкурентів. Деякі аналітики використовують співвідношення: ціна акції/прибуток, ціна акції/обсяги продажу, де відповідно порівнюють прибуток на одну акцію або обсяг продажу на одну акцію.

У другому випадку аналітики використовують оцінку однієї чи кількох фінансових змінних і також порівнюють їх. Наприклад, оцінюють можливі доходи на одну акцію в наступному році. Як правило, такий аналіз виконується на замовлення трейдерів і невідомий широкому загалові.

Фундаментальний аналіз дозволяє дізнатися про секрети компанії. Вони не лише характеризують динаміку курсу її акцій, а й дають змогу оцінити позиції компанії з різних точок зору²⁰.

Головне завдання вибору компанії для інвестування полягає в порівняльній оцінці і пошуку найкращої або найкращих компаній усередині однієї галузі, що зацікавила аналітика. Вибір галузі, таким чином, є первинним, дозволяючи вибрати

¹⁷ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : deutsche-boerse.com.

¹⁸ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://e.nikkei.com/e/app/fr/market/nikkeiindex.aspx>.

¹⁹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tmx.com>.

²⁰ Пейтел Э. Internet-трейдинг. Полное руководство / Э. Пейтел, П. Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. – С. 117.

найбільш перспективну бізнес-модель. Вибір же конкретної компанії націлений на пошук лідера галузі, «зірки», яка здатна найкращим чином реалізувати цю бізнес-модель. Коли купуються акції, купується бізнес-модель, яка, у свою чергу, приносить (або не приносить) дохід.

При інтересі до акцій компанії основою для вибору є мікроекономічний аналіз, який дозволяє зробити висновок про те, наскільки оцінена ринком та чи інша компанія. Якщо акція недооцінена, то вона може бути предметом купівлі; якщо ж значно переоцінена, то можна розглядати варіанти зайняття короткої позиції за нею.

При інтересі до облігацій компанії в першу чергу, оцінюється здатність компанії обслуговувати борг за облігацією.

Виділяють такі види аналізу компаній і корпорацій²¹:

- ✓ кількісний;
- ✓ якісний.

Кількісний аналіз пов'язаний із вивченням фінансової і бухгалтерської звітності діяльності компанії. Закінчення фінансового року у будь-якій індустріально розвинутій країні пов'язано з виходом фінансової звітності компаній та корпорацій за IV квартал і за рік загалом, що, очевидно, має значний вплив на фондовий ринок. Так, наприклад, недовіра інвесторів до фінансової та бухгалтерської звітності (що можна було спостерігати в США на початку 2002 р.) може призвести до «падіння фондових ринків». Але має місце і зворотна ситуація, тобто очікування виходу «доброї звітності» може привести до зростання котирувань акцій.

Що стосується якісного аналізу діяльності фірм, то його прийнято співвідносити з таким «невідчутним чинником», як менеджмент. Оцінку ефективності менеджменту відносно нарощування прибутковості, як правило, пов'язують з аналізом чистого прибутку на акцію протягом декількох попередніх років. Крім того, корисно звертати увагу на дані за доходом на акціонерний капітал, які вказують на ефективність менеджменту в проекції підтримки й підвищення прибутковості відносно акціонерного капіталу компанії. Очевидно, що зниження доходу на акціонерний капітал обумовлюється зниженням ефективності менеджменту, і, як наслідок, це може викликати відплив інвестицій, оскільки капітали акціонерів використовуються недостатньо ефективно.

Можна виділити дванадцять можливих етапів аналізу конкретного емітента:

1. Аналіз обсягів виручки (revenue), прибутку (income, profit) і грошових потоків (cash flow). Цікавити будуть також компанії з високим потенціалом зростання цих показників. Основою оцінки обсягів продажів повинні бути натуральні показники. Такі, наприклад, як обсяги продажів автомобілів, мобільних телефонів, кількість абонентів телефонних послуг.

2. Оцінка розмірів дивідендів, які платить компанія. Якщо вона платить високі дивіденди, які набагато перевищують не лише середньогалузевий рівень, а й безризикову ставку, це добре для консервативного портфеля, але може бути погано для агресивного. Високі дивіденди платять, як правило, ті компанії, які не можуть їх інвестувати у власний розвиток. Більше того, виплата дивідендів оподатковується, а

²¹ Коттл С. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок. – М. : Олимп-Бизнес, 2000. – С. 130.

значить, реально зменшує дохід акціонерів. Якби дивіденди залишилися у розпорядженні компанії і були б інвестованими, то податку на прибуток при цьому не виникло б. Високі розміри дивідендів також можуть говорити про слабкий топ-менеджмент, який не бачить подальших шляхів розвитку компанії.

3. Подивитися, як оцінює цінні папери ринок. Якщо вони ростуть (бичачий тренд), то, напевно, не варто йти проти тренда і продавати їх. Також не варто купувати папери, що містяться у ведмежому тренді.

4. Оцінити частку компанії на ринку. Чим більша частка компанії на ринку, тим стійкіша вона, а значить і її фінансовий стан. Ідеал – монопольне становище, якого прагне будь-який бізнесмен.

5. Оцінити диверсифікованість діяльності компанії. Чим більш диверсифікована діяльність, тим компанія стійкіша. Ще краще, коли товари або послуги, які відповідно випускає або надає компанія, містяться в протилежних бізнес-циклах. Тобто коли спад на ринку одного товару компенсується піднесенням на ринку іншого товару. Водночас висока диверсифікація є перевагою тільки для схильного до консервативних акцій інвестора. Для ризикованого ж інвестора висока диверсифікація є недоліком, оскільки не дає розкрити всі можливості очікуваного бурхливого розвитку однієї окремої галузі промисловості.

6. Оцінити стабільність прибутку. Для компаній «старої економіки» дуже важлива стабільність прибутку, яка є стандартним відхиленням показників прибутку щодо середнього значення за якомога більший період часу (бажано не менше 10 років).

7. Оцінити якість менеджменту. Історія знає багато прикладів, коли найкращу компанію розвалювали невмілі керівники. Наявність ринків збуту для продукції або послуг компанії і можливості для задоволення потреби в цій продукції / послугах не є запорукою успіху. Перш ніж купувати акції будь-якої компанії, необхідно переконатися, що її вищий менеджмент має ясні й прості плани (тактичні і стратегічні) щодо подальшого розвитку компанії. При цьому б було дуже непогано мати уявлення про те, чим займається компанія та оцінити думку керівництва. Оцінити менеджмент можна також за допомогою двох фінансових показників: динаміки кількості акцій у вищого менеджменту, а також величини заробітної плати та бонусів вищого менеджменту.

Так, якщо компанія працює збитково, а менеджмент компанії буквально купується у бонусах, це говорить про явну суперечність інтересів акціонерів і менеджменту.

8. Розрахувати показник відношення суми боргових зобов'язань компанії до чистого прибутку (середньої за період або за останній рік). Цей показник дасть можливість дізнатись, скільки часу потрібно компанії працювати, щоб погасити всі борги. Також необхідно виявити джерела фінансування зростання:

- ✓ за рахунок капіталізації прибутку (супроводжується, як правило, відсутністю або низьким рівнем дивідендів);
- ✓ за рахунок емісії акцій, інакше – розводнення «старого акціонерного капіталу»;
- ✓ за рахунок накопичення боргів.

Найкраще, коли розвиток компанії фінансується за рахунок капіталізації прибутку. Проте не завжди це є найбільш оптимальним шляхом. Зокрема, коли необхід-

ний швидкий стрибок у розвитку, а власних засобів, як правило, недостатньо, тоді приймається рішення щодо фінансування шляхом емісії акцій і (або) запозичення (кредити і облігації).

9. Оцінити ліквідність активів компанії, розділивши величину поточних активів компанії на величину поточних пасивів компанії.

10. Оцінити оборотність капіталу. Перевага віддається компаніям із високою оборотністю капіталу (відношення виручки до активів), оскільки зростання цього показника приводить до зростання прибутковості компанії.

11. Оцінити розмір компанії. Чим більша компанія, тим вона стійкіша. Таким чином, коли йдеться про облігації, розмір компанії є дуже важливим. Проте коли розглядається можливість придбання акцій, розмір компанії вже не такий важливий – розраховувати на стрімке зростання цін акцій великої компанії можна меншою мірою, ніж на зростання акцій дрібної компанії.

12. Оцінити бізнес-модель компанії. Бізнес-модель слід розуміти як сукупність корпоративної місії, потреб, що задовольняються компанією, обсягу і потенціалу ринку, мети компанії і розроблених нею заходів із завоювання та утримання ринку тощо.

Основні фінансові коефіцієнти і показники компаній містяться на деяких веб-сайтах у формі показників із сфери фундаментального аналізу компаній, їх називають «моментальним звітом» (snapshot report). Кожен фінансовий показник (або коефіцієнт) характеризує окремий аспект діяльності компанії. Загалом основні фінансові показники або коефіцієнти можна поділити на кілька великих груп: загальні дані (Descriptive), ринкові параметри (Price & Volume), очікуваний прибуток (Earnings Estimate), показники вартості (Valuation Ratios), інформація про дивіденди (Dividend Information), показники зростання (Growth Rates), показники фінансової стійкості (Financial Strength Ratios), показники доходності (Profitability Ratios), характеристика акцій (Share Related Items), інституційні інвестори (Institutional Ownership), інші показники (Other).

Після проведення кількісного і якісного аналізу можна ухвалити рішення щодо формування портфеля цінних паперів.

Вибрати акції, що відповідають запитам інвестора, недостатньо для досягнення мети. Попередній аналіз для визначення найбільш придатних акцій компаній є тільки першим кроком у роботі з управління наявними активами. Після того, як інвестор перевірив грошові активи у вибрані ним цінні папери, необхідно постійно проводити моніторинг ринку, загальних економічних тенденцій, руху ділового циклу і змін у державній політиці, щоб виявити відхилення від ситуації, що спонукали його інвестувати в ці активи.

7.3. Фундаментальний аналіз на ф'ючерсних ринках

Методика здійснення фундаментального аналізу біржової діяльності загалом та на ф'ючерсних ринках зокрема передбачає виконання деяких обов'язкових процедур, а саме:

- ✓ оцінку ринку даного товару, характеристику виробничого та споживчого потенціалу, виявлення можливих клієнтів;
- ✓ аналіз біржової кон'юнктури, оцінку співвідношення попиту та пропозиції, оцінки циклічності, обчислення показників ділової активності, показників обсягу і структури гуртового товарообігу;
- ✓ аналіз тенденцій та стійкості біржових цін, обчислення індексів цін, прогнози біржових цін;
- ✓ аналіз економічної ефективності біржової діяльності;
- ✓ оцінку стану та інфраструктури біржі.

Офіційним котируванням, або розрахунковою ціною (*official quotation, settlement price*), для кожної позиції на певний день є ціна, встановлена при закритті біржі, або середня ціна останніх декількох хвилин торгівлі контрактом (*settle*).

Наприклад, для Чиказької товарної біржі (CME Group), для кожної позиції такою ціною є середньоарифметичне значення максимальних і мінімальних цін за останні 30–60 секунд торгівлі. Ці котирування використовують для повідомлення цін поза біржею, а також для підрахунку депозитів та маржі і визначення цін ліквідації ф'ючерсів на випадок поставки реального товару.

Для абсолютної більшості ділових людей події на біржі, коливання курсів цінних паперів і товарів мають неабияке значення. Процес котирування курсів і цін на кожній біржі має свої особливості. Протягом усього періоду функціонування бірж котирувальні прийоми змінювалися. Розрахункову ціну визначали від середніх арифметичних значень попиту та пропозиції до фіксації цін укладених угод і курсів. В основу фіксації могло бути покладено, наприклад, час (перша угода – відкриття біржі, остання угода – закриття біржі).

Котирування має служити науково-пізнавальній меті. Воно дає невикривлену індивідуальними факторами або штучними засобами картину загальної оцінки фінансових активів та товарів, що обертаються на біржі в даний час. Продавець за допомогою біржових цін і курсів може визначити, скільки в даний момент коштують його товари, цінні папери і валюта. Котирування дозволяє широкому загалові контролювати ціни, що виставляються при розрахунках на позабіржовому ринку.

Професійний учасник ф'ючерсного ринку при укладанні угоди орієнтується, як правило, не на інтуїцію та щасливий випадок, а робить детальну оцінку ринку, моделює і прогнозує його розвиток. Маючи власні уявлення про перспективи, він ніколи не укладе невиправдано ризикових контрактів. Аналіз біржових цін та курсів відіграє надзвичайно важливу роль. Прогноз майбутнього руху котирувань є певним фактором при прийнятті рішень про відкриття чи закриття позиції. Активами ф'ючерсного контракту, як зазначалося у попередніх розділах, можуть бути сировинний товар, іноземна валюта, цінні папери, різні розрахункові індексні параметри.

Будь-який ринок базується на трьох складових – *попит, пропозиція та конкуренція*. В точці рівноваги попиту та пропозиції створюється зрівноважена ринкова ціна. Такою базовою ціною є ціна спот, або кеш, або ціна активу з негайною поставкою.

Фундаментальний, або загальний аналіз ринку, репрезентує метод визначення можливих змін ціни або курсу на основі інформації про попит та пропозицію. Опіраючись на теорію цін, фундаментальний аналіз враховує, що підвищення попиту підвищує ціни та курси і, навпаки, зниження попиту знижує ціни та курси.

Інституції, які займаються фундаментальним аналізом цін і курсів на ф'ючерсних ринках Заходу, уважно стежать за економічними, політичними та природними факторами, що впливають на співвідношення попиту та пропозиції.

На ринках сільськогосподарської сировини до таких факторів належать:

- ✓ величина врожаю (перспективи врожаю);
- ✓ обсяги запасів сільськогосподарської продукції;
- ✓ структура кормів;
- ✓ погодні умови;
- ✓ політика уряду щодо учасників цього ринку, виробників;
- ✓ участь держави як агента цього ринку.

В Україні такі дані відстежує Міністерство аграрної політики та продовольства і галузеві інститути національної академії аграрних наук України. Однак ці дані використовуються тільки для статистичних звітів та вирішення питань закупів урядом стратегічних запасів продовольства. З 2000 р. ґрунтовний аналіз сільськогосподарського ринку здійснює Державна служба статистики України. З результатами цього аналізу можна ознайомитися на веб-сайті (www.ukrstat.gov.ua).

На зарубіжних товарних ф'ючерсних ринках, особливо на ринках сезонної сільськогосподарської сировини, трейдери (спекулянти і хеджери) приймають рішення щодо купівлі-продажу, аналізуючи фундаментальні фактори, що ймовірно формують зміни цін. Вони звертаються до аналітиків-фундаменталістів (представників фундаментального аналізу), які після оцінки загальних макроекономічних показників, про які ще йтиметься, особливу увагу на даному ринку звертають на тенденції зміни сезонних цін. Ці зміни фіксуються на нормальних та інвертних ринках. За умови нормального ринку пшениця, наприклад, продається за найнижчими цінами в липні-серпні, в період збирання врожаю, і за найвищими цінами – з грудня до весни.

Представник фундаментального аналізу, що обслуговує учасників ф'ючерсних зернових ринків, вивчає і тлумачить ринок. Він аналізує попит і пропозицію, тенденцію зміни сезонних цін. Найбільш впливовим фактором, що дозволяє достовірно прогнозувати майбутні ціни, є визначення *балансу попиту та пропозиції*. Для цього використовуються статистичні дані про виробництво, замовлення уряду та регіонів. Достовірність цих даних перевіряє аналітик. Аналітик-фундаменталіст навіть на інформаційно ефективних ринках щодо кількості та якості інформації, яка публікується в пресі та спеціальних статистичних бюлетнях, завжди перевіряє її. Особливо важливо мати точні відомості щодо даних про закупи, які збирається зробити уряд.

При формуванні загальної пропозиції беруться до уваги три фактори:

- ✓ прогнозовані обсяги нового врожаю (площі, врожайність тощо);

- ✓ залишки старого врожаю;
- ✓ можливий імпорт.

При аналізі залишків врожаю зернових враховується кількість великої рогатої худоби, свиней, бройлерів та заморожених туш. При аналізі залишків замороженого концентрату апельсинового соку або, наприклад, бекону враховується вартість зберігання та інвентарна вартість на складах. На тенденції коливання цін на худобу і м'ясо впливає тривалість строку відгодівлі, наявність та якість кормів, собівартість тощо.

У формуванні загального попиту аналітики фундаментального аналізу виділяють два фактори:

- ✓ внутрішнє споживання;
- ✓ можливий експорт.

Особливу увагу аналітики звертають на товари, ціни на які регулює уряд. Фундаменталісти завжди уважно відстежують, скільки цих товарів є в резерві уряду, на які з них уряд виділяє позику. Врахувавши цей аспект (субсидії), аналітики можуть точніше встановити баланс вільного попиту і пропозиції.

Ціни на сільськогосподарську продукцію мають певну *сезонну модель*. Наприклад, для зернових впродовж року є два цикли зростання і один цикл спаду цін. Свої цикли мають ринки інших сировинних товарів. Однак сезонні цінові моделі можуть руйнуватися під впливом екстраординарних факторів, таких як значний експорт або імпорт, стихійні лиха, зміни на ринку праці тощо.

Важливим фактором для фундаментального аналізу є *рівні цін*, що стають вирішальними у спекулятивній грі на підвищення або зниження цін. Щоб визначити, чи завищена чи занижена ціна на даний момент, необхідно ціни порівняти. Фундаменталісти ф'ючерсних сировинних ринків використовують три види таких порівнянь:

- 1) спостереження за рівнем цін з урахуванням поточної ставки позики уряду;
- 2) порівняння рівня цін з минулими періодами за подібних умов;
- 3) порівняння цін на новий урожай з цінами на старий врожай і цінами конкурентних товарів.

Аналіз цих ринкових факторів, їх різноманітних комбінацій дозволяє аналітикам визначити *тип ринкової ситуації*. Вони визначають дефіцит загальної пропозиції, перевищення попиту чи його надлишок. В умовах глобалізації економіки такий аналіз проводять міждержавні інституції загалом на світовому ринку. Так, фахівці Світового банку в кінці ХХ ст. прогнозували колосальний дефіцит зерна та продовольства на початок третього тисячоліття, що мало викликати суттєве зростання цін на продукти харчування. Поки що їх прогнози не зовсім підтверджуються, хоча стихійні лиха у багатьох частинах земної кулі одночасно, які нищать врожаї та худобу, можуть внести свої зловісні корективи і призвести до їх підтвердження.

Внаслідок несприятливих погодних умов можливе пошкодження врожаїв і їх суттєвий вплив на рівень цін, руйнацію балансу попиту та пропозиції, тобто погодні фактори для фундаменталістів сировинних ринків є основними. Крім цього, слід враховувати ситуацію на фінансових ринках: інфляція піднімає рівень цін на сільськогосподарську продукцію, дефляція, навпаки, знижує їх.

Ф. Хорн²², дослідник і аналітик ф'ючерсних ринків США, систематизував правила фундаментального аналізу, які можна використати і в Україні для прогнозування майбутніх цін на зерно, цукор, м'ясо тощо. Ось ці правила:

- ✓ Аналітик визначає **повний (загальний) баланс попиту і пропозиції**. Він враховує всі фактори, про які йшлося досі. Визначає динаміку зміни залишків, порівнює рівень цін та ринкову ситуацію з минулими періодами.
- ✓ Аналітик визначає **баланс вільного попиту і пропозиції**. Для цього він виявляє надлишок або штучний дефіцит. Визначає кількість, яку уряд має купити або продати для ліквідації дефіциту або збалансування попиту і пропозиції. Обчислює можливі знижки або премії на державні позики (порівняно з минулими періодами).
- ✓ Аналітик повинен розглянути **сезонні тенденції**, перевірити відповідність ціни логічним тенденціям. Аналітик приймає рішення про відкриття позицій на ф'ючерсних ринках лише за умови чіткої цінової тенденції або якщо на ринку діє особливий фактор.
- ✓ Аналітик спостерігає за **рівнем цін**, повідомляючи про надто високий чи низький показник порівняно з минулим періодом, про порушення нормальної цінової ситуації, про можливий протилежний рух цін незалежно від цінової ситуації.
- ✓ Аналітик враховує **дію спеціальних факторів** (природні катаклізми, разові значні закупівлі тощо).

Порівняно з фондовим ринком, де фундаментальний аналіз громіздкий і трудомісткий, валютний та товарний ринки більш прогнозовані. Щодо валюти, то вказані фактори, що впливають на утворення валютного курсу, постійно публікуються, аналізуються, поширюються і дозволяють відносно точно передбачати напрями трендів. Однак і на цьому ринку велика кількість потужних спекулянтів валютою часто призводить до несподіванок: різких коливань основних валют або конкретної валюти, проти якої вони діятимуть на ринку.

У свою чергу, неспроможність урядів країн призупинити негативні тенденції на фінансових ринках, а тільки заяви про можливість зробити це, не дезінформують аналітиків-фундаменталістів. Вони, як правило, реально оцінюють динаміку відсоткових ставок і, загалом, основні напрями розвитку економіки, розглядаючи фундаментальні фактори на валютному ринку в обопільному зв'язку: вплив конкретного фактора на офіційну облікову ставку і стан економіки країни.

Неабияку роль у такому аналізі відіграє додаткова оцінка, а саме очікування та реакція ринку. Аналітики постійно стежать за ринком, за повідомленнями центральних банків, емітентів, фінансових посередників, інвесторів і фіксують вплив певного фундаментального фактора на цінову динаміку. Велике значення тут мають і неофіційні дані, які поширюються швидше, ніж офіційні, підтверджуються або ні, але також викликають на ринку суттєві зміни.

Ринок строкових (ф'ючерсних) контрактів – це ринок нестабільної кон'юнктури. На співвідношення попиту та пропозиції впливає безліч факторів як економічного, так і суто психологічного характеру.

²² Horn F. F. Trading in Commodity Futures / F. F. Horn, R. E. Fink. – New York : Institute of Finance, 1984. – 217 p.

Фундаментальний аналіз включає вивчення та аналіз загальноекономічних тенденцій ринку реальних товарів, цінних паперів, валюти, встановлення факторів та прихованих взаємозв'язків, що впливають на його розвиток. На рівень цін та курсів впливають як довгострокові, так і короткострокові прогнози зміни цін і курсів.

Аналіз короткострокових тенденцій на Заході використовує більшість інвесторів. Неабияку роль у цьому процесі відіграє вчасно отримана інформація. За біржовими бюлетенями аналізується бруто та нетто-обіг, різниця між попитом та пропозицією, процес торгів. На основі цього аналізу можна передбачити тактику поведінки на біржі на наступний день. При фундаментальному аналізі використовуються дані, що публікуються в пресі, причому фінансові аналітики, як правило, перевіряють їх.

Фундаментальний аналіз на ф'ючерсних ринках складається з таких етапів:

1. Визначається співвідношення ціни на конкретний актив з минулорічною, перевіряється тенденція до зростання або спаду.

2. Визначаються сезонні чи пов'язані з іншими факторами коливання цін або курсів. Наприклад, курс цінних паперів у період масової емісії або ціна пшениці в період збирання врожаю тощо.

3. Порівнюються ціни внутрішнього ринку та світові ціни. Загальний рівень цін у країні – це економічний показник, що впливає на зміну цін конкретних товарів. Таким аналізом виробники цукру в Україні у 1996 р. знехтували, що призвело до різкого зниження цін на цей товар, оскільки основним орієнтиром була висока внутрішня ціна, тоді як світова ціна свідчила про чітку тенденцію до зниження.

4. Перевіряється наявність товарів-замінників, здатних конкурувати з даним активом.

5. Визначається рівень монополізації ринку, адже монопольна ціна – найвища і, як правило, без економічних обґрунтувань.

6. Перевіряється вплив міжнародних подій на ринок активу, визначається рівень державного регулювання цього ринку.

7. Визначається інфляційне очікування для даного активу, оскільки інфляція спричинює такий рух цін на товар, цінні папери, валюту, нехтувати яким неможливо. У період гіперінфляції в Україні єдиним товаром, на який зростала ціна, був високоліквідний долар США, який, проте, на міжнародних валютних ринках у той час дешевшав відносно японської єни.

Здебільшого фундаментальний аналіз є швидше якісним, ніж кількісним, він дозволяє визначати сигнали про початок певних тенденцій та їх спрямування.

Довгостроковий прогноз цін та курсів (ф'ючерсних) більш складний. Аналізуються макроекономічні показники та їх динаміка. Ось найважливіші з них:

- ✓ модель державного регулювання;
- ✓ прогноз внутрішніх та зовнішніх політичних подій;
- ✓ державні пріоритети розвитку;
- ✓ поточний рівень інфляції;
- ✓ платіжний (торговельний) баланс експортно-імпортних операцій;
- ✓ бюджетний дефіцит та запланована грошова емісія;
- ✓ формування валютного курсу іноземних валют, вартість національної грошової одиниці;

- ✓ рівень кредитних ставок на кредитному ринку;
- ✓ рівень промислового виробництва;
- ✓ структура державного боргу;
- ✓ валютні резерви Національного банку;
- ✓ середня заробітна плата та вартість споживчого кошика;
- ✓ рівень безробіття;
- ✓ система соціального захисту (пенсії, виплати на безробіття);
- ✓ система оподаткування;
- ✓ режим іноземного інвестування тощо.

У період глобалізації відкритих всьому світові фінансових ринків (ф'ючерсних, біржових) великі колектори капіталу (пенсійні фонди, інвестиційні фонди та компанії, промислово-фінансові корпорації, банки, страхові компанії) миттєво переміщують свої кошти туди, де умови стають сприятливими.

Якщо рівень інфляції та банківські відсотки зростають, емісійні банки намагаються запобігти цьому. Надмірне зростання (або спад, як в Україні) зарплати та цін змушує банки вилучати частину грошей з обігу і підвищувати відсоткові ставки за кредити. Проте зростання цих відсотків надто негативно впливає на ринок, у т. ч. на курси валют, цінних паперів та похідних фінансових інструментів, які одразу ж сигналізують про спад.

Таке, здавалося би, позитивне явище, як зміцнення національної грошової одиниці відносно іноземної, призводить до подорожчання товарів на зовнішніх ринках, часом настільки значного, що великі підприємства та навіть цілі галузі стають неконкурентними. Тому є таке правило у біржовиків: *чим слабша валюта країни, тим вищі курси цінних паперів її виробників та споживачів, тим сильніша фондова біржа.*

Для становлення ф'ючерсних ринків в Україні повинні з'явитися і вже з'являються інституції, що займуть місце аналітиків на цьому ринку. Адже багато галузевих науково-дослідних інститутів мають кадровий потенціал, вміють опрацювати таку інформацію, однак поки що її покупцями є економічні засоби масової інформації. При нормальному оволодінні технікою укладення ф'ючерсних угод на товарних та фондових біржах покупцями такої інформації стануть біржовики і сама біржа, фінансисти великих компаній, фермерські асоціації тощо. Саме їм потрібен тривалий ціновий прогноз, без нього неможливий відносно стабільний бізнес, мінімальні ризики, інвестиційна діяльність.

Джерелом інформації для індивідуальних інвесторів, які сьогодні є основними учасниками ринків, зокрема ф'ючерсних, є інтернет-брокери, а також інформація аналітичних та консалтингових фірм, провідних інвестиційних банків, інвестиційних фондів. Аналіз ринку, правову та фінансову інформацію, список учасників можна знайти на сайтах бірж.

7.4. Фундаментальний аналіз валютного ринку

Валютний ринок – це сукупність конверсійних операцій із купівлі-продажу іноземної валюти на конкретних умовах (сума, обмінний курс, період) із датою валютування, які здійснюються між учасниками валютного ринку. Відносно конверсійних операцій в англійській мові прийнятий стійкий термін «Foreign Exchange Operations», скорочено «FOREX», або «FX».

Серед основних факторів, що впливають на обмінні курси валют, варто відмітити такі:

- ✓ збалансованість взаємних платежів;
- ✓ стан економіки;
- ✓ прогнози, зроблені на підставі графіків технічного аналізу;
- ✓ політичні і психологічні фактори.

Головним фактором, який визначає теперішній момент на ринку FOREX, можна вважати переміщення капіталу між державами (оскільки на них припадає найбільший обсяг конверсійних операцій). До того ж такі фактори, як інфляція або рівень основної облікової ставки, також здатні істотно впливати на вартість валют. При цьому слід пам'ятати, що держава завжди «стоїть за спиною валюти». Держава здійснює свій вплив двома шляхами. Перший із них – це контроль, другий – так звані валютні інтервенції. Валютний контроль утримує громадян від необачних вчинків, які можуть негативно вплинути на ціни. Інтервенція – це купівля-продаж великих обсягів валюти для того, щоб підвищити або, навпаки, понизити її вартість на ринку FOREX.

Всі вищеперелічені фактори здатні викликати раптові і часом драматичні повороти ринку, якщо в них що-небудь несподівано й істотно змінюється. Це є основним поясненням того, що іноді лише очікування економічних змін може вплинути на зміни ринку більше, ніж самі зміни. Діяльність менеджерів великих і скоординованих фінансових фондів також здійснюють істотний вплив на рух ринку FOREX. Незважаючи на те, що кожний із них має можливість діяти за власним розсудом, всі вони, як мінімум, достатньо поінформовані про особливості графіка руху за кожною з основних валют на ринку FOREX. Коли графік руху валюти досягає якогось ключового рівня (силового рівня), поведінка ринку FOREX стає технічно прогнозованою і відповідно реакція менеджерів великих фінансових фондів стає передбаченою і, як часто буває, однаковою або схожою. В результаті відбувається раптовий та потужний стрибок цін. При цьому істотні обсяги капіталів виявляються вкладеними в одні і ті самі позиції.

Неабияку роль у такому аналізі відіграє додаткова оцінка, а саме сподівання та реакція ринку. Аналітики постійно стежать за ринком, за повідомленнями центральних банків, емітентів, фінансових посередників, інвесторів і фіксують вплив певного фундаментального фактора на цінову динаміку. Велике значення тут мають і неофіційні дані, які поширюються швидше, ніж офіційні, підтверджуються або ні, але також викликають на ринку суттєві зміни.

На валютний ринок, як і на будь-який інший ринок, відчутний вплив мають новини. На валютних ринках новини історично прийнято розділяти за ступенем важливості. Як правило, новини за цим показником ділять на три групи²³.

²³ Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 68.

Перша група:

- ✓ вибори президента і парламентські вибори. Співвідношення курсу національної валюти з передвиборною програмою й реальним станом справ після виборів;
- ✓ еволюція валового внутрішнього продукту (ВВП). Зростання ВВП призводить до зростання курсу національної валюти;
- ✓ зміна основних процентних ставок. Із зростанням основної облікової ставки відбувається зміцнення курсу національної валюти;
- ✓ дефіцит (профіцит) торгового і платіжного балансу. Зростання дефіциту (профіциту) призводить до зниження (зміцнення) курсу національної валюти;
- ✓ дані щодо грошової маси. Збільшення грошової маси обумовлює падіння курсу. Проте іноді обмежена емісія призводить до підвищення основних процентних ставок, що спричиняє зміцнення курсу національної валюти;
- ✓ інфляційні показники: індекс споживчих цін та індекс оптових цін. Зростання інфляції призводить до зниження курсу національної валюти;
- ✓ інформація про зайнятість і безробіття в країні. При підвищенні рівня безробіття в країні (вище за рівень 3–7% від працездатного населення) курс національної валюти знижується.

Друга група:

- ✓ індекс промислового виробництва. Зростання індексу приводить до зміцнення курсу національної валюти;
- ✓ індекс виробничих цін. Простежується зворотна залежність, тобто збільшення індексу приводить до зростання курсу національної валюти;
- ✓ індекс роздрібних продажів. Приріст індексу приводить до зміцнення курсу валюти;
- ✓ величина роздрібних продажів. Спостерігається пряма залежність, тобто збільшення значення роздрібних продажів приводить до посилення курсу національної валюти;
- ✓ індикатор житлового будівництва. Зростання індексу приводить до зміцнення курсу національної валюти;
- ✓ кількість замовлень на виробництво. Збільшення замовлень спричиняє за собою підвищення курсу національної валюти.

Третя група:

- ✓ фондові індекси («DJIA», «S&P 500», «FTSE 100», «Nikkei 225» і т. ін.). Ситуація подвійна. З одного боку, зростання цих індексів може обумовлюватися зміцненням курсу національної валюти. З іншого – вони самі можуть спричинити зміну курсу валюти;
- ✓ динаміка розміщення державних облігацій (T-bonds, T-bills). Як правило, збільшення попиту на державні цінні папери супроводжується зростанням курсу національної валюти;
- ✓ форвардні курси валют;
- ✓ ф'ючерсні курси валют;
- ✓ депозитні ставки;
- ✓ ефективний обмінний курс.

Загалом всі фундаментальні чинники впливу на національну валюту можна оцінити з двох точок зору:

- ✓ в якому стані перебуває національна економіка країни, що знаходить своє віддзеркалення в динаміці ВВП країни й інших макроекономічних показників;
- ✓ як ця новина вплине на вартість грошових коштів, облікову і ринкову ставки.

За будь-якою зміною валютного курсу стоять реальні операції з валютними активами, які забезпечують рух капіталів. Отже, необхідно більш детально познайомитися і розібратися з тими економічними інститутами, які безпосередньо мають можливість «управляти валютними резервами».

Не викликає сумніву, що в рамках державної структури особливе місце займають центральні банки. Володіючи найбільшими грошово-валютними засобами порівняно з рештою національних комерційних банків, центральні банки мають можливість проводити і контролювати кредитно-грошову політику. Тому ринки завжди дуже уважно стежать не тільки за економікою, а й за статистикою фінансів основних торгуючих країн, намагаючись передбачити за ними дії центральних банків.

Сьогодні в світі прийнято виділяти такі найбільші центробанки, які мають найвідчутніший вплив на динаміку валютних курсів²⁴:

- ✓ Федеральна резервна система (ФРС) США (UFR – US Federal Reserve);
- ✓ Європейський центральний банк (ECB – European Central Bank);
- ✓ Банк Англії (The Bank of England);
- ✓ Банк Японії (BOJ – Bank Japan);
- ✓ Бундесбанк Німеччини (BiBa – Deutsche Bundesbank);
- ✓ Національний банк Швейцарії (SNB – Swiss National Bank);

Разом із центробанками, в структурі держави варто виділити окрему групу організацій, що мають значний вплив на валютний ринок:

- ✓ Казначейство США;
- ✓ Міністерство фінансів Німеччини;
- ✓ Міністерство фінансів Великобританії;
- ✓ Міністерство фінансів Франції.

Центробанки спільно з урядом розробляють і здійснюють грошово-кредитну політику країни. Прийнято вважати, що основними функціями будь-якого центробанку є встановлення правил проведення валютних операцій і контроль за їх виконанням, проведення грошово-кредитної політики, спрямованої на захист економічних інтересів країни й на підтримку валютного ринку. Ці функції, як правило, здійснюються такими методами:

- ✓ встановлення офіційного валютного курсу;
- ✓ регулювання основної облікової ставки, процентних ставок за депозитами в національній валюті і норми резервування;
- ✓ проведення валютних інтервенцій, тобто купівля або продаж значних обсягів валют на ринку, що завжди значно впливає на курс національної валюти;
- ✓ управління валютними резервами.

Разом із валютними інтервенціями, які в сучасних умовах відіграють не останню роль для динаміки курсу національної валюти, центробанки широко застосовують метод регулювання основних процентних ставок. Існують три види основних процентних ставок²⁵:

²⁴ Форекс. Электронное руководство для успешной торговли на валютном рынке. ForexSwiss.com. – Швейцария, Цюрих, 2001. – С. 22.

²⁵ Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб. : Питер, 2005. – С. 91.

- ✓ Discount Rate – основна облікова (дисконтна) ставка. Процентна ставка, під яку Центробанк кредитує комерційні банки. Чим вища ця ставка, тим більший інтерес до неї виявляють іноземні інвестори;
- ✓ Repo Rate – ставка репо. Вона використовується центробанками в операціях з комерційними банками й іншими кредитними інститутами при купівлі (обліку) державних казначейських зобов'язань. За допомогою цієї ставки Центробанки здійснюють регулювання позикових капіталів (Fed Funds – це ставка репо в США);
- ✓ Lombard Rate – ломбардна ставка. Процентна ставка Центробанку під заставу нерухомості, золотовалютних цінностей при видачі кредитів комерційним банкам.

Жоден з індикаторів економіки і фінансів не має такого значення для відстежування динаміки валютних ринків, як процентні ставки. Процентний диференціал (Interest Rate Differential), тобто різниця процентних ставок, які діють за двома валютами – це головний чинник, який безпосередньо визначає відносну привабливість цих валют, а отже, і можливий попит на кожну з них. Чим більша процентна ставка за даною валютою порівняно з іншими валютами, тим більше іноземних інвесторів хоче купити дану валюту, щоб розмістити засоби на депозит під високу процентну ставку. На грошовому ринку кожної країни діє багато видів процентних ставок: ставки, під які банки позичають гроші один у одного (ставки міжбанківського запозичення Interbank Offered Rate); процентні ставки, що визначають прибутковість державних цінних паперів (Government Bonds Yields); процентні ставки, під які банки видають кредити своїм клієнтам (Lending Rates); процентні ставки, під які комерційні банки залучають гроші на депозити (Deposit Rates). Усі ці ставки пов'язані між собою і визначаються тією офіційною процентною ставкою, яку встановлює центральний банк.

Виникає очевидне питання: що відбувається при зміні основних процентних ставок? Зменшення їх призводить до підвищення ділової активності, але водночас збільшується інфляція. Як наслідок, зниження основних процентних ставок призводить до ослаблення курсу національної валюти. Справедливе і зворотне твердження, тобто підвищення процентних ставок призводить до зниження ділової активності, зниження інфляції і, як наслідок, до подорожчання національної валюти²⁶.

Інфляція є найважливішим показником розвитку економічних процесів, а для валютних ринків – одним із найбільш істотних орієнтирів. З погляду валютного ринку, вплив інфляції сприймається через її зв'язок із процентними ставками. Оскільки інфляція змінює співвідношення цін, то вона змінює і реальні вигоди від доходів, за фінансовими активами. Цей вплив прийнято вимірювати за допомогою реальних процентних ставок (Real Interest Rates), які, на відміну від звичайних (номінальних, Nominal Interest Rates) процентних ставок, враховують знецінення грошей, що відбувається через загальне зростання цін.

Крім того, рівень інфляції є найважливішим показником «здоров'я» економіки, а тому він ретельно відстежується центральними банками. Засобом боротьби з інфляцією є підвищення процентних ставок. Через наявність цього тісного зв'язку валютні ринки пильно стежать за індикаторами інфляції²⁷.

²⁶ Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб. : Питер, 2005. – С. 96.

²⁷ Иванов Ю. А. FOREX : уч. пособ. / Ю. А. Иванов. – М. : ОМЕГА-Л, 2005. – С. 61.

Кількість грошей, що перебувають в обігу (Money Supply), є ще одним з істотних чинників, що формують валютний курс. Надлишок однієї валюти створить підвищену пропозицію її на міжнародному валютному ринку і викличе зниження її курсу стосовно інших валют. Відповідно дефіцит валюти, за наявності попиту на неї, призведе до зростання курсу.

Показниками, що вимірюють кількість грошей в обігу, є так звані грошові агрегати (Monetary Aggregates), які враховують кількість грошей різних видів, характеризуючи і структуру грошової маси.

Як йдеться в давній східній мудрості, капітал полохливий, мов сарна. В умовах глобалізації і відкритих усьому світові фінансових ринків великі колектори капіталу (пенсійні фонди, інвестиційні фонди та компанії, страхові компанії, банки, промислово-фінансові корпорації) миттєво пересувають свої капітали туди, де умови стають сприятливими.

Якщо рівень інфляції та банківські відсотки зростають, емісійні банки намагаються запобігти цьому. Надмірне зростання зарплати і цін змушують банки вилучати частину грошей з обігу й підвищувати відсоткові ставки за кредитами. Проте зростання цих відсотків надто негативно впливає на ринок, у тому числі на курси валют, цінних паперів та похідних фінансових інструментів, які одразу ж сигналізують про спад.

Таке, здавалось би, позитивне явище, як зміцнення національної грошової одиниці відносно іноземної, призводить до подорожчання товарів на зовнішніх ринках, часом настільки значного, що великі підприємства і навіть цілі галузі стають неконкурентоспроможними. Тому є таке правило у біржовиків: чим слабша валюта країни, тим вищі курси цінних паперів її виробників та споживачів, тим сильніша фондова біржа.

Правильно зрозуміти значення змін економічних індикаторів і оцінити їх наслідки для валютних ринків неможливо без урахування циклічної поведінки економіки. Відомо, що розвиток економічних процесів носить циклічний характер: зростання обов'язково супроводжується спадом, за яким слідує відновлення й нове зростання. Одна і та ж зміна конкретного індикатора може мати абсолютно різний економічний зміст залежно від того, на якій стадії економічного циклу вона спостерігається. Очікуваний вплив такої зміни на валютний курс може бути протилежним, оскільки фінансова влада спостерігає за станом економіки й ухвалює регулюючі рішення з врахуванням її циклічної поведінки.

Економічний цикл (Economic Cycle), або бізнес-цикл (Business Cycle), є природною формою розвитку економіки. Розглядаючи динаміку економічного розвитку, виділяють три основні фази²⁸:

- ✓ **рецесія (Recession)** – зниження ділової активності, падіння виробництва, рівня зайнятості і доходів, за ступенем падіння економіки розрізняють кризу і депресію;
- ✓ **відновлення (Recovery)** – піднесення економічної активності, зростання ринкової кон'юнктури, зростання виробництва після його падіння до колишніх рівнів;

²⁸ Лиховидов В. Н. Фундаментальний аналіз мирових валютних ринків: методи прогнозування и прийняття рішень / В. Н. Лиховидов. – Владивосток, 1999. – С. 117.

✓ **розвиток (Expansion)** – продовження зростання економіки після стадії відновлення, як правило, до досягнення нового максимуму виробництва.

Кожний економічний індикатор демонструє циклічну поведінку. Потрібно лише враховувати індивідуальні особливості циклів цих індикаторів.

Залежно від природи індикаторів і їх зв'язку із загальною економічною динамікою прийнято виділяти проциклічні індикатори (хід яких збігається із загальним напрямом економічного зростання), протициклічні (які спрямованні проти загального зростання) і ациклічні (поведінка яких мало змінюється всередині циклу).

В США існує спеціальна неурядова дослідницька організація, Національне бюро економічних досліджень (NBER – National Bureau of Economic Research), яка займається відстежуванням економічних циклів та визначенням їх поворотних точок. В Україні подібні функції виконує Національний інститут стратегічних досліджень, що є базовою науково-дослідною установою аналітико-прогнозного супроводження діяльності Президента України.

В умовах нормального розвитку економіки (відсутність криз, кардинальних політичних перестановок, природних катаклізмів і т. ін.) важливу роль займають так звані макроекономічні індикатори, які, очевидно, і є очікуваними новинами.

При аналізі системи макроекономічних показників й індикаторів особливу увагу необхідно звернути на параметр часу. Дана обставина пов'язана з тим, що на різних тимчасових інтервалах один і той самий макроекономічний індикатор може по-різному впливати на обмінний курс національної валюти. Так, наприклад, зростання виробничих та промислових цін, яке вказує на інфляційний тиск, призводить до послаблення курсу національної валюти в короткостроковій перспективі. Проте, незважаючи на це, в середньостроковій і довгостроковій перспективі це зростання, за умови очікування майбутнього підвищення основних процентних ставок може призвести до зміцнення курсу національної валюти. Крім того, деякі індикатори (наприклад, Jobless Claims, Consumer Credits) можуть спотворюватися такими чинниками, як федеральні та місцеві свята.

Таким чином, абстрагуючись від короткострокових коливань у динаміці курсів національних валют, займатимемося аналізом причин руху капіталів, економічного розвитку країн та спрямованості майбутньої можливої зміни грошово-кредитної політики і т. ін.

Говорячи про попит та пропозицію на валюту, необхідно завжди мати на увазі реальні операції з валютними активами, які забезпечують рух капіталу, фондових активів, товарів і послуг між країнами, іншими словами, реальні або очікувані вартості. У зв'язку з цим прийнята така класифікація економічних показників та індикаторів²⁹.

1. Показники руху капіталів між країнами, тобто платіжний і торговий баланс:

- ✓ торговельний баланс;
- ✓ баланс поточних рахунків;
- ✓ баланс капітальних рахунків;
- ✓ платіжний баланс.

²⁹ Форекс. Електронне керівництво для успішної торгівлі на валютному ринку. ForexSwiss.com. – Швейцарія, Цюрих, 2001. – С. 40.

Звіти за платіжним і торговим балансом виявляють точні дані за рухом валютних активів між країнами. Вони показують, скільки засобів надійшло до країни за експорт товарів і послуг, продаж акцій та облігацій іноземним інвесторам при купівлі Центробанком валютних резервів, і скільки засобів було витрачено на імпорт, фондові активи і т. ін. Головною перевагою цих звітів є деталізація, тобто при аналізі можна виявити всі процеси, що відбувалися, зміна інтересу інвесторів до тих або інших активів. Проте є й недолік – сильне запізнювання вихідних даних щодо часу проходження процесів: європейські інвестори купують американські акції в травні, а інформація про це публікується тільки у вересні.

2. Індикатори стану фінансових ринків, що визначають інтерес до руху основних мас капіталу між країнами:

- ✓ фондові індекси (аналіз динаміки);
- ✓ поточні прибутковості державних цінних паперів (як правило, інтерес викликають папери з терміном 6 місяців, 2 роки, 10 і 30 років);
- ✓ прибутковість за вкладеннями в банківські депозити (депозитні ставки за євро в банках Німеччини, Франції; за доларом у банках США і т. ін.);
- ✓ рівень процентних ставок за кредитами;
- ✓ значення форвардних і опціонних валютних курсів на 3 місяці, півроку і рік наперед.

Аналіз цих показників дає інвестору оцінку порівняльної привабливості різних видів фінансових інструментів. Іншими словами, можна отримати відповідь на питання: в що вигідніше вкладати гроші? Особливу увагу необхідно звернути на той факт, що сьогодні придбання фінансових активів становить близько 80% від загального руху валютних мас між розвинутими країнами. Отже, вміння спрогнозувати привабливість для потенційних інвесторів (щодо надійності і прибутковості) дозволяє з великим ступенем імовірності передбачити майбутню динаміку курсу відповідної національної валюти.

3. Показники макроекономічного розвитку, внутрішнього попиту й споживання, виробництва, цін³⁰:

1) індикатори макроекономічного розвитку країн:

- ✓ ВВП;
- ✓ обсяг державних витрат і дефіцит бюджетних рахунків;
- ✓ індекс промислового виробництва;
- ✓ індекс використання виробничих потужностей;
- ✓ обсяг промислових замовлень;
- ✓ промислові запаси;
- ✓ замовлення на товари тривалого користування;
- ✓ продуктивність праці;
- ✓ роздрібні продажі;
- ✓ обсяг споживчих кредитів;
- ✓ особисті витрати;
- ✓ особисті доходи;
- ✓ рівень особистих заощаджень;

³⁰ FOREX. Учебник по валютному дилингу. – Los Angeles – California : ROYALFOREX, 2001. – С. 18.

- ✓ обсяг комерційного кредиту;
- ✓ обсяг кредитів під нерухомість;
- 2) дані щодо будівництва:
 - ✓ кількість будинків, що будуються;
 - ✓ кількість виданих дозволів на будівництво;
 - ✓ продажі нових будинків;
 - ✓ продажі на вторинному ринку житла;
 - ✓ витрати на будівництво;
- 3) індикатори інфляції³¹:
 - ✓ індекс споживчих цін;
 - ✓ індекс промислових цін;
 - ✓ дефлятор ВВП;
 - ✓ індекс споживчих енергетичних цін і динаміка цін на нафту як основний біржовий промисловий товар;
- 4) показники ринку праці³²:
 - ✓ динаміка зайнятого населення;
 - ✓ рівень безробіття;
 - ✓ індекс вартості робочої сили.

Аналіз відмічених вище макроекономічних показників проливає світло на «стійкість» окремо взятої економіки і темпи зростання ВВП і є своєрідним показником «прибутковості» економіки. Зазначимо, що це найбільша і найкраще інформована група макроекономічних показників.

4. Індекси економічної (ділової і споживчої) активності й оптимізму:

- ✓ індекс випереджаючих економічних індикаторів;
- ✓ індекс економічних індикаторів, що збігаються;
- ✓ індекс економічних індикаторів, що запізнюються;
- ✓ індекс ділового оптимізму менеджерів промислових підприємств;
- ✓ індекс ділового оптимізму менеджерів підприємств сфери послуг;
- ✓ індекс споживчої довіри (оптимізму);
- ✓ індекс ділової довіри (оптимізму).

Вивчення ділової і споживчої активності разом з аналізом ділового оптимізму дозволяє робити прогнози динаміки макроекономічного розвитку країни в середньостроковому та довгостроковому періоді. Як правило, дані показники будуються на основі опитувань вищої управляючої ланки деяких (фіксованих) компаній у країні щодо нинішнього стану економіки в країні і майбутніх перспектив розвитку.

5. Індикатори грошово-кредитного регулювання економіки:

- ✓ грошові агрегати (грошова маса): М1, М2, М3;
- ✓ обсяги і норми резервів комерційних банків у Центробанку;
- ✓ загальний обсяг депозитів у комерційних банках;
- ✓ динаміка прибутковості державних цінних паперів;
- ✓ облікова ставка Центробанку;

³¹ Иванов Ю.А. FOREX: учеб. пособие/ Иванов Ю.А. – М.: ОМЕГА-Л, 2005. – С. 61.

³² Лиховидов В. Н. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков: методы прогнозирования и принятия решений / В. Н. Лиховидов. – Владивосток, 1999. – С. 171.

- ✓ динаміка обсягів активів Центробанку за цінними паперами уряду;
- ✓ процентні ставки за кредитами й інші показники.

Індикатори грошово-кредитного регулювання економіки відображають економічну політику держави, активність у фінансовому секторі і готовність до майбутнього економічного зростання³³.

При розгляді та аналізі будь-якого фундаментального показника необхідно знати такі його характеристики:

1. Назва. Як правило, повна назва індикаторів вказується тільки в офіційних звітах, тоді як в інформаційних повідомленнях використовують скорочену форму запису.

2. Призначення макроекономічного показника.

3. Одиниця вимірювання показника. Очевидно, що при аналізі необхідно знати, в чому вимірюється той або інший показник. Крім того, корисно також мати уявлення і про історію еволюції даного індикатора.

4. Зміст показника. Необхідно вміти аналізувати, як складові частини показника, так і весь показник загалом.

5. Час публікації. Не викликає сумніву, що знання й уміння аналізувати економічні показники та індикатори втрачає значення без інформації про те, коли відбудеться оголошення цієї інформації. Необхідно врахувати ще одну обставину. А саме: як правило, в джерелах вказується місцевий час публікації. Отже, необхідно чітко уявляти, в який час вийдуть дані, наприклад, щодо безробіття в США за київським часом, якщо в Нью-Йорку вони виходять у четвер о 08:30 ранку.

6. Ступінь кореляції з іншими показниками. Практично всі макроекономічні показники тією або іншою мірою пов'язані один з одним. На практиці мають значення тільки зв'язки з високим ступенем кореляції. Особливо слід зазначити той факт, що на аналіз багатьох показників та індикаторів сильний вплив має очікування майбутнього збільшення основних процентних ставок. Часом ці очікування можуть істотно змінити вплив того або іншого індикатора.

7. Особливості поведінки індикатора. Кожний окремо взятий індикатор має свою суто індивідуальну поведінку. Особливо це позначається при різних фазах розвитку економіки, при знаходженні індикатора в своїх екстремальних значеннях і при різній поведінці сильно корельованих макроекономічних показників та індикаторів.

8. Джерело інформації. Безумовно, знання всього вищезазначеного необхідне, але недостатнє, оскільки незнання того, де можна оперативно отримати потрібну інформацію анулює весь проведений аналіз. Як правило, інформаційно-аналітичні агентства (Reuters, Dow-Jones, Bloomberg) дають як інформацію щодо попереднього значення того або іншого показника, так і прогнозоване значення. Тобто виникає ще одна проблема: яким інформаційним агентством краще скористатися? Очевидно, що надійніше використовувати зарубіжні інформаційно-аналітичні агентства, що зарекомендували себе протягом багатьох років бездоганної роботи.

³³ Пискулов Д. Ю. Теория и практика валютного дилинга (Foreign Exchange and Money Market Operations) : приклад. пособ. / Д. Ю. Пискулов. – М. : ИНФРА-М, 1995. – С. 90.

Резюме

Фундаментальні аналітики вивчають усю інформацію щодо певного ринку. Вони намагаються визначити вплив всіх можливих факторів на процес формування попиту і пропозиції у майбутньому.

Представники фундаментального аналізу збирають інформацію про внутрішнє та зовнішнє виробництво, читають урядові звіти, оцінюють політику держав на товарних та фінансових ринках, порівнюють ціни та норми споживання, слідкують за рівнем інфляції, впровадженням інновацій тощо. Виходячи з аналізу цієї інформації, вони намагаються визначити ринкові ціни. Якщо теперішня ціна активу є нижчою від тієї, що прогнозує фундаментальний аналітик, то ведуть мову про недооцінений актив (*undervalued*), якщо ж навпаки, то актив вважається переоціненим (*overvalued*). В результаті такого аналізу фундаментальні аналітики радять купувати недооцінені активи та продавати переоцінені.

Фундаментальний аналіз вивчає зміну цін на макrorівні. Основою фундаментального аналізу є вивчення всіх факторів макроекономічного життя суспільства, що суттєво впливають на динаміку цін основних базових товарів, цінних паперів та валюти. До них належать погодні умови, стихійні лиха, війни, страйки, перевиробництва, високі врожаї тощо. Фундаментальний аналіз повинен передбачити основні напрями динаміки зміни ринкової ціни, або, як ще називають це явище фінансові аналітики, тренди. Головне покликання фундаментального аналізу – формувати та передбачати майбутні коливання цін та курсів.

Фундаментальний аналіз – це аналіз, що ґрунтується на фундаментальних уявленнях про взаємодію попиту та пропозиції й основних показниках внутрішньої вартості активів.

Методика здійснення фундаментального аналізу біржової діяльності загалом та на ф'ючерсних ринках зокрема включає оцінку ринку даного товару, характеристику виробничого та споживчого потенціалу, виявлення можливих клієнтів; аналіз біржової кон'юнктури, оцінку співвідношення попиту та пропозиції, оцінки циклічності, обчислення показників ділової активності, показників обсягу і структури гуртового товарообігу; аналіз тенденцій та стійкості біржових цін, обчислення індексів цін, прогнози біржових цін; аналіз економічної ефективності біржової діяльності; оцінку стану та інфраструктури біржі.

Контрольні запитання

1. У чому полягає суть фундаментального аналізу?
2. Які види аналізу використовують біржовики на міжнародних ф'ючерсних ринках?
3. Назвіть основні фактори, які аналізуються при проведенні фундаментального аналізу.
4. Які показники визначають пропозицію на сезонних зернових ринках?
5. Які показники визначають попит на сезонних зернових ринках?
6. Які правила фундаментального аналізу зернових ф'ючерсних ринків Ви знаєте?
7. Які основні макроекономічні показники розглядаються при фундаментальному аналізі?
8. У чому полягає суть фундаментального аналізу цінних паперів?
9. Які особливості фундаментального аналізу на ф'ючерсних ринках Ви знаєте?
10. Які особливості фундаментального аналізу на валютних ринках Ви знаєте?

Рекомендована література

1. FOREX. Учебник по валютному дилингу. – Los Angeles – California : ROYALFOREX, 2001. – С. 18.
2. Вайн С. Инвестиции и трейдинг: Формирование индивидуального подхода к принятию инвестиционных решений / С. Вайн – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 29.
3. Гитман Л. Дж. Основы Инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. – М. : Дело, 1997. – С. 118.
4. Иванов Ю. А. FOREX : уч. пособ. / Ю. А. Иванов. – М. : ОМЕГА-Л, 2005. – С. 61.
5. Коттл С. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок. – М. : Олимп-Бизнес, 2000. – С. 130.
6. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг : курс лекций / Ю. Я. Кравченко. – К. : ВИРА-Р, 2002. – С. 303.
7. Лиховидов В. Н. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков: методы прогнозирования и принятия решений / В. Н. Лиховидов. – Владивосток, 1999. – С. 117.
8. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 261 с.
9. Найман Э. Л. Мастер-трейдинг: секретные материалы / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – С. 28.
10. Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 68.
11. Пейтел Э. Internet-трейдинг. Полное руководство / Э. Пейтел, П. Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. – С. 117.
12. Пискулов Д. Ю. Теория и практика валютного дилинга (Foreign Exchange and Money Market Operations) : приклад. пособ. / Д. Ю. Пискулов. – М. : ИНФРА-М, 1995. – С. 90.
13. Форекс. Электронное руководство для успешной торговли на валютном рынке. ForexSwiss.com. – Швейцария, Цюрих, 2001. – С. 22.
14. Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб. : Питер, 2005. – С. 12.
15. Horn F. F. Trading in Commodity Futures / F. F. Horn, R. E. Fink. –New York : Institute of Finance, 1984. –217 p.
16. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://deutsche-boerse.com>.
17. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://e.nikkei.com/e/app/fr/market/nikkeiindex.aspx>.
18. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://online.wsj.com>.
19. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.tmx.com>.
20. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : web.wilshire.com.
21. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.djaverages.com.
22. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.ft.com.
23. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.nasdaq.com.
24. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.russell.com.
25. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.standardandpoors.com.
26. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.valueine.com.

Тести для перевірки знань до розділу 7

1. Фундаментальний аналіз вивчає:

- а) ціни та обсяги торгівлі;
- б) всю інформацію щодо певного ринку;
- в) біржові котирування;
- г) макроекономічні фактори розвитку економіки.

2. За твердженням фундаментального аналізу, актив вважається переоціненим, якщо теперішня ціна:
 - а) менша від прогнозної;
 - б) дорівнює прогнозній;
 - в) вища від прогнозної;
 - г) впала до нуля.
3. За твердженням фундаментального аналізу, актив вважається недооціненим, якщо теперішня ціна:
 - а) менша від прогнозної;
 - б) дорівнює прогнозній;
 - в) вища від прогнозної;
 - г) впала до нуля.
4. На ф'ючерсних ринках використовують такі види аналізу:
 - а) інтуїтивний;
 - б) фундаментальний;
 - в) технічний;
 - г) всі перераховані вище види.
5. Головне покликання фундаментального аналізу:
 - а) визначити тенденції руху цін;
 - б) формувати та передбачати майбутні ціни;
 - в) визначити спотові ціни;
 - г) визначити інвестиційну діяльність трейдерів.
6. Фундаментальний аналіз – це аналіз, який ґрунтується на уявленнях:
 - а) про взаємодію попиту та пропозиції;
 - б) про внутрішню вартість активів;
 - в) про ціни на ринку та сподівання трейдерів;
 - г) про взаємодію попиту і пропозиції та внутрішню вартість.
7. Методика здійснення фундаментального аналізу на ф'ючерсних ринках включає:
 - а) оцінку ринку;
 - б) аналіз біржової кон'юнктури;
 - в) аналіз тенденцій біржових цін;
 - г) жодна з відповідей не є повною.
8. Офіційне котирування біржової ціни – це:
 - а) ціна закриття;
 - б) ціна відкриття;
 - в) максимальна ціна дня;
 - г) мінімальна ціна дня.
9. В Україні найповнішу інформацію для фундаментального аналізу публікує:
 - а) журнал «Фондовий ринок»;
 - б) газета «Бізнес»;
 - в) «Українська інвестиційна газета»;
 - г) журнал «Фінанси України».

10. До основних факторів фундаментального аналізу на ринку сільськогосподарської сировини належать:

- а) перспективи на врожай, запаси;
- б) структура кормів, погодні умови;
- в) політика держави та її участь як агента ринку;
- г) всі перераховані вище.

11. При формуванні загальної пропозиції сільськогосподарської продукції беруться до уваги такі фактори:

- а) інфляція, політика уряду щодо закупівель;
- б) внутрішнє споживання, експорт;
- в) врожай, залишки, імпорт;
- г) інфляція, політика уряду щодо продажу зерна.

12. При формуванні загального попиту беруться до уваги такі фактори:

- а) інфляція, політика уряду щодо закупівель;
- б) внутрішнє споживання, експорт;
- в) врожай, залишки, імпорт;
- г) інфляція, політика уряду щодо продажу зерна.

13. Ціни на сільськогосподарську продукцію мають:

- а) сезонну модель;
- б) здатність до швидких змін;
- в) здатність до падіння;
- г) здатність до зростання.

14. Фундаментальний аналіз на фондових ринках складається:

- а) з двох етапів;
- б) з шести етапів;
- в) з трьох етапів;
- г) з п'яти етапів.

15. Крім аналізу макроекономічних чинників фундаментальний аналіз включає:

- а) аналіз галузі;
- б) аналіз регіону;
- в) аналіз емітента;
- г) все перераховане вище.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ фундаментальний аналіз;
- ✓ недооцінений актив;
- ✓ переоцінений актив;
- ✓ тренд;
- ✓ офіційне котирування;
- ✓ сезонна модель;
- ✓ аналіз біржової кон'юнктури.

Розділ 8.

ТЕХНІЧНИЙ АНАЛІЗ БІРЖОВИХ ЦІН

Коли на ринку панує жадність або страх, люди починають думати однаково. Тому, як правило, більшість з них купує на вершині ринку, а продає на дні.

Дж. Цвейг, відомий американський журналіст, який спеціалізується на інвестиціях

Теоретична частина

- ✓ Суть технічного аналізу
- ✓ Засоби технічного аналізу
- ✓ Методи дотримання тренда
- ✓ Основні фігури технічного аналізу
- ✓ Трендові індикатори та осцилятори
- ✓ Аналіз показників обсягів торгівлі
- ✓ Структурні теорії технічного аналізу

8.1. Суть технічного аналізу

Як зазначалося, сьогодні чітко встановлено розмежування між видами аналізу ринку, зокрема виділяють фундаментальний та технічний аналіз. Вибір інвестора серед цих видів аналізу залежить від ряду факторів, таких як специфіка ринку, інвестиційний горизонт, основна мета торгівлі, а також особливості характеру торговця. Проте більшість інвесторів як самостійний або додатковий метод використо-

вують технічний аналіз. Цей вид аналізу користується попитом в інвесторів, однак його всебічно критикують окремі аналітики.

Технічний аналіз широко використовують інвестори в США, Японії та країнах Західної Європи. Технічний аналіз широко використовують і українські торговці біржових фондових ринків. Проте методологічні аспекти технічного аналізу майже не досліджені, що ускладнює ідентифікацію його основних понять і категорій. Як правило, ці поняття у вітчизняній практиці позначаються кальками англійських термінів.

Термін «технічний аналіз» є дослівним перекладом англійського словосполучення «technical analysis».

Зарубіжні тлумачні словники «Dictionary of Money and Investing» G. Morgenson ai C. Harvey¹, «London Stock Exchange Financial Dictionary»², «Investopedia»³, «The Complete Investment and Finance Dictionary» Н. Bonham⁴ містять визначення такого змісту: «Технічний аналіз – це метод інвестування, зосереджений на останніх цінових коливаннях та спрямований на визначення трендів, що показують майбутній рух цін». Таке визначення не може використовуватись у вітчизняній навчальній літературі, оскільки насправді аналіз передуює процесу інвестування.

Не повністю сприймається визначення відомого американського біржовика О. Елдера: «Технічний аналіз – це прикладна масова психологія, його мета в тому, щоб розпізнати тренд і зміни поведінки натовпу та прийняти розумні рішення у біржовій грі»⁵.

А. Акеліс в енциклопедії «Технический анализ от А до Я» підкреслює той факт, що «...технічний аналіз – це метод вивчення цін, головним інструментом якого служать графіки»⁶.

Автори «Біржового словника» В. Корельський та Р. Гаврилов пропонують таке визначення: «Технічний аналіз – це система прикладних методів прогнозування майбутніх змін на біржових ринках, яка опирається на ретельне дослідження минулих подій, розуміння глибини людської (масової) психології та знання теорії імовірності; є комбінацією «вікових підходів» і «найновіших ідей» аналізу динаміки ринку; практичне значення технічного аналізу – максимально точно передбачення руху цін на ф'ючерсні контракти; брокер, який володіє технічним аналізом, вважається «озброєним до зубів»⁷. Ці автори дають повне і ґрунтовне визначення, проте наголошують на тому, що даний вид аналізу дає можливість максимально точно передбачити ціни на ф'ючерсні контракти.

¹ Morgenson G. New York Times Dictionary of Money and Investing: The Essential A-to-Z Guide to the Language of the New Market / G. Morgenson, C. R. Harvey. – [1st edition]. – Times Books, 2002. – 400 p.

² [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.financialdictionary.net/define/Technical+Analysis>.

³ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investopedia.com>.

⁴ Bonham Н. В. The Complete Investment and Finance Dictionary / Н. В. Bonham. – Adams Media, 2001. – 736 p.

⁵ Элдер А. Основы биржевой торговли :уч. пособ. [для участников торгов на мировых рынках] / А. Элдер. – М. : Альпина Паблишер, 2006. – С. 29.

⁶ Акеліс С. Технический анализ от А до Я / С. Акеліс. – М. : Евро, 2010. – С. 7.

⁷ Корельський В. Ф. Биржевой словарь / В. Ф. Корельський, Р. В. Гаврилов. – М. : Междунар. отнош., 2000. – 288 с.

Автор визнаного на зарубіжних ринках підручника Дж. Мерфі підкреслює, що «...технічний аналіз – це дослідження динаміки ринку, найчастіше з допомогою графіків, з метою прогнозування майбутнього напрямку руху цін»⁸. Для кращого розуміння суті технічного аналізу Дж. Мерфі використовує порівняння з фундаментальним аналізом: «Якщо фундаментальний аналітик намагається розібратись у причині руху ринку, технічного аналітика цікавить лише факт руху; ринкова ціна випереджає всі відомі фундаментальні індикатори про стан ринку».

Останнім часом поживався інтерес до основних методів технічного аналізу з боку вітчизняних економістів та фахівців. Так автор книги «Внутридневная торговля на рынке FOREX» Ю. Жвалюк характеризує технічний аналіз як: «...дослідження динаміки ринку за допомогою графіків з метою прогнозування подальшого руху цін»⁹. А. Куліков у довіднику біржового спекулянта «FOREX для начинающих» пише: «Технічний аналіз – це метод прогнозування динаміки цін, що ґрунтується на математичних, а не економічних викладках». На нашу думку, таке твердження є достатньо сміливим, однак стверджувати, що технічний аналіз базується лише на математичних викладках, не зовсім правильно, окрім того, далеко не всі методи технічного аналізу використовують математичну компоненту.

Як бачимо, думки економістів розходяться, проте в їх визначеннях не має суттєвих суперечностей. Незаперечним фактом залишається той, що технічний аналіз є сукупністю певних методів дослідження динаміки ринку.

Підсумовуючи, зазначимо, що технічним аналізом можна вважати систему прикладних методів прогнозування майбутніх біржових цін, що ґрунтується на ретельному дослідженні графіків минулої динаміки цін, використанні теорії ймовірності та розумінні впливу людської психології на поведінку учасників.

Технічний аналіз ґрунтується на трьох статистичних оцінках біржової торгівлі, а саме:

- ✓ ціни;
- ✓ обсягів торгівлі;
- ✓ кількості відкритих позицій або відкритих інтересів (open interest).

Технічний аналіз використовує значна кількість учасників біржових та позабіржових ринків. Успішний біржовий трейдер О. Елдер образно висловився з цього приводу: «Технічний аналіз споріднений з опитуваннями громадської думки. Це поєднання науки й мистецтва. Наукова частина полягає у використанні статистичних методів і комп'ютерів; творча частина – тлумачення отриманих даних»¹⁰.

Цей автор зазначає, що у зарубіжній практиці є два погляди на технічний аналіз. З точки зору психолога, технічний аналіз визначається як графічне зображення соціально-психологічних процесів ринку. З точки зору математика, технічний аналіз є графічним відображенням звичайних статистичних процесів.

Становлення технічного аналізу розпочинається з кінця XIX ст. Творцем цього напрямку аналізу вважається Ч. Доу – головний редактор газети «The Wall Street

⁸ Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи – М. : Евро, 2008. – С. 17.

⁹ Жвалюк Ю. Внутридневная торговля на рынке Форекс / Ю. Жвалюк. – СПб. : Питер, 2000. – С. 23.

¹⁰ Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже: Психология. Технический анализ. Контроль над риском / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2001. – С. 63.

Journal», який вперше використав статистичні методи аналізу часових рядів на ринку акцій. Сучасний технічний аналіз щораз більше використовує когнітивну психологію, за допомогою якої аналітик краще пізнає себе та ринок, що дозволяє йому по-новому оцінювати різні ринкові процеси.

На зарубіжних ринках джерела фінансової інформації безпосередньо орієнтуються на поведінку інвесторів. Без сумніву, найдоступнішими та найбільш використовуваними джерелами інформації є фінансові розділи газет. Газети з кваліфікованим штатом фінансових редакцій подають не лише інформацію про основні ділові та фінансові новини дня, а й, як правило, свої коментарі. У США та Європі, крім головних фінансових газет: «The Wall Street Journal», «Journal of commerce», «Financial Times», «Investor Daily» тощо, видається, за скромними підрахунками, понад тисячу джерел інвестиційної інформації.

Помітно виділяються матеріали корпорацій, торговельно-промислових асоціацій, галузевих інститутів, державних органів, служб складання графіків змін цін і курсів, статистичних та консультаційних служб, радіо, телебачення, електронних засобів інформації, служб прогнозів. Особливе місце займають публікації рейтингових корпорацій «Moody's», «Fitch», «Value Line», «Standard & Poor's Corporation», видання «Citybank», «Clereland Trust Company», «Federal Reserve Bank of New York», «Personal Finance Letter» тощо. В епоху глобальної інформаційної економіки всі паперові джерела мають інтернет-сайти. Ще більше масив інформації з графіками технічного аналізу розміщено на інтернет-ресурсах інформаційних агентств Reuters, Bloomberg, вітчизняного finance.ua тощо.

Інвестор особисто, через інститут спільного інвестування або біржового брокера постійно працює з біржовими котирувальними таблицями, намагаючись за допомогою аналізу цін і курсів передбачити їх поведінку.

Фундаментальний підхід, що передбачає повний ринковий аналіз на макро- та мікрорівнях, – це швидше логічний підхід, але події на ринках не завжди підпорядковані логіці. Історія ринку налічує масу прикладів того, як прозорий та прогнозований ринок неадекватно реагував на несприятливі зміни. На слабких ринках, коли ціни знижуються, одна і та сама інформація може викликати збільшення обсягів продажу замість купівлі. Цей, здавалося би, нелогічний процес неможливо пояснити на прикладі аналізу простої економічної ситуації, оскільки для точної оцінки ринку необхідно додатково аналізувати більшу кількість фінансових та нефінансових індикаторів.

Фундаментальний аналіз концентрується на вивченні факторів попиту і пропозиції, що визначають зміну цін. Це традиційний економічний аналіз. На сучасних фінансових ринках фундаментальний аналіз здійснюється із застосуванням економетрії та моделей розвитку ринків. Однак ефективність такого аналізу є високою лише для довгострокового прогнозування.

Фундаментальний аналіз ускладнюється через тенденцію ринку не враховувати і відповідно не реагувати на загальновідомі фактори та узгоджувати з ними прогнозування ринку. Ця тенденція руйнує логічний зв'язок між ринком та економічним станом. Наприклад, урядові закупи або продаж стратегічних запасів сировини на слабких ринках можуть спричинити зростання цін тощо. Учасники ринку по-різному реагують на новини. Дехто потребує переконливішої інформації, ніж інші,

аналізу специфічних факторів для прийняття рішення про купівлю чи продаж. Спровокувати таку поведінку можуть психологічні фактори, властиві конкретному торговцеві, повільне поширення інформації та різна реакція на ринкові зміни.

Прихильники технічного аналізу (техніки) вивчають біржовий ринок як єдине ціле або ринок, на який впливають як зовнішні, так і внутрішні фактори. Вони переконані, що, оскільки ринки складаються з людей, які, як правило, не схильні швидко змінювати свої погляди, їх дії на ринку за однакових обставин повторюватимуться.

Незважаючи на високу вартість технічного аналізу, він дуже популярний серед трейдерів. Більшість аналітиків, як правило, використовує обмежені дані – ціни та обсяги. Їх можна швидко збирати, аналізувати та зберігати. Те, що було властиве ринкові в 50-х рр. ХХ ст., може повторитися й сьогодні, а значить успішно використовуватися при виробленні торговельних стратегій.

Технічний аналіз (technical analysis) ґрунтується на припущенні, що ціни змінюються за стійкими часовими моделями. Тих, хто дотримується цієї теорії, називають чартистами («chart» – «діаграма»), оскільки вони аналізують діаграми коливань цін та курсів і виявляють повторювані моделі. Фундаментальні аналітики досліджують закономірності, що діятимуть у майбутньому, а погляд технічних аналітиків спрямований у минуле. Основне положення технічного аналізу: все на ринку, розпочинаючи з катастроф та закінчуючи психологією трейдерів, приводить до зростання чи спаду цін.

Технічний аналіз передбачає вивчення внутрішньої інформації бірж. Слово «технічний» означає вивчення самого ринку, а не зовнішніх факторів, що відображаються в динаміці ринку. Технічні аналітики намагаються прогнозувати короткострокові зміни цін та курсів і на основі цього прогнозу дають рекомендації щодо часу укладення угоди, конкретного контракту або ринку загалом. Саме тому на фінансових ринках світу вважають, що фундаменталісти відповідають на запитання «що?», а техніки – «коли?».

Концепція технічного аналізу ґрунтується на існуванні історичних закономірностей. Техніки стверджують, що вивчення минулих змін цін та курсів на ф'ючерсних та фондових біржах дозволяє торговцеві прийняти правильне рішення сьогодні.

Джерелами інформації, крім названих вище, служать довідкові й статистичні видання ф'ючерсних та опціонних котирувань світових бірж. Ф'ючерсні котирування відображають необхідну для технічного аналізу інформацію:

- ✓ ціну на момент відкриття біржі;
- ✓ найвищу та найнижчу ціни дня (інтервал цін);
- ✓ ціну закриття;
- ✓ термін дії контракту;
- ✓ розмір контракту;
- ✓ біржу, на якій відбулися торги;
- ✓ найвищу та найнижчу ціни за період існування контракту;
- ✓ кількість відкритих та неліквідованих контрактів;
- ✓ обсяги продажу та купівлі опціонів.

Основне завдання технічного аналітика – виявити закономірності реального руху цін, вловити момент зламу тенденції – так звані сигнали купівлі та продажу.

Будь-які прийоми та методи технічного аналізу можна використовувати лише для ліквідних ринків з великою кількістю учасників, де операції виконуються регулярно, у значних обсягах.

Як зазначалось вище, всі методи технічного аналізу мають спільну рису – вони базуються на вивченні людської психології, економічних законах та на використанні математичних методів.

Постулати технічного аналізу чітко сформульовані та описані Дж. Мерфі в його монографії «Технічний аналіз ф'ючерсних ринків»¹¹. Вони впливають з принципів, сформульованих Ч. Доу, і тому з ними співзвучні та базуються на тривалих спостереженнях за ринками різних активів.

Загалом технічний аналіз базується на трьох постулатах (принципах, аксіомах, припущеннях). Зупинимось на них детальніше:

- ✓ ринок враховує все;
- ✓ рух цін підпорядкований тенденціям;
- ✓ історія повторюється.

Перше твердження є наріжним каменем технічного аналізу. Тобто причини, які можуть вплинути на ціну біржового товару, обов'язково на цій ціні відібраються. Отже, для аналізу ринку достатньо всебічно вивчати рух цін. Тобто будь-які зміни в динаміці попиту та пропозиції відобразяться на ціні. Якщо попит перевищує пропозицію, то ціни зростають. Якщо пропозиція перевищує попит, то ціни падають. Цей факт є основою будь-якого економічного прогнозування. Технічні аналітики ж мислять інакше: якщо ціни зросли, то попит на ринку перевищує пропозицію, і навпаки. Вищезазначене свідчить про те, що технічний аналіз має зв'язок із фундаментальним аналізом.

Друге твердження про те, що рух цін підпорядкований тенденціям, є не менш важливим у технічному аналізі, адже поняття «тренд» є його основою. Все, що відбувається на ринку, підпорядковується тим чи іншим тенденціям. Основна мета побудови графіків і є визначення напрямку руху ринку. І чим раніше аналітик розпізнає тенденцію, тим більша ймовірність, що він отримає прибутки. Більшість методів технічного аналізу є методами слідування за трендом, тобто їх функція полягає в тому, щоб допомогти аналітику розпізнати тенденцію та рухатись в її напрямку доти, поки ринок не подасть ознак розвороту.

Третє твердження ґрунтується на дослідженні людської психології. Графічні моделі завжди відображають важливі особливості психологічного стану ринку. Якщо якийсь час ситуація розвивалася певним чином, то немає підстав вважати, що за аналогічних первинних умов учасники ринку діятимуть інакше. Отже, якщо в минулому ця модель працювала, то можна передбачати, що вона працюватиме і сьогодні. Так, щоб зрозуміти майбутнє, потрібно вивчати минуле, бо майбутнє – це просто повторення минулого. Дана аксіома заснована на припущенні про постійність людської психології (психології натовпу).

¹¹ Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи. – М. : Евро, 2008. – С.18.

8.2. Засоби технічного аналізу

Логічним продовженням дослідження технічного аналізу є розгляд та систематизація основних методів, що використовуються аналітиками.

За столітню історію існування технічного аналізу накопичилась велика кількість методів і прийомів технічного аналізу, які успішно використовуються й сьогодні. Для ознайомлення та систематизації методів аналізу їх доцільно розділити на дві групи: графічний метод та аналітичні.

Графічний метод включає побудову графіків, визначення моделей і тенденцій, які панують на ринку.

До аналітичних методів належать методи, які використовують фільтрацію або математичну апроксимацію часових рядів. У технічному аналізі як базовий часовий ряд використовують ряди значень цін за певний період, обсягів торгівлі та відкритих позицій.

Основним інструментом аналітичних методів є індикатори, які, у свою чергу, є набором функцій від одного чи кількох базисних часових рядів. Індикатор – це результат математичних розрахунків на основі показників ціни чи обсягу. Отримані величини використовуються для прогнозування цінових змін¹².

Деякі торговці сприймають технічний аналіз з точки зору психології. Їхній постулат – люди завжди помиляються, а успіх полягає в передбаченні ф'ючерсних цін за допомогою вивчення настроїв щодо купівлі та продажу в основної маси біржовиків, а потім відкривати протилежні позиції. Теорія протилежної думки або теорія динамічної нерівноваги – це дуже стара теорія, започаткована понад 150 років тому бароном Н. Ротшільдом: він купував, коли інші продавали, і продавав, коли інші купували, і в результаті став одним із найбагатших людей світу.

Ця теорія базується на психологічному аналізі ринку. Згідно з нею фондові та ф'ючерсні ціни визначають емоційні рішення тисяч торговців та інвесторів, що, як правило, діють без елементарних знань ринку, стихійно. Цю теорію сьогодні популяризує один із найталановитіших біржовиків сучасності Дж. Сорос у спекулятивній практиці і в своїх книгах «Алхімія фінансів»¹³, «Сорос про Сороса»¹⁴, «Криза глобального капіталізму»¹⁵.

Деякими торговцями використовуються структурні теорії. До складу структурних теорій відносять теорію сезонних змін ринку, теорію циклів та хвильову теорію Елліота.

Структурний аналіз ґрунтується на вивченні історичного процесу зміни цін, який допомагає визначити повторювані цінові шаблони на графіках. Зокрема, Р. Елліотт зрозумів, що можна вгадати ритми зміни цін. За його теорією, ціни рухаються в секвенції з п'яти хвиль в одному напрямі за трендом і в трьох хвилях під час коригуючих рухів проти тренда.

¹² Пейтел Э. Internet-трейдинг. Полное руководство / Э. Пейтел, П. Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. – С. 91.

¹³ Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж. Сорос. – К. : Диалектика, 2010. – 352 с.

¹⁴ Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены / Дж. Сорос. – М. : Инфра-М, 1996. – 336 с.

¹⁵ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма / Дж. Сорос. – М. : Инфра-М, 1999. – 262 с.

Як тільки не називають тих, хто займається практичним застосуванням технічного аналізу: технічні аналітики, графісти, ринкові аналітики. Проте до недавнього часу всі вони означали приблизно одне і те саме. Зараз же можна говорити про деяке звуження спеціалізації в даній галузі, тому настійно назріла необхідність у термінологічних розмежуваннях.

Весь технічний аналіз поступово поділився на своєрідні «сфери впливу» двох типів технічних аналітиків. Один тип – це традиційний «графіст». Інший – «технічний аналітик», тобто ті, хто у своєму аналізі використовує комп'ютерні технології і статистичні методи. Чітку межу тут провести дуже важко, але більшість із них усе-таки тяжіє до чого-небудь одного.

Неважливо, чи використовує графіст ту або іншу комп'ютерну технологію, чи ні, його основним робочим інструментом залишається графік. Аналіз графіка у будь-якому випадку є справою достатньо суб'єктивною. Успіх його багато в чому залежить від майстерності конкретного аналітика. Це не наука, а мистецтво. Не випадково англійською цей метод називають «art-charting».

У випадку ж використання комп'ютерних систем і статистичних даних, навпаки, всі припущення перевіряються кількісним аналізом, оптимізуються з метою створення механічних торгових систем. Основною метою створення подібних систем є зведення до мінімуму або повне виключення суб'єктивного або людського чинника з процесу ухвалення рішень, підведення під нього наукової основи. Аналітики такого типу можуть взагалі не використовувати графіки, проте вони вважаються технічними аналітиками, оскільки вся їхня діяльність зводиться до дослідження динаміки ринку.

Основою технічного аналізу є графіки руху цін того або іншого біржового інструменту. Графіки не є окремим методом, вони виступають своєрідним інструментом, який використовується в інших методах. Графіки відображають інформацію, яка характеризує ринок. Деякі з графіків містять одночасно дані про кілька цін: відкриття, закриття, максимальну та мінімальну – бари, японські свічки; інші відображають лише окремі ціни, найчастіше – ціни закриття (лінійні графіки); решта показують лише зміну ціни і не враховують фактора часу (пункто-цифрові графіки, ренко, кагі). Також прийнято графічно відображати допоміжні індикатори ринку – обсяг та відкритий інтерес, проте ці індикатори використовують на окремих біржових ринках

Графічне представлення інформації розкриває поведінку ринкового натовпу у минулому. Аналіз графіків дозволяє знаходити закономірності поведінки цього натовпу¹⁶. Коли ці закономірності з'являються знов, трейдери ухвалюють аналогічні рішення.

Перш ніж перейти до опису видів цінових графіків, введемо деякі поняття, які широко використовуватимуться надалі:

- ✓ ціна відкриття (open) – ціна першої операції даного періоду (наприклад, першої операції дня, години, хвилини). При аналізі денних даних ціна відкриття особливо значуща, оскільки вона відображає одностайну думку, якої дійшли всі учасники ринку до початку торгів;

¹⁶ Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Найман Э. Л. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 111.

- ✓ ціна закриття (close) – остання ціна за даний період. Завдяки її широкій інформаційній доступності цю ціну частіше за інші використовують при аналізі. На думку більшості аналітиків, важливим є співвідношення між ціною відкриття (першою ціною) і закриття (останньою ціною). Ця різниця виразно відображається на графіках типу «японські свічки»;
- ✓ максимум (high) – найбільша ціна інструменту за заданий період. Це рівень, при якому продавців було більше, ніж покупців (тобто охочі продати за більш високою ціною є завжди, але максимум – це найвища ціна, на яку згодні покупці); остання ціна за даний період;
- ✓ мінімум (low) – найменша ціна за даний період. Це рівень, при якому покупців було більше, ніж продавців (тобто охочі купити за більш низькою ціною є завжди, але мінімум – це найменша ціна, на яку згодні продавці);
- ✓ обсяг (volume) – вартість акцій або кількість контрактів, за якими були укладені операції за даний період. Взаємозв'язок між цінами і обсягом (наприклад, зростання цін на фоні зростаючого обсягу) має велике аналітичне значення;
- ✓ ціна попиту (покупця) (bid) – ціна, яку маркет-мейкер готовий заплатити за біржовий інструмент (тобто ціна, за якою ви зможете продати той або інший актив);
- ✓ ціна пропозиції (продавця) (ask) – ціна, за якою маркет-мейкер готовий продати біржовий інструмент (тобто ціна, за якою ви зможете купити).

Для відображення цінових коливань, як правило, використовують графіки, що відрізняються від простої лінії. Тому вони називаються не графіками, а чартами (chart). Досліджувані графіки можуть відображати динаміку біржових інструментів на різних часових інтервалах: місяць, тиждень, день, внутріденні графіки (година, 30, 15, 5, 1 хвилина).

Більшість біржових графіків відображають п'ятиденний робочий тиждень, субота і неділя на них не позначаються. Якщо біржа не працює серед робочого тижня, цього дня на графіку з'являється пропуск.

При ретельному аналізі тенденцій важливим є порядок, в якому вивчаються цінові графіки. Правильно розпочинати аналіз із довгострокових графіків і поступово переходити до короткострокових. Довгострокові графіки, що охоплюють близько двадцяти років, включають усі необхідні дані. Починаючи аналіз подібних графіків, аналітик відразу отримує чітке уявлення про те, в якому стані перебував ринок із погляду довгострокової перспективи. Після цього він може поступово переходити до вивчення графіків, що охоплюють менш тривалі періоди.

Графіки для технічного аналізу будують у координатах «ціна (вертикальна вісь) – час (горизонтальна вісь)». Існує достатня кількість видів графіків, одні з яких сьогодні практично не використовуються, а інші успішно будуються і вивчаються аналітиками.

Розрізняють такі види графіків¹⁷:

- ✓ лінійний графік;
- ✓ біржовий графік (стовпчиковий);
- ✓ «японські свічки»;
- ✓ кагі;

¹⁷ Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 112.

- ✓ пункто-цифровий графік;
- ✓ графіки трьохлінійного прориву;
- ✓ «ренко».

Розглянемо детальніше основні види графіків та принципи їх побудови. Найпростішим графіком є лінійний (**Line Charts**) (рис. 8.1).

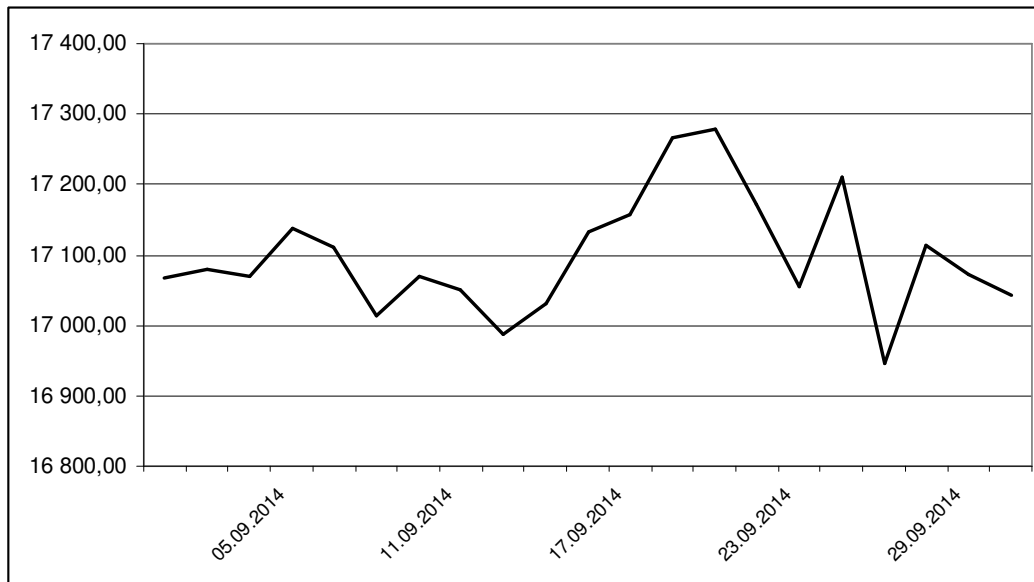


Рис. 8.1. Лінійний графік індексу «Dow Jones Industrial Average» (DJI) за вересень 2014 р.

Для побудови лінійного графіка визначаються точки, що відповідають значенням ціни одного з вказаних вище видів, які мали місце протягом вибраного часу. Потім для наочності ці точки з'єднуються відрізками прямих. У результаті одержується ламана лінія, але при відповідному масштабі вона візуально сприймається як плавна крива¹⁸. Для побудови лінійного графіка можна обрати будь-який із видів ціни. Серед аналітиків існує думка, що найважливішою і показовою ціною за день торгів є ціна закриття. Отже, для побудови таких графіків необхідно мати такі дані: ціни закриття та дати проведення торгів.

Основним недоліком цього графіка є відсутність можливості бачити на ньому рух ціни протягом однієї одиниці вимірювання (кожного дня, кожної години, кожної хвилини і т. ін.). Такий простий графік, як лінія, не відображає всі зміни цін. Лінійний графік рекомендується застосовувати на коротких відрізках від режиму тіку до декількох хвилин.

Одним із найпоширеніших є графік **Bar Charts** – барові графіки або гістограми (рис. 8.2). Барове представлення використовується при аналізі біржових цін.

¹⁸ Пискулов Д. Ю. Теория и практика валютного дилинга (Foreign Exchange and Money Market Operations) : приклад. пособ. / Д. Ю. Пискулов. – М. : ИНФРА-М, 1995. – С. 95

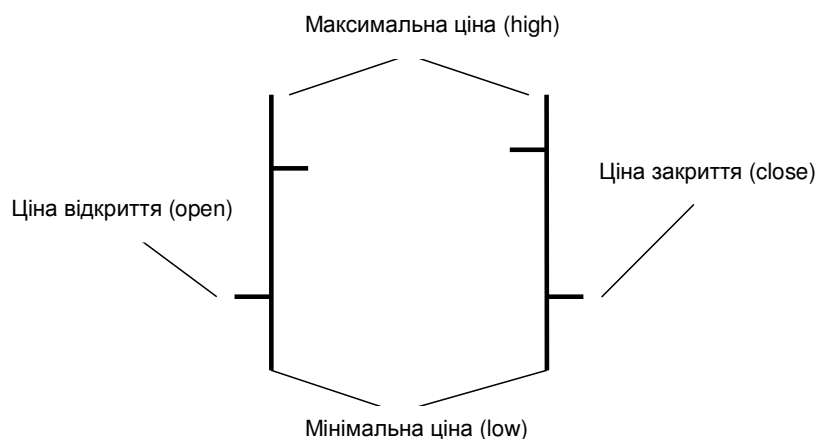


Рис. 8.2. Схематичне зображення графіків барів

Верхня точка кожного з вертикальних барів є максимальною ціною за даний період, а нижня — мінімальним значенням ціни. Риска з правого боку стовпчика позначає ціну закриття. Якщо аналітик має в своєму розпорядженні ціни відкриття, то вони за необхідності відмічаються рисками з лівого боку стовпчика.

Для побудови гістограм для кожної одиниці часу в координатах «ціна» – «час» відмічають точки, що відповідають цінам «high» і «low». Ці ж точки з'єднуються вертикальною лінією. На цю лінію наносять точки, які відповідають цінам «open» і «close», що позначаються короткими відрізками, спрямованими відповідно вліво і вправо. Кожен символ будується за станом на певну дату, тому для побудови таких графіків необхідно мати відповідні відомості про день торгівлі (рис. 8.3).

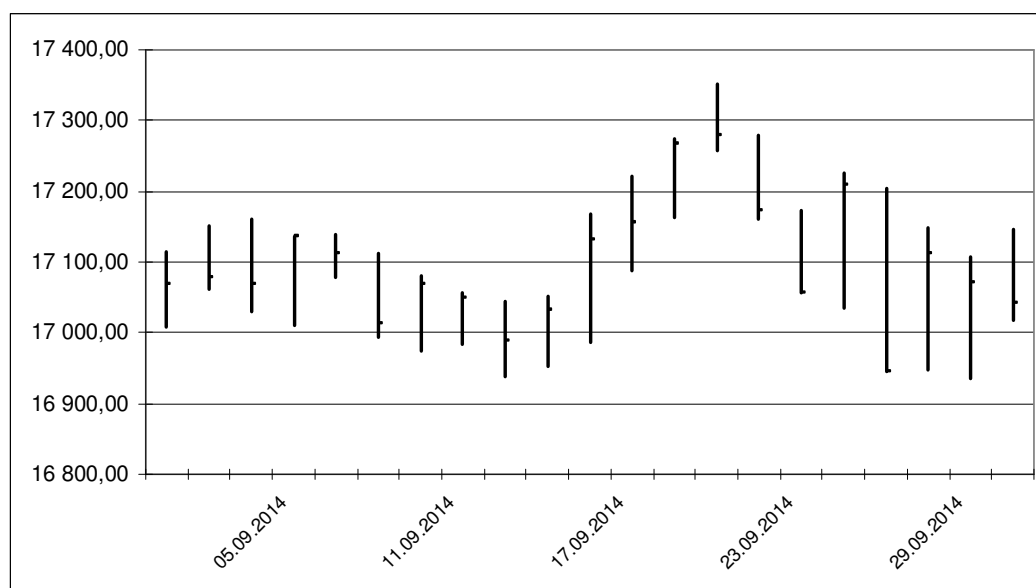


Рис. 8.3. Барові котирування індексу «dow Jones Industrial Average» (DJI) за вересень 2014 р.

Однак, незважаючи на те, що цей графік відображає всі чотири ціни за певний період, він не позбавлений одного недоліку – зорове сприйняття паличкових графіків сильно залежить від щільності графіка і тривалості видимого періоду.

Одним із наглядніших графіків є **Candle Sticks** – «японські свічки» (рис. 8.4). Даний метод запису цін за біржовий день є найбільш давній. Виникнення цього методу пов'язують з японським мудрецем М. Хоммою, який займався торгівлею на рисовому ринку, прообразі сучасної біржі. Розроблена ним концепція «японських свічок» базується на основі психології, причому у специфічному східному трактуванні. Його популяризатором вважається американець С. Нисон (Stev Nison)^{19,20}, він же визнаний провідним експертом з інтерпретації графіків «свічок».

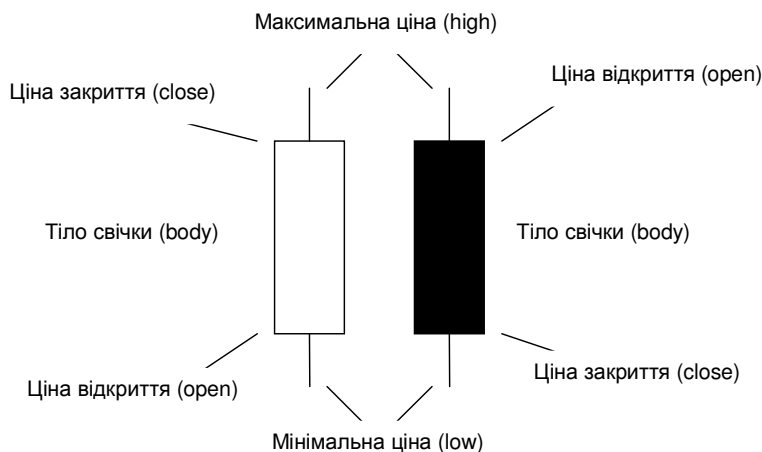


Рис. 8.4. Схематичне зображення «японських свічок»

Як видно з рис. 8.3, «японські свічки» дуже схожі на бари. Вони так само містять чотири основні ціни: «high», «low», «open» і «close», проте, на відміну від барів, ціна відкриття відображається завжди. Основна відмінність свічок від гістограм полягає в тому, що у «японської свічки» присутнє «тіло» (body). Якщо рівень останньої ціни перебуває вище від рівня першої, то «тіло свічки» залишається білим, якщо ж навпаки – затушовується чорним кольором.²¹ Крім іншого, в представленні «японських свічок» можна виділити так звані «тіні» (shadows): відрізок між максимальним значенням і верхнім краєм «тіла свічки» – верхня «тінь», відрізок між нижнім краєм «тіла свічки» і мінімумом – нижня «тінь».

Графік індексу Доу–Джонса, представлений «японськими свічками», показано на рис. 8.5.

¹⁹ Нисон С. За гранью японских свечей. Новые методы японского графического анализа / С. Нисон : пер. с англ. М. Волкова, А. Волкова – М. : ИД Евро, 2011. – 296 с.

²⁰ Нисон С. Японские свечи: Графический анализ финансовых рынков. Современное руководство по древней инвестиционной методике Востока. / С. Нисон – М. : Диаграмма, 2004. – 347 с.

²¹ На сайтах деяких бірж графіки з «японськими свічками» можуть подаватися у червоних та зелених кольорах, а в більшості торговельно-аналітичних терміналах користувач може сам обирати колір свічок.

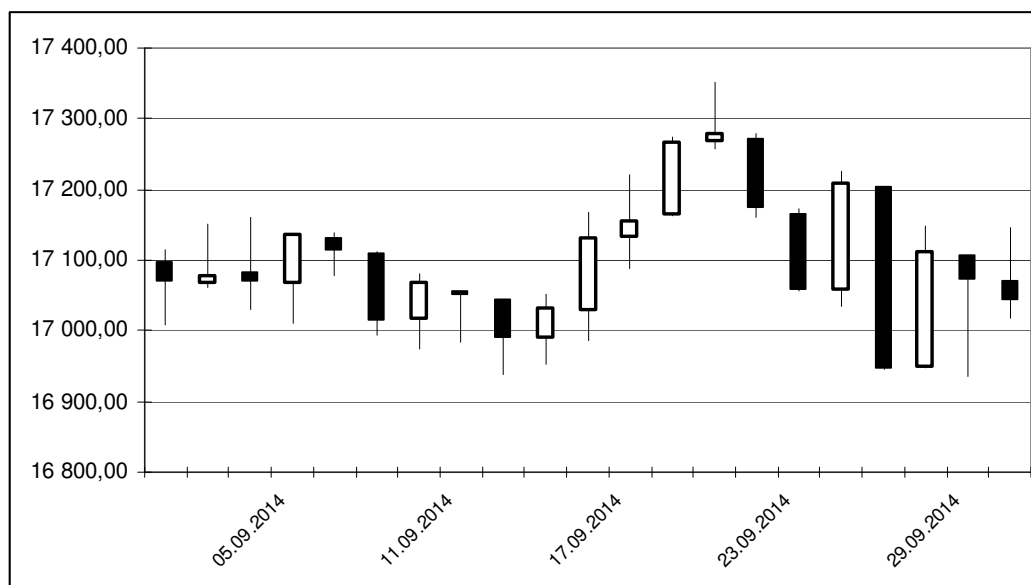


Рис. 8.5. Графік індексу «Dow Jones Industrial Average» (DJIA) представлений «японськими свічками» за вересень 2014 р.

Практика використання японських свічок у технічному аналізі показала, що основною проблемою є нестача інформації про нього: за винятком праць С. Нісона та Г. Морріса на Заході практично не було опубліковано книг, в яких було б описані методи їх інтерпретації.

Point and Figure – «хрестики-нулики» вживається у технічному аналізі не дуже часто. Пункто-цифровий графік відображає ту саму динаміку цін, але у більш стислому вигляді. На графіку чергують стовпці хрестиків (x) і нулів (o) (рис. 8.6). Сигнали для купівлі і для продажу на ньому більш точні і чіткіше виражені, ніж на стовпчиковому. Крім того, пункто-цифровий графік є гнучким. Для побудови такого графіка потрібні тільки максимальне і мінімальне значення ціни.

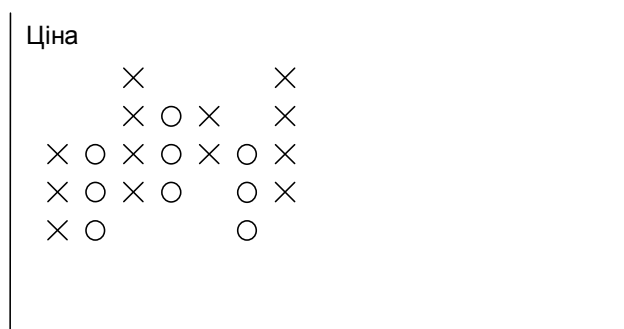


Рис. 8.6. Схематичне зображення графіків «хрестики і нулики»

Даний вид графічного відображення динаміки курсів валют (або яких-небудь інших біржових інструментів) істотно відрізняється від попередніх способів графічного відображення інформації²² (рис. 8.7).

17 300									
17 280									
17 260				X					
17 240				X	0				
17 220				X	0				
17 200				X	0	X			
17 180				X	0	X	0		
17 160				X	0	X	0		
17 140				X	0	X	0		
17 120				X	0	X	0		
17 100				X	0	X	0	X	
17 080				X	0	X	0	X	0
17 060	0	X		X	0	X	0	X	0
17 040	0	X	0	X	0		0	X	0
17 020	0		0	X			0	X	
17 000			0				0	X	
16 980							0	X	
16 960							0	X	
16 940							0		
Вересень 2014									

Рис. 8.7. Графік індексу «Dow Jones Industrial Average» (DJI) представлений «хрестиками та нулками» за вересень 2014 р.

Автором побудови графіка у вигляді «хрестиків-нуликів» був Ч. Доу (засновник відомого індексу Доу–Джонса). Вперше він використав його у 1886 р. Починаючи з 1901 р., цей метод аналізу руху цін почав набувати популярності в США і сьогодні залишається одним із найпопулярніших серед американських трейдерів.

8.3. Методи дотримання тренда

Основною метою технічного аналізу є визначення тенденцій у поведінці натовпу і напрямів їх змін із метою прийняття адекватних біржових рішень. Для досягнення своєї мети аналітик оцінює напрямок динаміки цін, виявляє тренд, оцінює строки і періоди даного напрямку та амплітуди коливань ціни в діючому напрямку.

Фактично всі зусилля аналітика спрямовані на визначення напрямку тренда, його сили і можливої зміни, тому більшість методів сприяють цьому.

При технічному підході до аналізу ринку поняття «тренд» або «тенденція» є ключовим. Усі інструменти, які використовує аналітик, призначені для вирішення

²² Суворов С. Г. Азбука валютного дилінга / С. Г. Суворов. – СПб. : Изд-во С.-Петербурзького ун-та, 1998. – С. 140.

однієї проблеми – визначити напрямок руху ринку для того, щоб надалі торгувати за трендом. Загальновідомим є той факт, що будувати свою тактику потрібно, враховуючи напрямок руху ціни. Той, хто не дотримується правила торгівлі за трендом, може бути жорстоко покараний ринком.

Тенденція (англ. «trend» – «напрямок, течія») – це стійка, напрямлена зміна цін, тобто зміна очікувань інвесторів. Тенденція – це напрямок руху ринку, проте жоден ринок не рухається в одному напрямку. Слід зауважити, що ринкова ціна має властивість рухатись одночасно в трьох напрямках: вгору, вниз, по горизонталі. Звідси випливає, що більш точним визначенням тенденції буде таке: тренд – це напрямок руху піків і спадів цін на ринку.

Класифікувати тренди можна як за напрямком руху (зростаючий, спадаючий, горизонтальний), так і за тривалістю (довготривалий, короткотривалий та середньотривалий).

Напрямок динаміки цих піків та спадів за зростаючим, спадаючим напрямом чи по горизонталі свідчить про характер ринкової тенденції. Якщо кожен наступний пік та спад перебуває на рівні, вищому за попередній, то йдеться про зростаючу тенденцію; якщо кожен наступний пік та спад будуть на рівні, нижчому за попередній, то тенденція має спадаючий характер, і якщо піки і спади перебувають на рівні приблизно рівному, то йдеться про горизонтальну тенденцію²³.

Відповідно розрізняють три види тенденції: горизонтальну, зростаючу та спадаючу. Рівень попередніх спадів називається підтримкою (support). Це ділянка на графіку, розміщена нижче від ринку, де бажання купити є сильнішим за бажання продати. Опір (resistance) – це ділянка на графіку, розміщена вище від ринку, де бажання продати перевищує бажання купити.

Не має значення, якими біржовими інструментами трейдер має намір торгувати або вже торгує, – рано чи пізно виникне необхідність познайомитися з поняттям «силовий рівень». Силовими рівнями прийнято називати значення, в межах яких відбувається консолідація цін. Чим довше ціна перебуває в межах силового рівня, тим він вважається значимішим. Якщо ціна багато разів підходила до силового рівня згори, то його прийнято називати підтримкою (англ. support) (рис. 8.8), в протилежному разі – опором²⁴ (англ. resistance) (рис. 8.9).

У графічному аналізі прийнято вважати: якщо біржова ціна перетинає лінію опору, то це слугує сигналом для купівлі. У такому разі очікується її подальше зростання, оскільки вона перетнула певний психологічний бар'єр інвесторів.

Слід зазначити, що немає певного правила побудови силових рівнів для різних ринків. На практиці більшість трейдерів проводить вказані рівні «на око», і в цьому разі усе залежить від того, як бачить конкретний трейдер ситуацію на даний момент. Іншими словами, побудова силових рівнів певною мірою є актом творчості²⁵. При цьому не варто забувати і про психологічну складову питання: упереджене ставлення до ринку є прямою дорогою до банкрутства.

²³ Суворов С. Г. Азбука валютного дилінга / С. Г. Суворов. – СПб. : Изд-во С.-Петербургского ун-та, 1998. – С. 147.

²⁴ Жвалюк Ю. Внутриденная торговля на рынке Форекс / Ю. Жвалюк. – СПб. : Питер, 2000. – С. 26.

²⁵ Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи. – М. : Евро, 2008. – С. 87.



Рис. 8.8. Лінія підтримки на графіку індекса Доу-Джонса

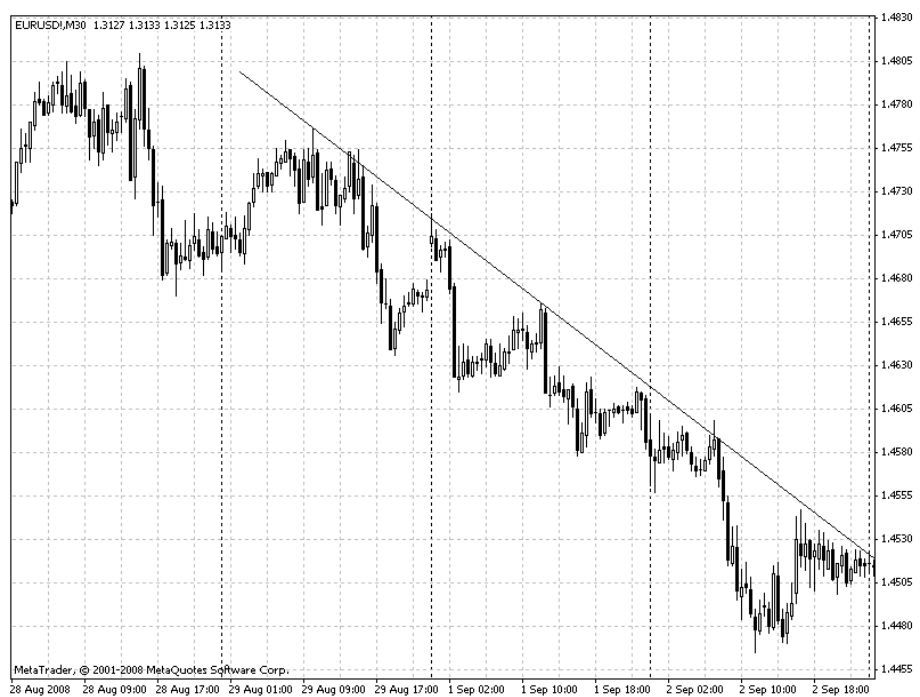


Рис. 8.9. Лінія опору

Наступним кроком після ознайомлення із силовими рівнями є ознайомлення з тенденціями або каналами. Канали утворюються в результаті проведення ліній, паралельних до силових рівнів. При цьому торговці прагнуть провести паралельну лінію так, щоб переважну частину часу ціна перебувала у відкресленому діапазоні. Напрямок (тангенс кута нахилу) каналу визначає поточну тенденцію (англ. – trend), що склалася на ринку.

Тренд визначають шляхом побудови його лінії, яка з'єднує дві або декілька верхніх або нижніх точок графіка. Зростаючий тренд з'єднує нижні точки графіка таким чином, що той опиняється над лінією тренда. Водночас знижувальний тренд з'єднує точки графіка таким чином, що сам графік опиняється під лінією тренда.

Головним завданням технічного аналізу є визначення напрямів руху цін (або трендів) для використання в торгівлі. Тренди бувають трьох типів²⁶:

- 1) тренд «бика» – ціни та курси підвищуються;
- 2) тренд «ведмедя» – ціни та курси знижуються;
- 3) тренд бічний (flat, whipsaw) – ціни та курси не змінюються.

Довгий флет, як правило, передбачає цінову бурю – різке зростання або спад цін.

Визначення тенденцій, яке подає Ч. Доу, має такий вигляд: при висхідній тенденції («бичачий» тренд) кожний подальший пік і кожний подальший спад вищі від попереднього. Іншими словами, у «бичачій тенденції» конфігурація кривої повинна мати послідовно зростаючі піки і спади. Відповідно при спадаючій тенденції («ведмежий» тренд) кожний подальший пік та спад будуть нижчими, ніж попередні (рис. 8.10). Таке визначення тенденції є основоположним і служить відправною точкою при аналізі тенденцій. Усі три типи трендів зустрічаються не в чистому вигляді, оскільки рух по «прямій» на ціновому графіку можна зустріти достатньо рідко. Крім іншого, слід зазначити, що, згідно із сучасним підходом до технічного аналізу, тенденція діє доти, поки немає явних сигналів щодо її зміни.



Рис. 8.10. Типи трендів

Розглянемо на прикладах основні види трендів:

- ✓ Up-Trend – висхідний тренд (тренд «бика»). Якщо протягом певного періоду можна спостерігати ситуацію, при якій локальні цінові мінімуми (западни) роз-

²⁶ Суворов С. Г. Азбука валютного дилінга / С. Г. Суворов. – СПб. : Изд-во С.-Петербурзького ун-та, 1998. – С. 147.

ташовуються один вище від іншого (в хронологічному порядку), то можна говорити про формування висхідної тенденції (рис. 8.11).

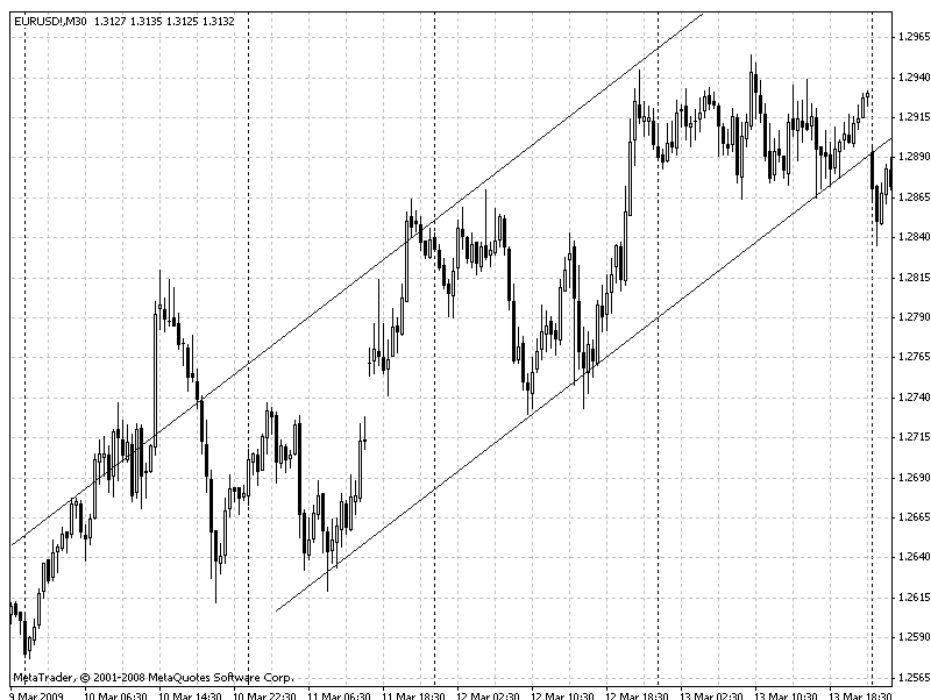


Рис. 8.11. Висхідний тренд

При цьому слід особливу увагу звернути на той факт, що побудову висхідного тренда потрібно починати з лінії підтримки (support).

- ✓ Down-Trend – низхідний тренд (тренд «ведмедя»). Якщо в даний період локальні максимуми (піки) розташовуються один нижче від іншого (в хронологічному порядку), то слід говорити про формування низхідної тенденції на ринку (рис. 8.12).

На відміну від попереднього випадку, починати побудову трендових ліній потрібно з визначення лінії опору (resistance).

- ✓ Flat-Trend – бічний тренд («довгий флет»). Явище, що доволі часто зустрічається на тривалих проміжках часу. При цьому ціна рухається в діапазоні між двома горизонтальними силовими рівнями (зовсім не обов'язково сусідніми) (рис. 8.13).

Чим стійкіша така ситуація на ринку і чим менше часу потрібно ціні для проходження від верхньої межі до нижньої (і навпаки), тим привабливішою вона може здаватися. Що може бути простіше: продавай згори, купуй внизу. Проте не варто забувати, що все колись закінчується.

Пам'ятайте, що завдання полягає в тому, щоб не купити дешево і продати дорого, а купити дорого і продати ще дорожче. «Тренд – ваш друг» (англ. Trend is your friend) – одна з головних заповідей трейдерів. Торгуйте за трендом, і матимете успіх.



Рис. 8.12. Низхідний тренд



Рис. 8.13. Бічний тренд

8.4. Основні фігури технічного аналізу

Незалежно від ринку, ціна, як правило, не стоїть на місці. При цьому «сліди», які залишають ціни на графіках, підпорядковуються певним закономірностям. Сама природа вказаних закономірностей викликає деякі сумніви, але сьогодні вивчення цих «слідів» отримало широке визнання. Як зазначено в праці О. Елдера: «Фігури, які ви бачите на графіках або на екрані комп'ютера, є слідами, залишеними «биками» і «ведмедами». Аналітик – це мисливець, який шукає ледь помітні сліди, види-мі тільки тим, хто знає, куди дивитися»²⁷. Ці «сліди» на графіках отримали назву фігур технічного аналізу. І все-таки для чого необхідно вдаватися до дослідження вказаних закономірностей? Відповідь на поставлене запитання достатньо проста: фігури технічного аналізу можуть допомогти визначити, чи продовжуватиметься тренд, чи ні. А це, у свою чергу, задає тактику гри.

Варто відмітити, що ідентифікація фігур – справа неоднозначна, все залежить від точки зору аналітика на ринок загалом і на поточну ситуацію зокрема.

Перш ніж перейти до розгляду конкретних типів фігур, необхідно зробити кілька попередніх зауважень. По-перше, історично прийнято виділяти три основні групи фігур технічного аналізу²⁸:

- ✓ фігури продовження тенденції. До них належать «прапори» (англ. flags) і «вимпели» (англ. pennants). Наявність цих фігур дає сигнал для гри у напрямі поточного тренда;
- ✓ фігури розворотів (реверсні). Дана група включає такі фігури технічного аналізу: «голова і плечі» (англ. head & shoulders), зворотна «голова і плечі», «подвійне дно» (англ. double bottom), «подвійна вершина» (англ. double top), «потрійне дно» (англ. triple bottom), «потрійна вершина» (англ. triple top). Ці фігури говорять про те, що час фіксувати прибуток за наявними позиціями;
- ✓ деякі фігури можуть бути як фігурами продовження тренда, так і реверсивними фігурами. Така подвійна роль є характерною для «трикутників» (англ. triangles) і «прямокутників» (англ. rectangles).

Коли кілька фігур на графіку однаково спрямованні, то їх сигнали взаємно посилюються. Наприклад, коли відбувся перетин низхідної лінії тренда і завершилося формування «подвійного дна», то обидва факти вказують на те, що низхідний тренд закінчується. Коли фігури різноспрямовані, то їх сигнали взаємно знищуються і найкраще утриматися від входження в ринок і почекати подальшого розвитку подій.

Розглянемо основні фігури технічного аналізу.

Як зазначалося вище, фігура у вигляді **«голова і плечі»** належить до реверсних фігур технічного аналізу. Висхідний тренд характеризується тим, що з кожним разом досягаються нові максимуми. Якщо цього не відбувається, то можна говорити про те, що поточна тенденція поступово вичерпується. Якщо при цьому черговий пік не зміг піднятися до попереднього максимуму, то можна говорити про початок формування фігури «голова і плечі».

²⁷ Елдер А. Основы биржевой торговли : уч. пособ. [для участников торгов на мировых рынках] / А. Элдер – М. : Альпина Паблишер, 2006. – С. 51.

²⁸ Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 130.

Ця фігура вказує на закінчення висхідного тренда. «Голова» – це пік цін, оточений двома більш низькими піками або «плечима». Лінія «шиї» (англ. neckline) сполучає мінімуми після лівого «плеча» і «голови». Лінія «шиї» не зобов'язана бути горизонтальною, вона може йти вгору або вниз. При цьому лінія «шиї», що спрямована вниз, показує, що «ведмеді» набирають силу²⁹ (рис. 8.14).



Рис. 8.14. Фігура «голова і плечі»

Після перетину лінії «шиї» ціни, як правило, повертаються до неї на малих обсягах торгів. Важливим є той факт, що після пробиття лінії «шиї» зниження ціни, як правило, відбувається на величину, що дорівнює відстані від лінії «шиї» до вершини «голови».

«Зворотна голова і плечі». Відмінність цієї фігури від попередньої полягає в тому, що дана конфігурація формується при низхідному тренді. Формування і розвиток даної фігури відбувається точно, як і у попередньому випадку, тільки із знаком мінус.

«Подвійне дно». Дана фігура починає своє формування, коли ціна повторно підходить до горизонтальної лінії підтримки (рис. 8.15).

По локальній вершині проводиться лінія «шиї». При утворенні конфігурації «подвійне дно» слід очікувати, що ціна підніметься на висоту, що дорівнює відстані від горизонтальної лінії підтримки (мінімуму цінового руху) до лінії «шиї»³⁰.

²⁹ Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 130.

³⁰ Элдер А. Трейдинг с д-ром Элдером: энциклопедия биржевой игры / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2003. – С. 93.



Рис. 8.15. Фігура «подвійне дно»

«Потрійне дно». Фігура, аналогічна до попередньої, але при цьому підтримка тестується три (і більше) разів. Слід зазначити, що спрацювання фігури «потрійне дно» подає більш сильний сигнал, ніж розвиток «подвійного дна».

«Подвійна вершина». Фігура «подвійна вершина» є дзеркальним відображенням конфігурації «подвійне дно». При цьому відбувається повторне тестування горизонтальної лінії опору.

«Потрійна вершина». Якщо ж відбулася третя спроба взяття нового максимуму, то можна говорити про формування фігури «потрійна вершина». Очевидно, що дана конфігурація є дзеркальним відображенням фігури «потрійне дно».

«Трикутники». «Трикутники» можна віднести до фігур технічного аналізу, які спостерігаються на всіх часових інтервалах. Дана конфігурація складається з двох похилих силових рівнів. Якщо при продовженні вправо відбувається перетин цих рівнів, то прийнято говорити про «трикутник», що «сходиться». Якщо ні, то про «трикутник», що «розходиться» (рис. 8.16).

Розвиток цієї фігури відбувається, коли пробивається один із силових рівнів (якщо «трикутник» сходиться, це неминуче). Трикутники можуть належати як до фігур продовження тенденції, так і до фігур її розворотів. Все залежить від напрямку «трикутника» (напряму бісектриси). «Висхідний (низхідний) трикутник» із більшою імовірністю завершиться проривом угору (вниз).



Рис. 8.16. Фігура «трикутник»

«Прямокутники». Ця фігура утворюється тоді, коли ціни рухаються між двома паралельними лініями. Вони горизонтальні, але іноді можуть бути і похилими. «Прямокутники», як і «трикутники», можуть бути ознаками як продовження, так і зміни тренда (рис. 8.17).

Верхня лінія «прямокутника» показує опір, а нижня – підтримку. Дана фігура відображає той факт, що учасники ринку не дійшли єдиної думки відносно поточної ситуації на ринку. При аналізі «прямокутників» корисно вивчати обсяг поточних операцій (якщо це можливо). Ідея проста: якщо обсяг зростає при наближенні до верхньої межі, то більш імовірним є прорив угору, а якщо обсяг зростає при наближенні до нижньої межі, то більш імовірним є прорив вниз³¹.

«Прапори». «Прапор» є чотирикутником із лініями, які нахилені вгору або вниз (рис. 8.17).

Прориви відбуваються в напрямі, протилежному нахилу прапора. Якщо «прапор» спрямований угору, то більш імовірним є прорив вниз. Якщо «прапор» нахилений вниз, то більш імовірним є прорив угору³².

Крім графічних, широко використовуються числові методи аналізу: регресивний, визначення волатильності ринку тощо.

³¹ Пейтел Э. Internet-трейдинг. Полное руководство / Э. Пейтел, П. Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. – С. 87.

³² Швагер Д. Технический анализ. Полный курс / Д. Швагер. – М. : Альпина Паблицер, 2001. – С. 122.



Фігура «прямокутник»



Фігура «прапор»

Рис. 8.17. Фігури «прямокутник» та «прапор»

8.5. Трендові індикатори та осцилятори

Ми познайомилися з такими поняттями, як силові рівні, тенденції і тренди. Крім того, розглянули «сліди», що залишаються різними тенденціями на графіках, – фігури технічного аналізу. Зрозуміло, що одним із основних завдань технічного аналізу є відповідь на питання: збережеться поточна тенденція чи ні. З цією метою використовуються математичні методи (методи теорії ймовірності і математичної статистики). Для цього розраховують деякі функції на основі значень цін, обсягів тощо, аналіз яких і дає відповідь на поставлене запитання. Вказані функції отримали назву технічних індикаторів. Індикатори можна розділити на дві великі групи³³:

- ✓ індикатори тенденцій (підтверджують тенденції);
- ✓ осцилятори (підказують розвороти трендів).

Відкидаючи деякі позитивні методи, представники технічного аналізу найчастіше використовують один із найбільш загальних та поширених методів – метод руху середніх значень цін, який можна визначити та застосувати по-різному. Середня є сумою значень минулих цін, поділеною на кількість. Десятиденне середнє значення ф'ючерсних цін закриття буде сумою десяти останніх цін закриття, поділеною на 10. Середнє може визначатися протягом будь-якого періоду. Звичайними періодами є 3, 7, 10, 15, 20 та 30 днів.

Метод ковзних середніх значень передбачає розрахунок середнього значення ціни або показника індикатора за певний період. Термін «ковзна» передбачає, що середня ціна змінюється або рухається в часі³⁴. Існує кілька видів ковзних середніх:

- ✓ проста ковзна середня;
- ✓ експоненціальна ковзна середня;
- ✓ змінна ковзна середня;
- ✓ зважена ковзна середня;
- ✓ обсяго-залежна ковзна середня.

Ковзні середні є найпоширенішим інструментом технічного аналізу, який згладжує коливання цінового графіка шляхом усереднення за певний історичний період. Основне призначення цих індикаторів полягає у виявленні трендів. Істотним недоліком ковзних середніх є запізнення усереднених значень щодо майбутніх цін. Варто відмітити, що ковзні середні розрізняються методом усереднення.

Основні правила побудови:

- ✓ чим довший період, на якому будується середнє значення, тим менший порядок самого середнього слід обирати (для денних графіків порядок не більше 89, для тижневих – не більше 21), короткі середні можна застосовувати без обмежень;
- ✓ чим довша середня, тим менша її чутливість;
- ✓ середня дуже маленького порядку дає багато помилкових сигналів;
- ✓ середня дуже великого порядку постійно запізнюється;
- ✓ при бічному тренді застосовуються середні з більшим, ніж зазвичай, порядком.

Ковзні середні добре працюють на трендовому ринку і дуже погано на безтрендовому, оскільки запізнювання ковзних середніх зумовлює помилкові сигнали.

³³ FOREX. Учебник по валютному дилингу. – Los Angeles – California : ROYALFOREX, 2001. – С. 52.

³⁴ Кан М. Технический анализ. Просто и ясно / М. Кан. – [2-е изд.]. – СПб.: Питер, 2011. – С. 53.

Крім ковзних середніх, поширеними є й інші індикатори технічного аналізу: канали зміни цін, смуга Боллінджера (Bollinger Band – BB), MACD-гістограма (метод конвергенції-дивергенції), лінії РТР (Parabolic Time Price System), індикатор «направленої зміни» (Directional Movement – +/-DM), індикатор імовірної спрямованості (ADX) та інші.

Разом з індикаторами ринку, при аналізі можливої найближчої зміни в тенденції широке застосування отримали **осцилятори**. Осцилятори, за висловлюванням одного з представників технічного аналізу, нагадують гумовий м'яч, який падає у воду або злітає у повітря. Відомо, що м'яч випірне з води і впаде вниз після підкидання. Поведінка осциляторів є аналогічною. Вони неодмінно повертаються до нормального стану, що відповідає середнім значенням індикаторів.

Основним сигналом в осциляторів є дивергенція. Дивергенція – це ситуація, коли напрям руху ціни і технічних індикаторів не збігаються. Дивергенція вважається найсильнішою ознакою розвороту тренду. При цьому розрізняють дивергенцію «бичу» і «ведмежу».

Найпоширенішими осциляторами технічного аналізу є: Price Oscillator (OSC), індекс торговельного каналу (Commodity Channel Index – CCI), осцилятор темп зміни (Rate of Change – ROC), індекс відносної сили (RSI), стохастичні лінії, індекс сили (Force Index Short Term – FI), індекс грошового потоку (Money Flow Index – MFI).

Правила аналізу осциляторів³⁵:

- ✓ на «бичому» ринку межі значень необхідно піднімати, а на «ведмежому» – опускати;
 - ✓ добрі результати аналіз осциляторів дає на флетовому ринку;
 - ✓ якщо при сильному тренді вгору осцилятор показуватиме вниз, а ціна не піде у вказаному напрямі, то тим сильнішою надалі буде тенденція вгору, при сильному тренді вниз, навпаки;
 - ✓ при зміні тренда осцилятор може і показати невірний сигнал, і першим попередити.
- При роботі на сильному тренді сигнали осциляторів варто застосовувати з максимальною обережністю, при цьому помилкові сигнали осциляторів, як правило, свідчать про посилення тренда.

Необхідно враховувати такі моменти при використанні осциляторів:

- ✓ як правило осцилятори використовуються на безтрендових ділянках ринку. При яскраво вираженому тренді до уваги беруться тільки сигнали за трендом (наприклад, при висхідному загальному тренді – тільки сигнали на купівлю);
- ✓ перетин із нульовою лінією як сигнал є слабким і береться до уваги тільки в тому випадку, якщо не суперечить основній тенденції руху ціни;
- ✓ критичні значення осциляторів говорять тільки про те, що поточна зміна цін відбувається дуже швидко і, отже, можна чекати швидкої корекції. З цього, проте, випливає і той факт, що осцилятор може досягати зони перекупленості (перепроданості) задовго до закінчення тренда (якщо на початку тренда ціни значно змінювалися) і довго залишатися там у міру подальшого розвитку тренда. Отже, особливо сильний сигнал виникає в тому випадку, якщо в зоні перекупленості (перепроданості) осцилятор здійснює кілька коливань і тільки тоді покидає її;

³⁵ Иванов Ю. А. FOREX : уч. пособ./ Ю. А. Иванов/ – М. : ОМЕГА-Л, 2005. – С. 126.

- ✓ розбіжність цінового графіка і осциляторів (дивергенція). Наприклад, ціновий графік утворює новий пік, який за абсолютним значенням перевищує попередній, але осцилятор цього не підтверджує. Сама величина дивергенції не впливає на силу подальшої зміни ціни. Дивергенція є найсильнішим і найнадійнішим сигналом;
- ✓ на графіках осциляторів корисно проводити лінії тренда, підтримки і опору. Тут можна побачити класичні фігури технічного аналізу, які можуть мати більше значення, ніж на ціновому графіку;
- ✓ зони перекупленості (перепроданості) необхідно встановлювати індивідуально, залежно від типу ринку і часового інтервалу, за яким будується графік. Іноді для фільтрації помилкових сигналів вони можуть становити навіть 2–5%;
- ✓ чим коротший період осцилятора, тим частіше сигнали виникають і запізнюються менше. Відповідно спостерігається значна кількість помилкових сигналів. При використанні осциляторів із великим періодом кількість сигналів зменшується, збільшується відставання, але підвищується надійність.

Крім іншого, на практиці отримало широке застосування сумісне використання кількох індикаторів і осциляторів, наприклад, згладжування ковзним середнім значенням осцилятора RSI тощо.

8.6. Аналіз показників обсягів торгівлі

Volume – обсяг. Обсяг – це кількість одиниць контрактів, укладених за певний проміжок часу. Аналіз обсягу є важливим елементом технічного аналізу. Обсяг допомагає виміряти силу руху ціни. Як правило, обсяг наводиться у величинах, кратних 10 або 100 від реальної кількості контрактів. Обсяг – найважливіша складова багатьох технік і систем технічного аналізу³⁶.

Для біржових товарів (валютний строковий ринок, фондовий ринок, товарний ринок тощо) показники обсягу торгівлі наводяться в двох вимірах:

- ✓ кількість куплених та проданих контрактів протягом однієї (поточної або минулої) біржової сесії;
- ✓ показник загальної кількості відкритих контрактів на кінець дня (умовна назва «відкритий інтерес» – «open interest»).

Графік обсягу обов'язковий для застосування як такий, що підтверджує прогнози, отримані від використання інших методів технічного аналізу. Його можна будувати, починаючи з кількох хвилин. Найбільш інформативним є графік за годину. Обсяг показує рівень активності ринку.

Обсяг торгівлі позначається вертикальним стовпчиком внизу графіка під відповідним стовпчиком, що фіксує ціни за день. Чим вищий стовпчик обсягу, тим більшу кількість операцій цього дня здійснено, і навпаки, чим стовпчик нижчий, тим обсяг менший (рис. 8.18).

³⁶ Суворов С. Г. Азбука валютного дилінга / С. Г. Суворов. – СПб. : Изд-во С.-Петербурзького ун-та, 1998. – С. 143.



Рис. 8.18. Біржовий графік та графік обсягу EUR/USD

Термін «**відкритий інтерес**» означає загальну кількість нереалізованих (непогашених) контрактів на кінець біржового дня. Відкритий інтерес – це загальна кількість відкритих «довгих» або «коротких» позицій, а не тих і інших разом. На кожному «довгу» позицію має доводитися відповідна «коротка». Таким чином, достатньо знати загальну кількість відкритих позицій тільки з одного боку. Відкритий інтерес позначається на графіку неперервною лінією внизу, нижче за стовпчики цін, але вище за стовпчики обсягу. На графіках, що складаються багатьма інформаційними службами, також представлена лінія точкового пунктиру. Вона відповідає середньому значенню відкритого інтересу за п'ять років і служить для визначення сезонних тенденцій його зміни³⁷.

Більшість комерційних інформаційних служб, що поширюють готові графіки, як і більшість технічних аналітиків ф'ючерсних ринків, ряд причин, хоча окремі значення цих показників можна отримати і за кожним місяцем поставки.

Йдеться про те, що на початку строку дії ф'ючерсного контракту обсяг і відкритий інтерес, як правило, не дуже великі. Їх значення зростають у міру наближення терміну поставки, але за місяць-два до його настання вони знову падають. Тому зручніше користуватися сумарними значеннями, що дозволяє спостерігати картину зміни обсягу і відкритого інтересу протягом тривалого відрізка часу, а отже, використовувати їх для прогнозування динаміки ринку.

Якщо значення обсягу і відкритого інтересу за окремими місяцями поставки не мають значної цінності для вивчення напряму розвитку ринку, то не можна заперечувати, що вони несуть певну інформацію. Перш за все, вони говорять про ліквід-

³⁷ Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи – М. : Евро, 2008. – С. 60.

ність того або іншого контракту, що дуже важливо з погляду вибору об'єкта для торгівлі. Як правило, торгова активність на ф'ючерсному ринку повинна обмежуватися лише місяцями поставки з найвищим відкритим інтересом. Від торгівлі контрактами з низьким відкритим інтересом слід утримуватися.

Показники обсягу мають велике значення не тільки при ухваленні рішення про момент відкриття позиції, а й при аналізі загального настрою ринку – ринок «бичий» або «ведмежий».

До основних правил, які можна застосовувати при розгляді показників обсягу, можна віднести:

1. Графік перебігу торгової сесії зазвичай має вигляд букви V (рис. 8.19).

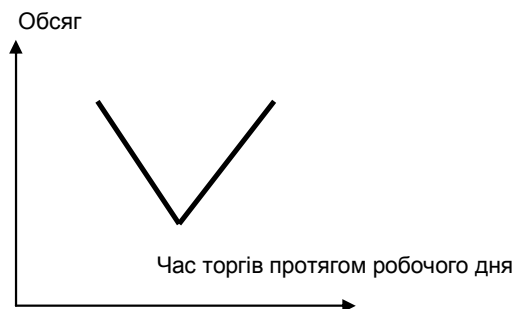


Рис. 8.19. Характерний графік перебігу біржової сесії

На початку торгів виконуються заявки, накопичені брокерами за ніч, і операції, замовлені вимушеними торговцями (імпортери й експортери і т. ін.), тому кількість операцій на початку торгової сесії є значною. Потім вона спадає, досягаючи в обід локального мінімуму. До кінця торгів професійні гравці починають укладати щораз більше операцій, формуючи тим самим ціни закриття ринку.

2. Графік обсягу на валютному ринку FOREX прямо протилежний до біржового з вершиною від 11 до 14 годин за середньоєвропейським часом.

3. Пониження обсягу показує зменшення інтересу до даної динаміки курсу. Це може призвести до зміни тренда, або до тимчасової стабілізації цін.

4. Підвищення обсягу показує збільшення зацікавленості учасників ринку в даній ціні. З'являються передумови для посилення існуючої динаміки на ринку або до появи нового напрямку зміни ціни.

5. Іноді поступове зниження обсягів супроводжується різкою зміною динаміки ціни. Це можливо при припиненні боротьби однієї із сторін, фактичної її капітуляції перед новим трендом.

6. Варто стежити за зміною обсягів в обід (в основних біржових центрах, особливо Західної Європи) і в нічний час, коли не працює основна маса операторів ринку (переважно Західної Європи – Лондон, Франкфурт, Париж). У цей час навіть найменші суми можуть призводити до значних коливань курсу, ринок стає малопередбачуваним. Зниження обсягу в цей час не обов'язково свідчить про зниження інтересу до операцій при даній динаміці курсу. Небезпечно укладати контракти на ринку після 17 годин за середньоєвропейським часом.

7. Необхідно відзначити існування сезонного чинника, що здійснює помітний вплив як на динаміку показника обсягу, так і на динаміку цін. Для строкового ринку ф'ючерсів та опціонів істотною є дата закінчення строку дії найближчого контракту (як правило, кінець кожного кварталу). Для всього ринку істотним є закінчення фінансового року та календарного року. Обсяги операцій, як правило, в цей час падають, а відкритий інтерес досягає мінімальних значень.

8. Вершини обсягів, що виділяються на загальному фоні, сигналізують про можливу зміну тренда.

Аналіз показників обсягу проводиться в двох розрізах:

- ✓ бар до бару, коли порівнюються минулі значення ціни і обсягу (оскільки поточне перебуває ще в процесі зміни) до попереднього;
- ✓ розглядається загальна динаміка зміни обсягу і адекватного відображення динаміки ціни.

Застосування першого методу аналізу дозволяє робити конкретні висновки щодо загальної ситуації на ринку. Аналіз за другим методом дає можливість оцінити загальну активність на ринку і ступінь презентативності показників обсягу для аналізу.

Обсяги торгів займають друге місце в технічному аналізі після ціни. Центром аналізу є стара аксіома: «Обсяг рухається разом з ринком». Обсяг повинен зростати на підйомах ринку (ринок «биків» – bull market) і спадати разом з ринком (ринок «ведмедів» – bear market).

Популярну теорію обсягу можна подати так:

- ✓ ринок є технічно сильним, коли обсяги зростають на підйомах і зменшуються на спадах;
- ✓ ринок є технічно слабким, коли обсяги зростають на спадах і зменшуються на підйомах.

При зростанні ціни набирають сили попит і пропозиція. Тому продавці збільшують обсяги продажу. З іншого боку, на ринку «биків», якщо обсяги знижуються за умови спаду цін, цей ринок вважається сильним (продавці не хочуть продавати дешево).

На чистому ринку «ведмедів» обсяги мають зростати при спаданні ціни, тому що пропозиція збільшується. Це риса слабого ринку. Якщо обсяги знижуються на коротких підйомах, то ринок залишається слабким, оскільки не передбачається зростання кількості інвесторів.

Багато технічних аналітиків використовує аналіз такого показника, як широта ринку. Це стосується кількості контрактів у біржовому списку. Особливо це стосується фондового ринку. Наприклад, на NYSE в обігу майже 2000 акцій. Ця кількість може зростати або знижуватися протягом дня. Припустимо, що певного дня ціни 1000 акцій зростали, 800 – падали, 200 – не змінилися. Такий ринок вважається технічно сильним. Для декого ці дані є важливішими за середні значення цін, бо вони показують, що відбувається з попитом і пропозицією капіталу, а не кількох «блакитних фішок». Прикладом великої технічної слабкості ринку може бути 26 вересня 1955 р. – перший робочий день ринку після серцевого нападу у президента Ейзенхауера. Того дня курс 1247 акцій знизився і лише 38 – піднявся. Аналогічні події відбулися 17 жовтня 1997 р., коли індекс Доу–Джонса знизився за день більш ніж на 500 пунктів через фінансову кризу у Гонконгу. Тобто знижувалися курси більшості акцій.

Збільшення кількості та широти інструментів торгівлі дехто вважає за сприятливий знак на зростаючому ринку і за несприятливий знак на падаючому.

Жвавий інтерес викликає кількість зростань і знижень, про які повідомляють біржі щодня. Наприклад, певного дня на ринку сталося 10 нових зростань і 100 знижень. Це ознака технічної слабкості.

8.7. Структурні теорії технічного аналізу

Деякі торговці використовують структурні теорії. Як зазначалося, це теорія сезонних змін ринку, теорія циклів та хвильова теорія Елліота. Структурний аналіз ґрунтується на основі вивчення історичного процесу зміни цін, який допомагає визначити повторювані цінові шаблони на ринку.

Теоретично сезонних змін на ринку, якщо тільки ринок має більш-менш суттєві розміри, немає. Якщо б ціни різко зростали з квітня до травня, всі торговці купували би у квітні, щоб продавати у травні. Така тенденція зруйнувала б шаблон. Як правило, ці дані не можуть використовуватися як надійні індикатори прибуткових капіталовкладень. Їх використовують для довідок.

У XIII ст. Х. Аквінський сформулював один з основних принципів естетики — відчуття людиною присмних об'єктів, що володіють правильними пропорціями. Він посилався на прямий зв'язок між красою і математикою, яку нерідко можна «виміряти» і знайти в природі. В інстинктах людини закладена позитивна реакція на правильні геометричні форми як у довколишній природі, так і в рукотворних об'єктах, таких як твори живопису. Х. Аквінський посилався на той самий принцип, що є основою теорії Я. Фібоначчі.

Основу даної теорії заклав італійський торговець і математик Л. Фібоначчі, що народився приблизно в 1170 р. Він був одним із найвідоміших учених свого часу. Серед його найбільших досягнень — введення арабських цифр замість римських³⁸.

Вважається, що при вивченні піраміди Хеопса в Гізе він відкрив числову послідовність, названу потім його ім'ям. Послідовність Л. Фібоначчі — це числовий ряд, в якому кожний подальший член є сумою двох попередніх:

1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89...

Ця математична послідовність починається з 1, 1, а наступне число виходить складанням два попередніх. Проте чому ця послідовність така важлива? Дана послідовність асимптотично (щораз повільніше) наближається до деякого постійного співвідношення.

Однак це співвідношення ірраціональне, тобто є числом із нескінченною, непередбачуваною послідовністю десяткових цифр у дробовій частині. Його неможливо виразити точно. Якщо який-небудь член послідовності Л. Фібоначчі розділити на передуючий йому (наприклад, 13:8), результатом буде величина, що коливається близько ірраціонального значення 1,61803398875... і через раз то перевершує, то не досягає його. Але навіть витративши Вічність, неможливо дізнатися відношення

³⁸ Акеліс С. Технический анализ от А до Я / С. Акеліс. — М. : Евро, 2010. — С. 206.

точно, до останньої десяткової цифри. Заради економії часу приводитимемо його у вигляді 1,618.

Особливі назви цьому співвідношенню почали давати ще до того, як Л. Пачолі (середньовічний математик) назвав його Божественною пропорцією. Серед його сучасних назв є такі, як Золотий перетин і Золотий середній. Кеплер назвав це співвідношення «одним із скарбів геометрії». В алгебрі його позначають грецькою буквою ϕ ($\phi = 1,618$).

Але інтерес учених (і трейдерів) привертає не лише ϕ . Якщо розділити будь-яке число ряду послідовності Л. Фібоначчі на число, наступне за ним у цьому ряду (наприклад, 8/13 або 13/21), знайдемо, що ряд асимптотично наближається до відношення ϕ' , що є оберненим значенням ϕ .

Це дуже незвичайне явище і корисне, коли справа доходить до розробки інструментів торгівлі. Оскільки первинне відношення ϕ ірраціональне, обернене значення ϕ' до відношення ϕ також обов'язково є ірраціональним числом. Це означає, що знову потрібно брати до уваги невелику погрешність при використанні для обчислень наближеного скороченого значення 0,618.

Просто дивно, скільки постійних можна обчислити за допомогою послідовності Фібоначчі, її члени виявляються у величезній кількості поєднань. Проте не буде перебільшенням сказати, що це не просто гра із числами, а найважливіший математичний вираз природних явищ зі всіх коли-небудь відкритих.

Така чудова властивість послідовності Л. Фібоначчі знайшла віддзеркалення в ряді технічних інструментів, які використовуються при аналізі ринку. Загальний принцип інтерпретації цих інструментів полягає в тому, що при наближенні ціни до побудованих з їх допомогою ліній слід чекати змін у розвитку поточної тенденції.

Зрозуміло, що спочатку теорія італійця ніяк не була пов'язана з аналізом динаміки ринку. Проте сьогодні положення теорії послідовності Л. Фібоначчі отримали широке визнання в середовищі технічних аналітиків.

На закінчення поставимо питання про правомочність використання теорії Фібоначчі стосовно прогнозування динаміки на строковому ринку. Очевидно, правильніше говорити так: більшість учасників ринку «вірять» у цю теорію і діє згідно з нею. Це, у свою чергу, підкріплює саму теорію. Проте все може бути і навпаки...

Під впливом теорії Ч. Доу і досліджень у сфері природних явищ Р. Елліотт (Ralf Nelson Elliott) зробив доволі сміливе припущення, що динаміка ринку акцій підпорядкована циклічним законам³⁹. Отже, ціни можна прогнозувати шляхом виявлення хвильових моделей, що повторюються. Певною мірою це механістичний підхід до ринку: ринок сприймається механічною системою, що має власні частоти коливань і амплітуди. Крім того, якщо продовжити механічну аналогію, то слід сказати, що система (ринок) без дії зовнішніх сил (фундаментальних чинників) еволюціонуватиме згідно зі своєю внутрішньою будовою, яка описується вказаними вище параметрами. Іншими словами, прогнозування ринку зводиться до виявлення параметрів його внутрішньої будови і виокремлення тих моментів, коли зовнішня дія мінімальна.

³⁹ Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи. – М. : Евро, 2008. – С. 401.

Крім іншого, Р. Елліотт вважав, що будь-яка сфера людської діяльності, а не тільки ринок акцій, перебуває під впливом циклічних сил, які необхідно лише виявити.

Як зазначає Б. Стівен, суть теорії Р. Елліотта полягає у боротьбі сил творення і руйнування. Як і попередні теорії, ця теорія будується на доволі простих постулатах⁴⁰:

1. За дією завжди слідує протидія.
2. Головна тенденція (висхідна або низхідна) складається із п'яти хвиль, за якими слідує три хвилі корекції.
3. Описана модель утворює повний цикл і, в свою чергу, є складовою частиною моделі більш високого рівня.

Ця модель незмінна, варіюється лише тривалість її формування, де у кожному показано (схематично) базову модель (та цеглинка, на якій будується вся динаміка ринку), що складається з п'яти імпульсних хвиль (1, 2..., 5) і трьох хвиль корекції (a, b, c).

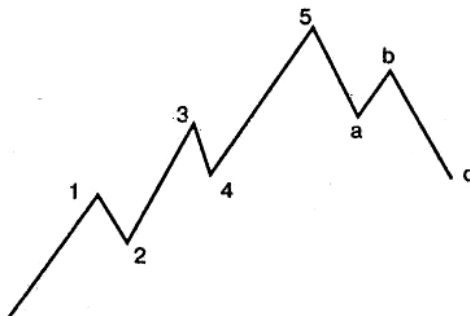


Рис. 8.20. Базова модель Д. Елліотта

Термін «імпульсні хвилі» є умовним. Насправді іноді непарні хвилі називають імпульсними, а парні — хвилями корекції. Водночас хвилі a, b і c є корекціями головної тенденції, утвореної хвилями 1–5. Ще раз відмітимо, що головна тенденція може бути як висхідною, так і низхідною.

За теорією хвиль Р. Елліотта, кожна окрема хвиля повного циклу, у свою чергу, є повним циклом більш низького рівня. Найбільша хвиля має назву «великий надцикл». Великий надцикл складається з надциклів, а надцикл — з циклів. При цьому можна продовжити дроблення, внаслідок чого отримаємо спочатку основну хвилю, потім проміжну, малу, надмалу і найдрібнішу хвилі (іншими словами, ринок має фрактальну структуру)⁴¹.

Основою теорії хвиль Р. Елліотта, як і раніше, служить послідовність Л. Фібоначчі. Як неважко побачити, повний набір хвиль будь-якого циклу в теорії Р. Елліотта є одним з елементів ряду Л. Фібоначчі. Наприклад, розглянемо модель більш високого рівня, побудовану з «елементарної цегли». Простий підрахунок елементів говорить про те, що дана структура складається з 34 елементів (34 належить послі-

⁴⁰ Акеліс С. Технический анализ от А до Я / С. Акеліс. — М. : Евро, 2010. — С. 56.

⁴¹ Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи. — М. : Евро, 2008. — С. 405.

довності Л. Фібоначчі). Якщо піти далі, то можна побачити, що подальші узагальнення також містять елементи, суми яких є числами ряду Л. Фібоначчі⁴².

На практиці використовують хвильові моделі Р. Елліотта в комбінації з числами Л. Фібоначчі. При цьому можна досліджувати як короткострокові рухи, так і еволюції протягом декількох років і десятиріч. Мабуть, головний доказ правомірності подібного підходу в тому, що дві різні теорії (теорія Фібоначчі і хвильова теорія Р. Елліотта) виявилися взаємопов'язаними.

Цікавим є той факт, що більшість прихильників теорії Р. Елліотта схиляються до думки, що останній Великий надцикл почався у 1932 р., а остання, п'ята, хвиля цього циклу започаткувалася в рік зародження ринку в 1982 р. Проте після 1982 р. думки почали розходитися. Більшість дослідників, хто визнав жовтневий крах 1987 р. завершенням циклу. Однак послідувало енергійне відновлення ринку, що примусило адептів теорії Р. Елліотта переглянути свої погляди на те, що відбувається. В цьому і криється найслабша сторона хвильової теорії Р. Елліотта: все залежить від точки відліку. Визначення ж початку однієї хвилі та кінця іншої має суб'єктивний характер.

Отже, технічний аналіз для нашого ринку є новим інструментом, тому, на нашу думку, в Україні слід більше уваги приділяти перекладам книг відомих аналітиків фондових, валютних та ф'ючерсних ринків, як це робиться в Росії, і запровадити їх вивчення у вищих економічних закладах та при підготовці і сертифікації біржових брокерів, торговців цінними паперами та аналітиків цих ринків.

⁴² Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи. – М. : Евро, 2008. – С. 424.

Резюме

Технічний аналіз – це дослідження динаміки основних показників ринку за допомогою графічних методів з метою прогнозування майбутніх напрямів їх руху.

Технічний аналіз ґрунтується на трьох статистичних оцінках біржової торгівлі, а саме:

- 1) ціни;
- 2) обсягів торгівлі;
- 3) кількості відкритих позицій або відкритих інтересів (*open interest*).

У зарубіжній практиці є два погляди на технічний аналіз. З точки зору психолога, технічний аналіз визначається як графічне зображення соціально-психологічних процесів ринку. З точки зору математика, технічний аналіз це графічне відображення звичайних статистичних процесів. Становлення технічного аналізу відбувається в кінці XIX ст. Творцем цього напрямку аналізу вважається Ч. Доу – головний редактор газети «*The Wall Street Journal*», який вперше використав статистичні методи аналізу часових рядів на ринку акцій. Сучасний технічний аналіз щораз більше використовує когнітивну психологію, за допомогою якої аналітик краще пізнає себе та ринок, що дозволяє по-новому оцінювати різні ринкові процеси.

Технічний аналіз (*technical analysis*) ґрунтується на припущенні, що ціни змінюються за стійкими часовими моделями. Тих, хто дотримується цієї теорії, називають чартістами (*chart – діаграма*), оскільки вони аналізують діаграми коливань цін та курсів і виявляють повторювані моделі. Фундаментальні аналітики досліджують закономірності, що діятимуть у майбутньому, а погляд технічних аналітиків спрямований у минуле. Основне положення технічного аналізу: все на ринку, розпочинаючи з катастроф та закінчуючи психологією трейдерів, приводить до зростання чи спаду цін.

Технічний аналіз передбачає вивчення внутрішньої інформації бірж. Слово «технічний» означає вивчення самого ринку, а не зовнішніх факторів, що відображаються в динаміці ринку. Технічні аналітики намагаються прогнозувати короткострокові зміни цін та курсів, і на основі цього прогнозу дають рекомендації щодо часу укладення угоди, конкретного контракту або ринку загалом. На фінансових ринках світу вважають, що фундаменталісти відповідають на запитання «що?», а техніки – «коли?».

Найпопулярнішим інструментом технічних аналітиків є цінові графіки. Побудова графіків зміни цін та курсів є одним із найдавніших та найбільш вдалих методів. Багато графіків використовується фахівцями для виявлення тенденцій ринку та точок зламу трендів. Тренд – це тенденція (лат. «*tendentia*» – «напрямок») або односторонній рух ціни, що діє впродовж певного неперервного періоду.

Засоби технічного аналізу можна поділити на чотири категорії:

1. Зразки графіків цін.
2. Метод дотримання тренда.
3. Аналіз характеру ринку.
4. Структурні теорії.

Контрольні запитання

1. У чому полягає сутність технічного аналізу ф'ючерсних ринків?
2. Які погляди на технічний аналіз існують на зарубіжних ф'ючерсних ринках?
3. Яка біржова інформація потрібна технічному аналітику?
4. Що таке тренд?
5. Що таке рівень опору біржових котирувань?
6. Що таке рівень підтримки біржових котирувань?
7. Кого вважають творцем технічного аналізу?
8. Які засоби технічного аналізу Ви знаєте?
9. Які фігури технічної аналітики відносять до класичних?
10. Які структурні теорії використовують технічні аналітики?

Рекомендована література

1. Акеліс С. Технический анализ от А до Я / С. Акеліс – М. : Евро, 2010. – С. 206.
2. Жвалюк Ю. Внутрідневна торгівля на ринку Форекс/ Ю. Жвалюк – СПб. : Питер, 2000. – С. 23.
3. Іванов Ю. А. FOREX : уч. посіб. / Ю. А. Іванов. – М. : ОМЕГА-Л, 2005. – С. 126.
4. Кан М. Технический анализ. Просто и ясно / М. Кан. – [2-е изд.]. – СПб. : Питер, 2011. – С. 53.
5. Корельський В. Ф. Биржевой словарь / В. Ф. Корельський, Р. В. Гаврилов. – М. : Международ. отнош., 2000. – 288 с.
6. Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи. – М. : Евро, 2008. – С. 17.
7. Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдер / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 130.
8. Пейтел Э. Internet-трейдинг. Полное руководство / Э. Пейтел, П. Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. – С. 91.
9. Пискулов Д. Ю. Теория и практика валютного дилинга. (Foreign Exchange and Money Market Operations) : приклад. посіб. / Д. Ю. Пискулов. – М. : ИНФРА-М, 1995. – С. 95.
10. Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж. Сорос. – К. : Диалектика, 2010. – 352 с.
11. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма / Дж. Сорос. – М. : Инфра-М, 1999. – 262 с.
12. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены / Дж. Сорос. – М. : Инфра-М, 1996. – 336 с.
13. Суворов С. Г. Азбука валютного дилинга / С. Г. Суворов. – СПб. : Изд-во С.-Петербургского ун-та, 1998. – С. 140.
14. Швагер Д. Технический анализ. Полный курс / Д. Швагер. – М. : Альпина Паблишер, 2001. – С. 122.
15. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже: Психология. Технический анализ. Контроль над риском / А. Эльдар – М. : Диаграмма, 2001. – С. 63.
16. Элдер А. Основы биржевой торговли : уч. посіб. [для участников торгов на мировых рынках] / А. Элдер. – М. : Альпина Паблишер, 2006. – С. 29.
17. Элдер А. Трейдинг с д-ром Элдером: энциклопедия биржевой игры/ А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2003. – С. 93.

18. Шарп У. Ф., Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1999. –601с.
19. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабоцци – М. : ИНФРА-М, 2000. –932 с.
20. Эрлих А. Технический анализ товарных и финансовых рынков / А. Эрлих. – М. : ИНФРА-М, 1996.
21. Bonham Н. В. The Complete Investment and Finance Dictionary / Н. В. Bonham. – Adams Media, 2001. – 736 p.
22. FOREX. Учебник по валютному дилингу. – Los Angeles – California : ROYALFOREX, 2001. – С. 52.
23. Morgenson G. New York Times Dictionary of Money and Investing: The Essential A-to-Z Guide to the Language of the New Market / G. Morgenson, С. R. Harvey. –[1st edition]. – Times Books, 2002. – 400 p.
24. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.financialdictionary.net/define/Technical+Analysis>.
25. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investopedia.com>.

Тести для перевірки знань до розділу 8

1. Технічний аналіз – це:

- а) дослідження основних макроекономічних чинників;
- б) дослідження динаміки основних показників біржового ринку;
- в) дослідження біржових цін;
- г) дослідження обсягів торгів.

2. Технічний аналіз ґрунтується на трьох статистичних даних біржової торгівлі:

- а) максимальних, мінімальних та цінах закриття;
- б) обсяги торгівлі, відкритий інтерес, розрахункова ціна;
- в) максимальних, мінімальних та цінах відкриття;
- г) ціни, обсяги, відкритий інтерес.

3. Технічний аналіз передбачає вивчення:

- а) зовнішньої інформації;
- б) інформації про клієнтів бірж;
- в) внутрішньої інформації бірж;
- г) інформації про позабіржовий ринок.

4. Тренд – це:

- а) тенденція до зміни ціни;
- б) лінія підтримки ціни;
- в) лінія опору ціни;
- г) динаміка зміни ціни.

5. Тренди бувають такими:

- а) тренд «бика»;
- б) бічний тренд;
- в) тренд «ведмедя»;
- г) всі зазначені вище.

6. Технічний аналіз базується на таких припущеннях:

- а) ринок знає все, має тенденції та історію;
- б) ринок може передбачити майбутні ціни;
- в) ринок рухається хаотично, ціни не мають тенденцій;
- г) ринок не може передбачити майбутніх цін.

7. Засоби технічного аналізу поділяються на:

- а) графіки цін, трендові моделі, характер ринку, структурні теорії;
- б) теорія Елліота, числа Фібоначчі;
- в) графіки цін, трендові моделі;
- г) трендові моделі, осцилятори.

8. Найбільш вживані у практиці технічного аналізу такі методи відображення чартів:

- а) «хрестики та нулики», бари;
- б) стовпчикові діаграми;
- в) відрізки, «японські свічки»;
- г) лінійні графіки.

9. Аналіз «японських свічок» здійснюють за такими напрямками:

- а) сила тіла;
- б) сила заперечення;
- в) сила тіні;
- г) всі названі вище.

10. Основними фігурами графіків технічного аналізу є:

- а) голова і плечі;
- б) подвійна вершина;
- в) плечі і голова;
- г) всі названі вище та багато інших.

11. Розрізняють такі види трендів:

- а) короткостроковий, середньостроковий і довгостроковий;
- б) короткостроковий та довгостроковий;
- в) короткостроковий та середньостроковий;
- г) середньостроковий та довгостроковий.

12. Осцилятори бувають:

- а) моментальними;
- б) нормою зміни ціни;
- в) індикаторами каналу;
- г) усіма названими вище.

13. Основним показником обсягів є:

- а) кількість укладених угод;
- б) кількість «довгих» позицій;
- в) кількість відкритих позицій;
- г) кількість «коротких» позицій.

14. На якому ринку України використовують технічний аналіз?

- а) валютному;
- б) фондовому;
- в) сировинному;
- г) енергетичному.

15. Структурні теорії – це:

- а) сезонні зміни ринку;
- б) хвильова теорія Р. Еліотта;
- в) теорія циклів;
- г) всі названі вище.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ технічний аналіз;
- ✓ чартисти;
- ✓ нагромадження;
- ✓ розподіл;
- ✓ фаза консолідації;
- ✓ рівень підтримки;
- ✓ рівень опору;
- ✓ хвильова теорія Р. Еліотта;
- ✓ числа Л. Фібоначчі;
- ✓ метод дотримання тренда;
- ✓ структурні теорії;
- ✓ осцилятори;
- ✓ широта ринку;
- ✓ теорія динамічної рівноваги.

Частина II

ОРГАНІЗАЦІЙНІ АСПЕКТИ БІРЖОВОЇ СПРАВИ

Розділ 9.

Учасники біржових операцій

Розділ 10.

Організація біржових торгів

Розділ 11.

Кліринг та система розрахунків за біржовими угодами

Розділ 12.

Процедура поставки за біржовими контрактами

Розділ 13.

Електронний трейдинг – сучасна технологія
біржової торгівлі

Розділ 14.

Державне регулювання біржової торгівлі

Розділ 9.

УЧАСНИКИ БІРЖОВИХ ОПЕРАЦІЙ

Уолл-Стріт ніколи не змінюється. Змінюються гроші, змінюються учасники, змінюються акції, але Уолл-Стріт ніколи не змінюється, тому що не змінюється людська природа.

Дж. Левермор

Якщо хочете досягнути основи трейдингу найлегшим шляхом – станьте брокером. Єдиний недолік – брак особистої психологічної загартованості. Зазвичай це призводить до того, що цілком успішний трейдер часто не може бути аналогічно успішним дилером.

Е. Найман «Майстер-трейдинг»

Класична економічна теорія будується на припущенні, що учасники подій на ринку діють на основі цілковитого знання. Це помилкове припущення. Сприйняття учасників впливає на стан ринку. Вони не можуть отримати цілковитого знання про ринок, оскільки їх мислення постійно впливає на ринок, а ринок впливає на їх мислення.

Дж. Сорос, фінансист, біржовий спекулянт, філантроп

Теоретична частина

- ✓ Засновники та члени біржі. Їх права й обов'язки
- ✓ Учасники біржових сесій
- ✓ Біржові посередники: брокери та дилери
- ✓ Сутність і види брокерської діяльності
- ✓ Правове регулювання брокерської діяльності

9.1. Засновники та члени біржі. Їх права й обов'язки

Присутніх у біржовій залі учасників біржової торгівлі можна поділити на кілька груп. До однієї з основних груп належать засновники та члени біржі. Як свідчить зарубіжна практика, засновниками бірж впродовж всієї історії їх становлення були торговельні та виробничі фірми, власники плантацій, фермери, власники елеваторів, холодильників, переробні підприємства, державні організації, сучасні транснаціональні корпорації, банки, інвестиційні фонди, холдинги та інші посередники товарного та фінансового ринку.

Згідно із законодавством України (Закони України «Про товарну біржу»¹ та «Про цінні папери та фондовий ринок»²) товарна біржа створюється шляхом добровільного об'єднання зацікавлених юридичних та фізичних осіб, яким це не заборонено законом. Фондову біржу можуть заснувати не менше двадцяти професійних учасників фондового ринку.

Учасників біржових торгів умовно поділяють на такі групи:

- ✓ *ті, що укладають угоди;*
- ✓ *ті, що організують укладання угод;*
- ✓ *ті, що контролюють укладання угод;*
- ✓ *ті, що спостерігають за веденням торгів.*

Наявність таких груп визначається правилами біржової торгівлі та правовим статусом біржі³. На **державних (публічних) біржах** у біржовій залі можуть знаходитися *члени біржі та їх представники; брокери або маклери; акредитовані на біржі; постійні та разові відвідувачі.*

На закритих організаціях – **приватних біржах** – під час торгів мають право знаходитися:

- ✓ *члени бірж;*

¹ Закон України «Про товарну біржу». – Редакція від 02.05.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.

² Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». – Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

³ Биржевая деятельность : учеб. / под ред. А. Г. Грязновой, Р. В. Кореневой, В. А. Галанова. – М. : Финансы и статистика, 1995. – С. 57.

- ✓ *представники членів біржі;*
- ✓ *брокери, акредитовані на біржі.*
До групи, яка організовує біржову торгівлю належать:
- ✓ *маклери або гоф-брокери, які ведуть торги;*
- ✓ *оператори, які реєструють укладені у біржовій «ямі» угоди;*
- ✓ *співробітники розрахункової (клірингової) палати;*
- ✓ *співробітники підрозділів біржі;*
- ✓ *юристи, клерки, помічники брокерів тощо.*

Групу, що контролює біржову торгівлю, представляють:

- ✓ *представники державних органів, що контролюють ф'ючерсну торгівлю;*
- ✓ *члени біржового комітету, біржової ради, старший маклер тощо.*

До групи спостерігачів належать:

- ✓ *акредитовані представники преси;*
- ✓ *відвідувачі;*
- ✓ *гості.*

Члени бірж беруть участь у формуванні статутного капіталу біржі та розрахунково-клірингових палат, сплачують початкові та щорічні внески, мають право голосу при вирішенні основних питань щодо діяльності біржі, які вирішуються на загальних зборах.

На зарубіжних товарних біржах по-різному вирішується питання членства. Члени біржі, які мають право здійснювати на ній торговельні операції, поділяються на кілька категорій з різними правами й обов'язками. На біржах США розрізняють три категорії членства:

- ✓ **повні члени** з правом участі в усіх торговельних секціях (ямах, пітах);
- ✓ **неповні (асоційовані) члени**, які мають право торгівлі лише у конкретних торговельних секціях;
- ✓ **спеціальне членство** (членство за інтересами).

Наприклад, на Чиказькій товарній біржі (СМЕ) поряд з валютною секцією – Міжнародний валютний ринок (ІММ) – функціонує секція з торгівлі живою худобою, м'ясом тощо. Банки, як правило, купують «місце» саме у валютній секції, тобто купують неповне членство.

Повні члени мають більше голосів для прийняття рішень на загальних зборах членів біржі.

Члени біржі мають місце, яке дає право самостійно, без посередників укласти біржові угоди. У біржовій залі це може бути окремий столик чи кабіна, обладнана телефоном, факсом, комп'ютером з виходом на електронне інформаційне табло. На електронних біржах таким місцем є комп'ютерний термінал члена біржі. Кожне місце має свій номер. Члени біржі, якщо це передбачено Правилами біржової торгівлі, мають право здавати його в оренду.

Згідно з американським законодавством повне членство переважно мають лише приватні особи, які отримують доступ (купують «місце») до всіх торговельних секцій біржі. Кількість повних членів обмежується розмірами біржової зали.

Спеціальне членство або членство за інтересами мають, як правило, юридичні особи, які купують «торгівельні інтереси» і через довірених брокерів торгують лише тими ф'ючерсними контрактами, які їх цікавлять. Наприклад, у Чиказькій тор-

говельній палаті члени категорії IDEM працюють лише з ф'ючерсами на індекси акцій, члени категорії СОМ торгують лише опціонами на ф'ючерси.

Окремо виділяються члени Розрахункової (клірингової) палати. Це, як правило, юридичні особи – ТНК, торгові дома, фінансові інститути, брокерські фірми. Оскільки розрахункові палати є корпораціями (акціонерними товариствами), то вони виступають прихованими інвесторами.

На різних біржах існують свої вимоги щодо членства у розрахункових палатах та на самій біржі. Трейдери, як правило, у палату не вступають, натомість члени палати зобов'язані мати декілька «місць» на біржі. Для членів біржі та палат встановлюються пільгові ставки торгових зборів.

Розрізняють також орендарів біржових місць. В останні роки кількість традиційних учасників ф'ючерсних бірж зменшилася, оскільки дедалі більшої ваги набирають фінансові посередники. Такі тенденції спостерігаються на Лондонській біржі металів, Лондонській ф'ючерсній та опціонній біржі, де кількість членів, які торгують товарами, зменшується, а кількість банків, які укладають ф'ючерсні та опціонні контракти з фінансовими інструментами, збільшується.

До осіб, які бажають стати членами біржі, висуваються певні вимоги як щодо величини власного капіталу та платоспроможності, так і щодо моральних якостей фізичної особи або керівника корпорації тощо. Не досить мати кошти для купівлі місця на біржі, яке на зарубіжних провідних біржах коштує недешево (наприклад, за останні п'ять років вартість місця на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE) коливалася від 280 до 350 тис. дол.), потрібно мати позитивний імідж на відповідному ринку, який підтверджується тим, що про майбутнього члени біржі дадуть хороші відгуки два авторитетних члена біржі.

Для бірж, які відроджувалися на теренах колишнього СРСР, зокрема в Україні, характерним було широке коло засновників, у т. ч. і заборонені пізніше законами органи влади як у центрах, так і на місцях. Вказаних вимог щодо членства ніхто не дотримувався. Біржі засновувалися переважно відкриті, що одразу ж спричинило багато випадків невиконання біржових угод. Домовленості під час торгів щодо цін на партії товарів трансформувалися у позабіржові, без сплати комісійних, із зривом строків або і загалом поставок товарів за біржовими контрактами.

Членство на міжнародних біржах є доволі дорогим. Зокрема, на глобальному біржовому холдингу «СМЕ Group» розрізняють кілька типів членства залежно від ринку, до якого член отримує доступ: ринок СМЕ або В1 (торгівля будь-яким контрактом, що укладається на СМЕ), ринок ІММ, або В2 (торгівля іноземною валютою, відсотковими ставками та фондовими індексами), ринок ІОМ, або В3 (ф'ючерсні контракти на індекси акцій, опціони) і ринок GEM, В4 (біржові товари, пов'язані з так званими зростаючими і виникаючими ринками). За станом на початок 2013 р., вартість членства на цих ринках була такою: СМЕ – від 407 до 480 тис. дол., ІММ – від 171 до 220 тис. дол., ІОМ – від 63 до 85 тис. дол., GEM – від 10 до 23 тис. дол.⁴

Отже, учасниками біржової торгівлі є як постійні члени біржі, так і тимчасові власники прав на біржові місця. Саме вони мають право укладати угоди на ф'ючерсних біржах США.

⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : СМЕ Group. Membership pricing <http://www.cmegroup.com/company/membership/membership-pricing.html>.

Свої особливості має інститут біржового членства в Європі. Так, на біржах Великобританії розрізняють три категорії членства:

- ✓ повне членство;
- ✓ асоційоване членство;
- ✓ місцеве членство.

Особливістю асоційованого членства є відсутність права голосу в управлінні біржею та права укладання угод. Ці учасники лише сплачують за укладання угод менші за розміром комісійні повним членам. Натомість місцеві члени мають право укладати угоди для себе, а також за рахунок повних членів та інших місцевих членів, однак і вони не мають права голосу в управлінні біржею. Після біржової реформи 1986 р., яка викликала настільки значні зміни у біржовій торгівлі, що їх почали називати «великим вибухом» (Big Bang), було дозволено членам біржі брати участь у торгівлі як у ролі дилерів, так і брокерів, тобто здійснювати купівлю-продаж активів за власні та чужі кошти.

Франкфуртська біржа цінних паперів (Deutsche Börse Group) серед засновників має 81% банків, 10% регіональних бірж, 9% маклерів (біржових посередників). Члени цієї біржі поділяються на три категорії:

- ✓ банки;
- ✓ офіційні курсові маклери, які приймають замовлення на купівлю та продаж цінних паперів та визначають їх курс;
- ✓ вільні маклери як посередники для тих банків, які не є членами біржі.

Членами найбільшої фондової біржі Швейцарії, Swiss Exchange, яка знаходиться у Цюріху, можуть бути лише банки та їх представники, які для того, щоб зайняти посаду біржового агента, повинні отримати державну концесію.

Як бачимо, зарубіжна практика допускає різне ставлення до категорії членства. В одних країнах перевагу надають юридичним особам (Японія, Канада), в інших – фізичним (США), але у більшості країн, зокрема в Європі, такі переваги відсутні.

Членство на біржі надає певні права та накладає конкретні зобов'язання. До найсуттєвіших прав належать допуск до укладання біржових угод та зменшення комісійних за ними. Бути членом відомих світових ф'ючерсних та фондових бірж престижно. Отримання членства на біржі вимагає підтвердження високої фахової підготовки та компетенції.

Згідно із Законом України «Про товарну біржу» засновниками є члени ініціативної групи, що виступають організаторами її створення. Саме вони формують статутний фонд, виробляють Статут та Правила біржової торгівлі. Вступний внесок члена біржі, як правило, дорівнює ринковій вартості біржового місця, що визначається, виходячи із попиту та пропозиції. У дод. 9.1 наведені умови акредитації на товарній біржі «Українська товарно-сировинна біржа».

Аналізуючи склад засновників українських бірж 90-х рр. ХХ ст., особливо перших, доходимо висновку, що ними були здебільшого виконкоми рад народних депутатів, територіальні органи держпостачу, працівники вищих закладів освіти та представники бізнесу. На даний час забороняється бути засновниками товарної біржі органам державної влади і управління та державним закладам (організаціям), які фінансуються з державного бюджету.

У Росії цих обмежень ще більше – сюди входить заборона членства на біржах для органів державного управління, найманих службовців біржі, регулюється част-

ка окремого засновника, яка не може перевищувати 5% від статутного капіталу біржі тощо. Як бачимо, відродження бірж у країнах колишнього СРСР відбувалося за англо-американським сценарієм; створення публічних державних бірж, характерних для континентальної Європи та дореволюційної Росії, не передбачалося.

Члени товарної біржі в Україні мають право здійснювати біржові операції та одержувати за це винагороду, брати участь в управлінні біржею, вносити пайові вступні та щорічні внески, відкривати брокерські контори тощо. Однак наявність наведених вище прав зумовлюється виконанням конкретних зобов'язань. Ці зобов'язання полягають у безумовному виконанні вимог статуту, правил біржової торгівлі, рішень загальних зборів біржі та її виконавчих органів, інформуванні біржі про зміни у майновому стані тощо.

9.2. Учасники біржових сесій

Розглянемо окремо учасників біржової торгівлі товарних ф'ючерсних і фондових бірж.

Учасниками біржових операцій міжнародних ф'ючерсних бірж, які є їх засновниками, членами або клієнтами, виступають:

як дилери:

- ✓ *потужні трейдери – торговельні ТНК, що укладають угоди за власні кошти та від власного імені;*
- ✓ *промислові ТНК, що реалізують продукцію своїх підприємств;*
- ✓ *плантаційні фірми, об'єднання фермерів, великі землевласники;*
- ✓ *володарі елеваторів, холодильників, нафтових терміналів, газо- та трубопроводів тощо;*
- ✓ *переробні ТНК, які виступають покупцями сировини та продавцями продуктів її переробки;*
- ✓ *державні організації різних країн, які здійснюють формування стратегічних запасів сировини, державних резервів тощо;*
- ✓ *державні банки та організації, які торгують коштовними металами, камінням тощо;*

як брокери:

- ✓ *брокерські фірми та брокерські дома, які укладають угоди від імені та за кошти клієнтів або від власного імені за кошти клієнтів;*
- ✓ *комісійні фірми;*
- ✓ *агентські фірми.*

Найбільше значення у біржовій торгівлі відіграють потужні трейдери – торговці, які займають визначне місце на світових товарних ринках. Як правило, це відомі брокерські фірми, які належать провідним фінансовим та промисловим групам. Наприклад, на ринку нафти та продуктів її переробки лише на Міжнародній нафтовій біржі (International Petroleum Exchange, ІРЕ, Лондон) ведуть торгівлю понад 300 фірм, зокрема незалежні нафтові компанії, міжнародні монополії тощо. Членами цієї біржі є відомі європейські банки.

Саме концентрація капіталу та ресурсів біржових товарів дає змогу визначати справедливі біржові ціни, які служать орієнтиром для ринків загалом. Лише за умови участі у біржових торгах таких учасників на біржах України можливе становлення власне біржового ринку як інформаційного цінового центру. Торговці та фінансисти мають кошти для вкладання їх у процес створення спотових і, що найголовніше, майбутніх – ф'ючерсних цін. Таких коштів не мають виробники та переробники, які сьогодні в Україні є основними учасниками товарних, особливо сільськогосподарських, ринків.

Учасників міжнародної біржової ф'ючерсної торгівлі поділяють на:

- ✓ спекулянтів;
- ✓ арбітражерів;
- ✓ хеджерів.

Спекулянти та їх різновид – *арбітражери*, які купують або продають ф'ючерсні контракти з метою отримання вигоди від різниці у цінах або гри на тенденціях зміни ціни у майбутньому, є *дилерами*. *Хеджери* – це брокери, які виконують замовлення клієнтів щодо купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів з метою цінового страхування їх позицій на реальних ринках.

Ці види біржової діяльності будуть більш детально вивчатися у наступних параграфах. Зараз детальніше розглянемо центральну фігуру серед учасників біржової торгівлі – брокера.

Особливістю членства на фондових та валютних біржах є участь інституційних інвесторів, професійних торговців цінними паперами та банків. До інституційних інвесторів належать інвестиційні фонди, фонди грошового ринку, спекулятивні та хеджеві фонди, керівництво якими здійснюють високопрофесійні інвестиційні керуючі, фінансові інженери, які вміло управляють фінансовими ризиками, використовуючи ф'ючерсні та опціонні контракти та їх гібридні та синтетичні комбінації.

Це цікаво!

Фонди, що дають можливість приватним особам об'єднувати навіть незначні заощадження і колективно вкладати їх на ринку цінних паперів, існують у світі не один десяток років. Найперший фонд для спільних інвестицій населення був заснований у серпні 1822 р. королем Голландії Вільямом Першим, а згодом у 1849 р. – у Швейцарії, і у 1952 р. – у Франції. Появу першого взаємного фонду у США відносять до 1924 р., і саме в цій країні даний спосіб розміщення заощаджень населення став найбільш поширеним. Кількість інвестиційних фондів у США давно перевищила 8000, серед яких гравцями ринку і досі є такі фонди, як Vanguard U. S. Growth Fund Investor Shares, заснований ще в 1959 р., або ж Dodge & Cox Income (1989 р.).

Загалом ж у світі нині нараховують понад 50 000 інвестиційних фондів, доступних для міжнародних інвесторів. Згідно з даними представницької асоціації Європейської індустрії інвестиційного менеджменту (European Funds and Asset Management Association (EFAMA)), загальна вартість чистих активів інвестиційних фондів, зареєстрованих у світі, за станом на 2012 р. становила 20,85 трлн. євро.⁵

⁵ За I квартал 2012 року загальні активи світових інвестиційних фондів зросли на 4,4% [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/news/164090.html>.

Особливістю їх діяльності є не лише впровадження в управлінську практику існуючих фінансових інструментів та стратегій, а й вироблення абсолютно інноваційних. Саме такі учасники входять до складу членів провідних фондових бірж світу.

На особливу увагу заслуговує книга «Биржа – игра на деньги», написана торговцем цінними паперами з Уолл Стріт під псевдонімом «Адам Сміт», в якій автор⁶ досліджує феномен фондової біржі, поведінку багатомільйонних інвесторів та таємничих інвестиційних керуючих – біржовиків.

9.3. Біржові посередники: брокери та дилери

Головною відмінністю дилерів та брокерів є те, що **дилер** – це посередник у широкому розумінні цього слова, він бере участь у процесі укладання угод безпосередньо, вкладаючи власний капітал, беручи на себе всі ризики.

Брокер – це посередник у вузькому розумінні цього слова, він лише зводить продавців та покупців, отримуючи за це винагороду у вигляді комісійних. Брокерська діяльність є основною у біржовій торгівлі. Для здійснення цієї діяльності брокер з клієнтом укладає договір на брокерське обслуговування. Брокер в угодах може виступати від власного імені (тоді він укладає з клієнтом договір комісії) або від імені клієнта (тоді він укладає договір-доручення). Види даних документів подані у дод. 9.2, 9.3.

Іншими словами, **брокер** (broker) – це акредитований на біржі (зарєстрований) агент для придбання / продажу ф'ючерсних та опціонних контрактів з товаром, цінними паперами або валютою. Це офіційний посередник, член біржі, що укладає угоди у біржовій ямі (кільці) як безпосередньо для себе, так і для клієнтів за винагороду (як правило, 0,25–3% від вартості угоди).

Це цікаво!

Биржа. Усі бігають, поспішають, вигукують назви акцій, котирування, віддають накази. Один брокер випадково кидає погляд на вікно і завмирає. Тихо шепоче: «Ох, як же добре... Зима, сніг падає. Сніг падає, падає... (пауза) Сніг падає! Сніг падає! ПРОДАВАЙ СНІГ!».

9.4. Сутність і види брокерської діяльності

Для успішної роботи на біржі брокер повинен:

- ✓ досконало знати ринок даного біржового товару, постійно стежити за його кон'юктурою;
- ✓ пройти процедуру акредитації на біржі, здати відповідні екзамени на предмет знання правил біржової торгівлі та ведення торгів;
- ✓ уміти працювати з клієнтами.

⁶ Сміт А. Биржа – игра на деньги / А. Сміт. – М.: Изд. дом «Альпина», 2000. – 285 с.

Брокер виконує такі функції:

- ✓ консультаційна робота;
- ✓ розміщення товарів у просторі та часі, іншими словами – дистрибуція;
- ✓ допомога в управлінні активами;
- ✓ надання послуг щодо купівлі та продажу активів;
- ✓ хеджування цінкових та курсових ризиків.

По-перше, при зустрічі з клієнтом брокер надає інформацію щодо цін на біржі та можливих напрямів їх змін, він же, як правило, радить, коли потрібно здійснювати ту чи іншу операцію. Особливо це важливо при відкритті хеджевих рахунків та спекулятивних позицій з ф'ючерсними контрактами, розрахованими на прогноз тенденції зміни ціни у майбутньому.

По-друге, під час торгівлі відбувається підбір конкретних продавців та покупців (особливо це стосується ф'ючерсних контрактів, лише 1–2% від яких закінчується реальною поставкою-прийманням біржового товару), тобто знаходження саме того покупця, якому цей товар є необхідним. Це може бути, наприклад, японське нафтопереробне підприємство, яке отримує нафту з Росії, транспортовану найкоротшим шляхом морськими танкерами, за ф'ючерсним контрактом Нью-Йоркської товарної біржі тощо.

По-третьє, брокер надає клієнтові допомогу в управлінні фінансовими та товарними активами, даючи змогу через укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів хеджувати цінні та курсові ризики.

По-четверте, саме брокер через укладання строкових контрактів допомагає розмістити товар у просторі та часі.

Дистрибуція та інформація про ціни, що дозволяє учасникам ринку впевнено дивитися у майбутнє, а саме це дає ф'ючерсний ринок, – найважливіші ключові компоненти брокерської діяльності.

Брокерські контори або фірми відкривають члени біржі, або існуюча брокерська фірма купує місце на біржі. Брокерська фірма створюється згідно із законодавством тих країн, де вона реєструється. Як правило, це приватні фірми, партнерства, які за умови успішного ведення бізнесу перетворюються у корпорації (акціонерні товариства).

Штат фірми призначається засновниками, вони ж визначають перелік біржових активів, з якими планується укладання біржових контрактів. Брокери працюють з фірмою за контрактами, якщо інше не передбачене угодою між брокерською фірмою та членом біржі, що її заснував.

Оплата послуг брокерів за посередництво і представництво інтересів клієнтів проводиться у вигляді винагороди, що її отримує брокерська фірма. Оплата за інші послуги здійснюється згідно з правилами біржової торгівлі та рішеннями біржового комітету.

На етапі становлення цих структур велике значення має їх взаємодія з такими фінансовими інститутами, як банки, страхові компанії, інвестиційні, пенсійні та хеджеві фонди, які також є посередниками та гарантами для своїх інвесторів і членів.

Брокер покликаний допомогти своїм замовникам. Його головною метою є розуміння цілей свого клієнта, він діагностує потреби та цілі і пропонує послуги, які ці цілі задовольняють. Таким чином, брокерська індустрія покликана забезпечити

якість послуг і захистити фізичних та юридичних осіб від некваліфікованого втручання в їх діяльність. За свою роботу брокери отримують комісійні. Розмір цієї винагороди залежить від тієї вигоди, яку вони приносять клієнтові. У країнах ринкової економіки ця винагорода становить 24–25% від валового доходу за угодою. На міжнародних біржах розмір цієї винагороди визначається правилами біржової торгівлі і становить від 0,001% до 3% від суми угоди або визначену фіксовану суму, наприклад, 25 дол. за опціон тощо.

Брокерські контори рекламують свою діяльність у засобах масової інформації, як правило, у діловій пресі, у мережі Інтернет. У таких рекламних повідомленнях описується ділова політика фірми, напрями діяльності, розміри операцій тощо.

Біржі та державні органи нагляду за біржовою діяльністю виробляють відповідні вимоги для брокерів, проводять ліцензійну роботу, сертифікацію брокерів. Покажемо на прикладі товарних ф'ючерсних бірж США процес реєстрації учасників біржової торгівлі.

Обов'язкова реєстрація поширюється на всі основні категорії учасників біржової торгівлі, а саме на:

- ✓ *брокерів* у торговельній «ямі», «рингу» (floor broker, ring broker);
- ✓ *комісіонерів* – представників комісійного дому (commission house) – фірми, що спеціалізується на виконанні доручень купівлі-продажу для клієнтів ф'ючерсної біржі, отримуючи за це комісійні;
- ✓ *асоційованих осіб* – службовців комісійних домів та агентів, які займаються пошуком клієнтів, здійснюють консультаційну роботу; незалежних брокерів (introducing broker), які приймають замовлення клієнтів на укладання угод, однак не ведуть розрахунків, передаючи їх службовцям комісійних домів;
- ✓ *консультантів з торгівлі ф'ючерсами* (commodity trading adviser);
- ✓ *операторів інвестиційних (хеджевих) фондів*, що спеціалізуються на торгівлі товарними ф'ючерсами (commodity fund).

Представники всіх названих категорій учасників мають свою саморегулюючу організацію – Національну ф'ючерсну асоціацію, яка взяла на себе виконання таких функцій⁷:

- ✓ відбір фахівців з ф'ючерсної торгівлі для рекомендації у члени бірж;
- ✓ захист інтересів та прав клієнтів бірж;
- ✓ контроль за брокерами та іншими учасниками торгівлі щодо виконання ними фінансових вимог (проведення таємних та комплексних ревізій всіх напрямів комерційної діяльності, пов'язаної з укладанням ф'ючерсних та опціонних контрактів).

Поки в Україні робота із сертифікації та ліцензування належним чином поставлена лише на фондовому ринку, де діє чітка система підготовки та сертифікації фахівців, зокрема реєстраторів власників іменних цінних паперів, депозитаріїв та торговців цінними паперами.

Аналогічний стан справ і на зарубіжних фондових ринках. Там для фізичних та юридичних осіб, які займаються брокерською діяльністю на ринку цінних паперів, зокрема на фондовій біржі, встановлюються відповідні вимоги:

⁷ National Futures Association [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nfa.futures.org>.

- ✓ професійні та кваліфікаційні до керівників та фахівців (в Україні брокерську фірму на фондовому ринку мають право заснувати три сертифікованих торговці, фондову біржу – 20 сертифікованих торговців цінними паперами);
- ✓ фінансові (торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо має сплачений грошима статутний капітал у розмірі не менш як 500 тис. грн., брокерську діяльність – не менш як 1 млн. грн., андеррайтинг та діяльність з управління цінними паперами – не менш як 7 млн. грн.)⁸;
- ✓ організаційно-технічні;
- ✓ спеціальні.

Використовуючи брокерські послуги, клієнт біржі збільшує обсяг операцій без суттєвого зростання витрат, залучає висококваліфікованого торговельного посередника, який досконало знає ринок та його кон'юнктуру.

Мережа брокерських фірм, бюро чи контор розміщується у містах з великою кількістю потенційних клієнтів. Кожна контора складається із штату підтримки та адміністрації. Саме тут проходить обробка вхідної інформації. Брокери, консультанти інформують своїх клієнтів про можливості купівлі та продажу товарів на біржі.

Досвід роботи брокерських фірм в Україні свідчить про те, що лише ті з них є успішними, які орієнтуються на високий професіоналізм та ґрунтовне знання ринку.

З початку становлення товарні біржі Києва залучали брокерські фірми, розміщені у регіонах, оскільки основні товарні ресурси сільгоспсировини зосереджувалися саме там, тому й інформація щодо їх наявності була точнішою.

При реєстрації брокерської контори на товарній біржі для здійснення біржової торгівлі їй присвоюється номер та комерційний код. Кількість брокерів, які працюють у біржовій залі, визначає член біржі, який відкрив брокерську фірму, виходячи із вимог статутних документів біржі, виду членства тощо. У ст. 16 Закону України «Про товарну біржу» підкреслюється, що брокерами є фізичні особи, зареєстровані на біржі відповідно до її Статуту, обов'язки яких полягають у виконанні доручень членів біржі, яких вони представляють, щодо здійснення біржових операцій шляхом підшукування контрактів і в поданні здійснюваних ними операцій для реєстрації на біржі⁹. Доходи брокерської фірми надходять у вигляді комісійних за укладені угоди та плати за надання консультаційних послуг. Розміри цих виплат, як правило, встановлюються загальними зборами членів біржі.

Ефективною діяльністю брокерської фірми може бути за умови наявності постійних клієнтів, коли брокери досконало знають не лише їх фінансовий стан, а й можуть прогнозувати майбутню діяльність. Тривала співпраця з клієнтом дає можливість отримувати від нього замовлення на купівлю-продаж за ринковими цінами, що надає значні переваги порівняно з лімітованими замовленнями, в яких чітко визначається рівень цін. Це можуть бути цінові обмеження або фіксація конкретних цін впродовж біржового дня, а саме: ціна закриття, мінімальна ціна дня для купівлі або максимальна ціна дня для продажу тощо.

⁸ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». – Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

⁹ Закон України «Про товарну біржу». – Редакція від 02.05.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.

За оцінками фахівців, для здійснення успішної діяльності на біржовому ринку брокерська фірма повинна:

- ✓ визначити оптимальний рівень грошових коштів для початку функціонування, шляхи їх повернення та джерела поповнення;
- ✓ визначити асортимент товарів та біржі, на яких може здійснюватися результативна торгівля;
- ✓ провести маркетингове дослідження власних можливостей на ринку;
- ✓ постійно проводити моніторинг ринку, вміти прогнозувати цінові тренди;
- ✓ затвердити перелік питань, за якими можна кваліфіковано проводити консультативну роботу та розміри плати за надання такого виду послуг.

9.5. Правове регулювання брокерської діяльності

Основою правового регулювання брокерської діяльності в Україні є Закони «Про товарну біржу», «Про цінні папери та фондовий ринок», також діяльність брокерів регламентується Господарським¹⁰ та Цивільним кодексами України¹¹, Податковим кодексом України¹², Законами України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»¹³, «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»¹⁴ тощо.

Оскільки біржове законодавство в Україні недостатньо регламентує брокерську діяльність на товарних сировинних та фондовому ринках, діють додаткові нормативні акти, укази Президента, постанови Кабінету Міністрів України.

Особлива увага у вітчизняному правовому середовищі приділена аграрним біржам. Зокрема, діяльність брокерів у цій сфері регулюють Закони України «Про зерно та ринок зерна в Україні», «Про державну підтримку сільського господарства України», Укази Президента України «Про заходи щодо розвитку аграрного ринку», «Про заходи щодо прискорення розвитку аграрного ринку», «Про заходи щодо забезпечення формування та функціонування аграрного ринку» та ін.

Хоча за минулий період функціонування аграрних бірж неодноразово виходили аналогічні постанови, однак потужної брокерської індустрії так і не було створено ні на товарних сировинних, ні на фондових ринках. Підсумовуючи, можна зробити такий висновок: без створення потужної брокерської індустрії становлення ефективного біржового ринку в Україні є неможливим.

¹⁰ Господарський кодекс України. – Редакція від 03.02.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.

¹¹ Цивільний кодекс України. – Редакція від 19.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/435-15>.

¹² Податковий кодекс України. – Редакція від 03.02.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

¹³ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». – Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96>.

¹⁴ Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні». – Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/710/97>.

Суттєву роль у регулюванні брокерської діяльності на біржах України відіграє Асоціація «Союз бірж України», до складу якої входить 32 біржі, зареєстрованих в Україні (табл. 9.1). Основною метою діяльності асоціації є підвищення ефективності біржового товарного ринку, підтримка інтересів її членів, підвищення інтегрованості та прозорості ціноутворення на аграрну продукцію, сприяння розвитку і функціонуванню товарних ринків, розробка концепції розвитку біржового товарного ринку України¹⁵.

Таблиця 9.1

Члени Асоціації «Союз бірж України»¹⁶

№ з/п	Найменування біржі	Регіон
1	Товарна біржа «Кримська аграрна біржа»	м. Сімферополь
2	Товарна біржа «Вінницька товарна універсальна біржа»	м. Вінниця
3	Донецька товарна біржа	м. Донецьк
4	Товарна біржа «Катеринославська»	м. Дніпропетровськ
5	Придніпровська товарна біржа	м. Дніпропетровськ
6	Житомирська товарна агропромислова біржа	м. Житомир
7	Запорізька товарна біржа «Гілея»	м. Запоріжжя
8	Івано-Франківська аграрна товарна біржа	м. Івано-Франківськ
9	Товарна біржа «Всеукраїнська центральна біржа»	м. Київ
10	Товарна біржа «Київська агропромислова біржа»	м. Київ
11	Товарна біржа «Українська ф'ючерсна біржа»	м. Київ
12	Товарна біржа «Універсальна земельна товарна біржа «Придніпровська»	м. Київ
13	Українська універсальна біржа «Капітал»	м. Київ
14	Універсальна товарно-сировинна біржа	м. Київ
15	Товарна біржа «Кіровоградська аграрна біржа»	м. Кіровоград
16	Луганська агропромислова товарна біржа	м. Луганськ
17	Товарна біржа "Буковинська універсальна біржа"	м. Чернівці
18	Товарна біржа «Львівська універсальна»	м. Львів
19	Західно-Українська регіональна агропромислова біржа	м. Львів
20	Чорноморська товарна біржа агропромислового комплексу	м. Миколаїв
21	Українська універсальна біржа	м. Полтава
22	Рівненська міжрегіональна універсальна товарно-майнова біржа «Прайс»	м. Рівне
23	Сумська товарна біржа «Сумиагропромбіржа»	м. Суми
24	Тернопільська агропромислова біржа	м. Тернопіль
25	Універсальна біржа «Україна»	м. Харків
26	Харківська товарна біржа	м. Харків
27	Товарна біржа «Аграрна біржа»	м. Херсон
28	Хмельницька обласна товарна біржа	м. Хмельницький
29	Товарна біржа «Подільська»	м. Хмельницький
30	Подільська спеціалізована аграрна біржа	м. Хмельницький
31	Товарна біржа агропромислового комплексу центральних областей України	м. Черкаси
32	Чернігівська обласна товарна агропромислова біржа	м. Чернігів

¹⁵ Асоціація «Союз бірж України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sabu.org.ua>.

¹⁶ Асоціація «Союз бірж України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sabu.org.ua>.

У розвитку правового регулювання брокерської діяльності в Україні корисним може бути досвід США, оскільки регуляторна структура США визнана найбільш ефективною у світі. Члени ф'ючерсних бірж США зобов'язані підкорятися не тільки регулятивним вимогам NFA (Національної ф'ючерсної асоціації), а й правилам бірж, членами яких вони є. Порушення біржових правил суворо караються: від штрафів, призупинення або вилучення торгових привілеїв до анулювання членства на біржі.

Брокери, зареєстровані в CFTC (Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами), зобов'язані дотримуватися суворих правил при обслуговуванні клієнтів. Наприклад, брокерам заборонено обіцяти клієнтам будь-які точні норми прибутку або не ознайомлювати клієнтів з ризиком, пов'язаним з торгівлею ф'ючерсами. Також заборонені певні методи пропозиції послуг, при яких клієнта заманюють відкрити рахунок, незважаючи на відсутність у клієнта знання основних принципів ф'ючерсної торгівлі. Існує багато інших правил, які примушують брокерів дотримуватися високих етичних стандартів. Наявність реєстраційного статусу дозволяє клієнтам бути впевненими, що брокер має професійні знання і дає можливість перевірити наявність у нього практичного досвіду.

Цікаво, що у 1993 р. Національна ф'ючерсна асоціація прийняла правило «Про телемаркетинг» з метою мінімізувати ймовірність обманних методів пропозиції брокерських послуг. Нові процедури вимагають запису телефонних розмов і зберігання цих записів, а також задоволення збільшених мінімумів за капіталом і подачі всіх рекламних матеріалів у NFA на схвалення. Впровадження цього правила значно знизило кількість «проблемних фірм» і «брокерів-шахраїв» у ф'ючерсній індустрії¹⁷.

¹⁷ Регулювання ф'ючерсних ринків [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://investblog.net.ua/fondovyyj-rynok/rehuljuvannja-f-juchersnyh-rynkiv>.

Резюме

Присутніх у біржовій залі учасників біржової торгівлі можна поділити на кілька груп. Основну групу становлять засновники та члени біржі. Як свідчить зарубіжна практика, засновниками бірж упродовж історії їх становлення були торговельні та виробничі фірми, власники плантацій, фермери, власники елеваторів, холодильників, переробні підприємства, державні організації, сучасні транснаціональні корпорації, банки, інвестиційні фонди, холдинги та інші посередники товарного та фінансового ринку.

Учасників біржових торгів умовно поділяють на тих, хто укладає угоди; організовує укладання угод; контролює укладання угод; спостерігає за веденням торгів.

На зарубіжних товарних біржах по-різному вирішується питання членства. Члени біржі, які мають право здійснювати на ній торговельні операції, поділяються на кілька категорій з різними правами та обов'язками. Як правило, це повні члени, які купують «місце» на біржах та мають право укладати угоди у всіх торговельних секціях біржі, асоційовані члени та члени за торговельними інтересами, які відповідно мають право укладати угоди у декількох або одній із секцій.

Зарубіжна практика допускає різне ставлення до категорії членства. В одних країнах перевагу надають юридичним особам (Японія, Канада), в інших – фізичним (США), але у більшості країн, зокрема в Європі, такі переваги відсутні.

Членство на біржі надає певні права та накладає конкретні зобов'язання. До найсуттєвіших прав належать допуск до укладання біржових угод та зменшення комісійних за ними. Бути членом відомих світових ф'ючерсних та фондових бірж престижно. Отримання членства на біржі вимагає підтвердження високої фахової підготовки, компетенції та визначених етичних норм щодо ведення бізнесу. Для вступу майбутньому члену біржі необхідно заручитися підтримкою і мати рекомендації двох шанованих членів біржі.

Учасниками біржових операцій міжнародних ф'ючерсних бірж, які є їх засновниками, членами, представниками членів або клієнтами виступають:

- ✓ потужні трейдери – торговельні ТНК, що укладають угоди за власні кошти та від власного імені;
- ✓ промислові ТНК, що реалізують продукцію своїх підприємств;
- ✓ плантаційні фірми, об'єднання фермерів, великі землевласники;
- ✓ володарі елеваторів, холодильників, нафтових терміналів, газо- та трубопроводів тощо;
- ✓ переробні ТНК, які виступають покупцями сировини та продавцями продуктів її переробки;
- ✓ державні організації різних країн, які здійснюють формування стратегічних запасів сировини, державних резервів тощо;
- ✓ державні банки та організації, які торгують коштовними металами, камінням тощо;
- ✓ брокерські фірми та брокерські дома, які укладають угоди від імені та за кошти клієнтів або від власного імені за кошти клієнтів;
- ✓ комісійні фірми;
- ✓ агентські фірми.

Головною відмінністю дилерів та брокерів є те, що дилер – це посередник у широкому розумінні цього слова, він бере участь у процесі укладання угод безпосередньо, вкладаючи власний капітал, беручи на себе всі ризики.

Брокер – це посередник у вузькому розумінні цього слова, він лише зводить продавців і покупців та отримує за це винагороду у вигляді комісійних. Брокерська діяльність є основною у біржовій торгівлі. Для здійснення цієї діяльності брокер з клієнтом укладає договір на брокерське обслуговування. Брокер в угодах може виступати від власного імені (тоді він укладає з клієнтом договір комісії) або від імені клієнта (тоді він укладає договір-доручення).

Дистрибуція та інформація про ціни, які забезпечує ф'ючерсний ринок, – найважливіші ключові компоненти брокерської діяльності. Вони дозволяють учасникам ринку впевнено дивитися у майбутнє.

Контрольні запитання

1. Які основні групи учасників біржової торгівлі Ви знаєте?
2. У чому полягає відмінність щодо участі у біржових торгах на відкритих публічних та закритих приватних біржах?
3. Охарактеризуйте категорії членів бірж США.
4. Які особливості членства на європейських біржах?
5. Які законодавчі обмеження встановлені законодавством України щодо членства на біржах?
6. Назвіть основних учасників міжнародної ф'ючерсної біржової торгівлі.
7. Назвіть основних учасників міжнародних фондових бірж.
8. У чому полягає відмінність між дилером та брокером?
9. Які види брокерської діяльності Ви знаєте?
10. Як регулюється брокерська діяльність на біржах США?

Рекомендована література

1. Закон України «Про товарну біржу». – Редакція від 02.05.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.
2. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». – Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
3. Биржевая деятельность : учеб. / под ред. А. Г. Грязновой, Р. В. Кореневой, В. А. Галанова. – М. : Финансы и статистика, 1995. – С. 57.
4. CME Group. Membership pricing [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/company/membership/membership-pricing.html>.
5. За I квартал 2012 року загальні активи світових інвестиційних фондів зросли на 4,4% [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/news/164090.html>.
6. Смит А. Биржа – игра на деньги / А. Смит – М. : Изд. дом «Альпина», 2000. – 285 с.
7. National Futures Association [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nfa.futures.org>.
8. Господарський Кодекс України. – Редакція від 03.02.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
9. Цивільний Кодекс України. – Редакція від 19.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/435-15>.
10. Податковий Кодекс України. – Редакція від 03.02.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.

11. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». – Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96>.
12. Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні». – Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/710/97>.
13. Асоціація «Союз бірж України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sabu.org.ua>.
14. Регулювання ф'ючерсних ринків [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://investblog.net.ua/fondovuj-rynok/rehuljuvannja-f-juchersnyh-rynkiv>.
15. Товарна біржа «Українська товарно-сировинна біржа». Акредитація [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.utsb.kiev.ua/ukr/akredytatsiya>.

Тести для перевірки знань до розділу 9

- 1. На закритих біржах під час торгів мають право знаходитися:**
 - а) члени біржі та їх представники, брокери;
 - б) оператори, що ведуть торги;
 - в) члени біржі, засновники, відвідувачі;
 - г) засновники та члени біржі.
- 2. Групу, яка контролює біржову діяльність, представляють:**
 - а) гоф-маклери або брокери;
 - б) представники державних комісій, члени біржового комітету, гоф-брокер;
 - в) юристи, помічники брокерів;
 - г) співробітники підрозділів біржі.
- 3. У США розрізняють такі категорії членства на біржах:**
 - а) повні та місцеві члени;
 - б) повні та асоційовані члени, а також члени за торговельними інтересами;
 - в) повні та асоційовані члени;
 - г) члени за торговельними інтересами, спеціальні та асоційовані члени.
- 4. Спеціальне членство на біржах США мають:**
 - а) юридичні особи;
 - б) фізичні особи;
 - в) асоційовані члени;
 - г) разові відвідувачі.
- 5. На європейських біржах розрізняють такі категорії членства:**
 - а) повне, асоційоване, місцеве;
 - б) повне, асоційоване, спеціальне;
 - в) асоційоване та місцеве;
 - г) повне членство та разові відвідувачі.

6. Члени товарної біржі в Україні мають право:

- а) здійснювати біржові операції, відкривати брокерські фірми, отримувати комісійні;
- б) вносити пайові внески;
- в) брати участь в управлінні біржею;
- г) правильна відповідь відсутня.

7. Члени товарної біржі в Україні зобов'язані:

- а) виконувати вимоги статуту та правил біржової торгівлі;
- б) виконувати рішення загальних зборів;
- в) інформувати біржу про зміни в майновому стані;
- г) виконувати вимоги статуту та правило біржової торгівлі, рішення загальних зборів, інформувати біржу про зміни в майновому стані.

8. Учасників біржової торгівлі поділяють на:

- а) дилерів та брокерів;
- б) спекулянтів, арбітражерів та хеджерів;
- в) спекулянтів та хеджерів;
- г) брокерів та комісіонерів.

9. Договір-доручення – це угода, де брокер виступає:

- а) від власного імені;
- б) від власного імені й за власні кошти;
- в) від імені й за кошти клієнта;
- г) від власного імені й за кошти клієнтів.

10. Договір комісії – це угода, де брокер виступає:

- а) від власного імені;
- б) від власного імені й за власні кошти;
- в) від імені й за кошти клієнта;
- г) від власного імені й за кошти клієнтів.

11. Брокер виконує такі функції:

- а) консультує, радить, допомагає в управлінні активами;
- б) управляє активами клієнтів;
- в) консультує, управляє активами, зводить продавців та покупців, хеджує ризики, розміщує товари у просторі та часі;
- г) страхує цінові ризики.

12. Найважливішими компонентами брокерської діяльності є:

- а) дистрибуція та інформація про ціни;
- б) комерційна діяльність;
- в) комісійна діяльність;
- г) досягнення власної вигоди.

13. Брокерська діяльність в Україні регламентується:

- а) законами та нормативними актами, статутом та правилами біржової торгівлі;
- б) біржовим законодавством;
- в) Міністерством біржової торгівлі;
- г) ДКЦПФР/

14. Основними законами, які регулюють брокерську діяльність в Україні, є:

- а) Закони України «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про товарну біржу»;
- б) Закони України «Про власність», «Про підприємництво»;
- в) Господарський кодекс України, Цивільний кодекс України;
- г) усі перераховані вище законодавчі акти.

15. Брокерські фірми створюються:

- а) членом біржі;
- б) державою;
- в) згідно з законодавством;
- г) членом біржі згідно з законодавством.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ учасники біржових операцій;
- ✓ засновники;
- ✓ члени біржі;
- ✓ брокери;
- ✓ дилери;
- ✓ спекулянти;
- ✓ хеджери;
- ✓ арбітражери;
- ✓ брокерська фірма;
- ✓ регулювання брокерської діяльності.

Додатки

Додаток 9.1

Умови акредитації на товарній біржі «Українська товарно-сировинна біржа»¹⁸

Учасниками біржових торгів можуть бути тільки члени Біржі. Членство на ТБ «УТСБ» регламентується Статутом, Правилами та іншими документами, затвердженими Біржовим комітетом.

Членами Біржі є:

- ✓ засновники Біржі;
- ✓ юридичні та фізичні особи, зареєстровані як суб'єкти підприємницької діяльності, згідно з чинним законодавством України, в тому числі і іноземні, які володіють брокерським місцем на засадах постійного членства;
- ✓ юридичні та фізичні особи, зареєстровані як суб'єкти підприємницької діяльності, згідно з чинним законодавством України, в тому числі і іноземні, які володіють брокерським місцем на засадах тимчасового членства – асоційовані члени Біржі (брокерські контори), терміном до одного року або одноразово (на одну біржову операцію).

Юридичні особи та фізичні особи – суб'єкти підприємницької діяльності, які виявили бажання стати асоційованими членами ТБ «УТСБ», подають до Дирекції Біржі **документи, необхідні для реєстрації брокерської контори:**

- ✓ лист на бланку підприємства у вільній формі з проханням про прийняття в асоційовані Члени Біржі;
- ✓ копію Статуту підприємства, завірену печаткою підприємства (для юридичних осіб);
- ✓ копію свідоцтва про державну реєстрацію юридичної особи або копію свідоцтва про державну реєстрацію суб'єкта підприємницької діяльності – фізичної особи;
- ✓ копію Виписки з Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб – підприємців;
- ✓ копію довідки з Єдиного державного реєстру підприємств та організацій України (ЄДРПОУ);
- ✓ копію довідки про взяття на облік платника податків (форма № 4-ОПП);
- ✓ копію свідоцтва платника податку на додану вартість (якщо є);
- ✓ копію свідоцтва про сплату єдиного податку (для платників єдиного податку);
- ✓ копію наказу або протоколу про призначення керівника підприємства;
- ✓ копію паспорта та довідки про присвоєння ідентифікаційного коду керівника підприємства або суб'єкта підприємницької діяльності – фізичної особи;
- ✓ копію довідки про відкриття рахунка в банку.

Копії документів повинні бути завірені підписом уповноваженої особи та печаткою підприємства з відміткою «згідно з оригіналом».

Розгляд заяви та укладення угоди про асоційоване членство відбуваються протягом трьох робочих днів з моменту подання повного пакета документів. В разі відмови у прийнятті в асоційовані члени Біржі претенденту надається відмова у письмовому вигляді у десятиденний термін.

¹⁸ Товарна біржа «Українська товарно-сировинна біржа». Акредитація [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.utsb.kiev.ua/ukr/akredytatsiya>.

Після розгляду наданих документів між біржею та брокерською конторою укладається Угода про асоційоване членство та сплачується вступний внесок.

Згідно з договором про асоційоване членство:

1. Біржа має право:

а) проводити сертифікацію брокерів асоційованого члена біржі (надалі – брокери) на предмет відповідності їх знань вимогам чинного законодавства, Правил біржових торгів, інших нормативних актів;

б) застосовувати до брокерів санкції, передбачені нормативними актами Біржі;

в) за необхідності в односторонньому порядку достроково розірвати договір у випадках:

✓ порушення терміну сплати належних платежів, передбачених Правилами біржових торгів та окремими угодами;

✓ порушення умов договору та норм законодавства у сфері біржової торгівлі.

2. Біржа зобов'язана:

а) провести акредитацію брокерів;

б) створити необхідні умови для успішного виконання брокерами своїх завдань та функцій з урахуванням технічних можливостей Біржі.

3. Асоційований член біржі має право:

а) діяти на Біржі відповідно до Статуту Біржі, Правил біржових торгів, нормативних актів Біржі, за винятком права на участь в управлінні Біржею;

б) вимагати дострокового розірвання договору з відшкодуванням сплачених платежів у випадках невиконання Біржею її обов'язків, передбачених договором;

в) здійснювати необхідні біржові операції з майном, допущеним для обігу на Біржі;

г) укладати угоди як від свого імені безпосередньо, так і за дорученням через своїх брокерів.

4. Асоційований член біржі зобов'язаний:

а) своєчасно сплачувати вступний та членські внески на рахунок Біржі;

б) здійснювати свою діяльність на Біржі відповідно до чинною законодавства України, Статуту Біржі, Правил біржової торгівлі, інших нормативно-правових активів;

в) перераховувати належні платежі на рахунок Біржі у терміни та в розмірах, що встановлені Правилами біржової торгівлі та окремими угодами;

г) протягом 3-х днів з моменту надходження заявки від продавця або покупця надати Біржі заявку на продаж або купівлю товарів на біржових торгах.

Асоційованому члену біржею видається Свідоцтво встановленого зразка. Для проведення біржових торгів Асоційований член біржі повинен видати наказ, в якому визначає брокерів з числа своїх працівників у кількості, необхідній для проведення біржових операцій (не менше 2-х). Біржа на підставі наказу акредитує його брокерів та видає Біржові свідоцтва, які дають право брокерам проводити біржові операції. Брокери надають завірені копії паспорта (1, 2, 11 стор.) та довідки про присвоєння ідентифікаційного коду.

Додаток 9.2

ДОГОВІР-ДОРУЧЕННЯ №__.

м. _____ «__» _____ 20__ р.

Брокерська контора _____, далі іменована БРОКЕР,
в особі _____, який діє на ос-
нові Статуту, та _____, далі іменовані КЛІЄНТ в
особі _____, який діє
на основі _____, уклали цей договір про таке:

1. Відповідно до Договору №__ від «__» _____ 200__ р. на брокерське обслуговування
Клієнт доручає, а Брокер зобов'язується укласти від імені Клієнта угоду на _____ (купів-
лю-продаж) такого товару:

- 1.1. Назва товару (із зазначенням виробника) _____
- 1.2. Одиниця виміру _____
- 1.3. Кількість _____
- 1.4. Якість (новий, б/к, дата виготовлення, гарантійний строк, стандарт та ін.) _____
- 1.5. Упаковка (опис або посилання на стандарт) _____
- 1.6. Місцезнаходження товару _____ (місто/область)
- 1.7. Строк поставки _____
- 1.8. Порядок і форма оплати _____
- 1.9. Базис поставки _____

1. Вид доручення №__, його текстове формулювання (згідно з п. 2.4 договору на бро-
керське обслуговування із зазначенням у необхідному випадку ціни) _____

2. Гарантії виконання зобов'язання (за п. 3 договору на брокерське обслуговування):

- ✓ _____
- ✓ _____
- ✓ неустойка за прострочку поставки або недопоставку товару в розмірі _____ % від варто-
сті товару. Сплата неустойки не звільняє від виконання зобов'язань.

3. Ціна товару визначається Брокером на основі біржових торгів, після чого розрахову-
ється сума угоди, суми брокерської винагороди та оплати послуг біржі. Податок з продажу
включається у вартість товару і вказується окремим рядком у розрахункових документах.

4. За укладеною на основі цього договору угодою отримує права та несе обов'язки Клі-
єнт.

5. Розмір основної винагороди Брокеру (відповідно до договору на брокерське обслуго-
вування, п. 4.2) _____

6. Строк дії договору: до «__» _____ 20__ р.

РЕКВІЗИТИ СТОРІН:

БРОКЕР:

Поштова адреса _____
Розрахунковий рахунок № _____
в _____

КЛІЄНТ:

Поштова адреса _____
Розрахунковий рахунок № _____
в _____
Назва, адреса або транспортні реквізити відвантажувача /одержувача (непотрібне закре-
слити): _____

БРОКЕР _____ (підпис)

КЛІЄНТ _____ (підпис)

Додаток 9.3

ДОГОВІР КОМІСІЇ №__.

м. _____ «__» _____ 20__ р.

Брокерська контора _____, далі іменована БРОКЕР, в особі _____, який діє на основі Статуту, та _____, далі іменований КЛІЄНТ в особі _____, який діє на основі _____, уклали цей договір про таке:

1. Відповідно до Договору №__ від «__» _____ 200__р. на брокерське обслуговування Клієнт доручає, а Брокер зобов'язується укласти від імені Брокера угоду на _____ (купівлю-продаж) такого товару:

- 1.1. Назва товару (із зазначенням виробника) _____
- 1.2. Одиниця виміру _____
- 1.3. Кількість _____
- 1.4. Якість (новий, б/к, дата виготовлення, гарантійний строк, стандарт та ін.) _____
- 1.5. Упаковка (опис або посилання на стандарт) _____
- 1.6. Місцезнаходження товару _____ (місто/область)
- 1.7. Строк поставки _____
- 1.8. Порядок і форма оплати _____
- 1.9. Базис поставки _____

2. Вид доручення №__, його текстове формулювання (по п. 2.4 договору на брокерське обслуговування із зазначенням у необхідному випадку ціни) _____

3. Гарантії виконання зобов'язання (згідно з п. 3 договору на брокерське обслуговування):

- ✓ при виконанні доручення з продажу товару Клієнт зобов'язується відвантажити товар за вказаною в укладеному договорі поставці адресою покупця. У випадку прострочки відвантаження або невідвантаження товару Клієнт виплачує Брокеру штраф в розмірі __відсотків від вартості товару;
- ✓ при виконанні доручення з купівлі товару Клієнт перераховує Брокеру аванс для виконання укладеної для нього угоди в сумі _____ грн.

4. Ціна товару визначається Брокером на основі біржових торгів, після чого розраховується сума угоди, суми брокерської винагороди та оплати послуг біржі. Податок з продажу включається у вартість товару і вказується окремим рядком у розрахункових документах.

5. За угодами з товаром, здійсненими на основі цього договору, Брокер отримує права та несе обов'язки сторони за договором. У випадку порушення третьою особою угоди, укладеної з нею Брокером, Брокер зобов'язаний без затримки повідомити про це Клієнта, зібрати та забезпечити необхідні докази.

6. Розмір основної винагороди Брокеру (відповідно до договору на брокерське обслуговування, п. 4.2) _____

7. Строк дії договору: до «__» _____ 20__ р.

РЕКВІЗИТИ СТОРІН:

БРОКЕР:

Поштова адреса _____

Розрахунковий рахунок № _____

в _____

КЛІЄНТ:

Поштова адреса _____

Розрахунковий рахунок № _____

в _____

Назва, адреса або транспортні реквізити відвантажувача /вантажодержувача (непотрібно закреслити): _____

БРОКЕР _____ (підпис)

КЛІЄНТ _____ (підпис)

Розділ 10.

ОРГАНІЗАЦІЯ БІРЖОВИХ ТОРГІВ

Один старий трейдер якось сказав мені: не думай про те, що збирається робити ринок, ти на це ніяк вплинути не можеш. Думай про те, що ти робитимеш в тих чи інших ситуаціях.

В. Екхардт

Біржа – жорстокий світ, оскільки там один проти всіх, а всі – проти одного. Більше того, за вхід і вихід з цього жорстокого світу потрібно платити. Біржова гра – це спроба взаємного пограбування. Гроші, на які Ви розраховуєте, належать іншим – людям, які зовсім не збираються ділитися з вами.

О. Елдер

Теоретична частина

- ✓ Організаційна структура управління біржею
- ✓ Порядок укладання біржових угод
- ✓ Організація діяльності брокерської фірми
- ✓ Ведення рахунків клієнтів
- ✓ Звітність щодо виконання наказів клієнтів

10.1. Організаційна структура управління біржею

Для повноцінного виконання своїх функцій біржа повинна забезпечити конкретні організаційно-фінансові умови, а саме:

- ✓ приміщення, придатне для організації торгівлі біржовими товарами;
- ✓ наявність сучасних засобів зв'язку для отримання й передачі інформації;
- ✓ організацію процедури клірингу та фінансових гарантій виконання біржових угод;
- ✓ наявність ліквідних біржових контрактів (спотових, ф'ючерсних та опціонних);
- ✓ продуману процедуру оперативного укладання угод.

В умовах вибухового розвитку комп'ютерних технологій та глобальних мереж наявність приміщення поступово втрачає актуальність, а на зміну приходять віртуальні комп'ютерні біржі. Однак економічної суті від цього біржа не втрачає. Концентрація попиту та пропозиції у цьому випадку відбувається у глобальному масштабі, причому тривалість біржової сесії становить 24 години на добу. Сьогодні та в значний період у третьому тисячолітті провідну роль у світовій біржовій торгівлі відіграватимуть біржі, на яких присутність торговців є обов'язковою. Хоча конкуренція між біржами та бурхливий розвиток он-лайнних торговельних систем сприяють прискореному переходу від «голосових» торгів до електронних.

Організація біржової зали є практично однаковою для всіх типів бірж світу. Як і раніше, біржа, в першу чергу, є місцем, де зустрічаються продавці та покупці біржових контрактів для укладання біржових угод.

Процедура групування замовлень сьогодні, як правило, відбувається за межами біржі.

В результаті можна виділити *дві групи робочих органів біржі: центральні та периферійні*¹. До перших належать відділення та філії брокерських фірм та контор, брокерських і комісійних будинків та самостійних брокерів (introducing brokers), які організують процес приймання та оформлення замовлень на укладання біржових угод. До других – безпосередні служби, які організують торги у біржовій залі.

З юридичної точки зору біржі у всіх країнах є офіційно зареєстрованими організаціями, створеними у різних правових формах. Найчастіше використовують товариства з обмеженою відповідальністю або акціонерні товариства. **Біржа** – самостійний спеціалізований заклад, юридична особа, що виражає інтереси добровільного об'єднання комерційних посередників та їх службовців для проведення торговельних операцій у спеціальному місці за спільно виробленими правилами. Члени біржі організують колектив, співтовариство або асоціацію, здебільшого фізичних осіб, які виступають співвласниками та одночасно власниками вступних та щорічних пайових внесків. У розвинутих країнах світу біржі мають статус неприбуткових, некомерційних корпорацій, отримують суттєві податкові пільги. Високий рівень конкуренції між біржами приводить до того, що вони уже не можуть існувати у статусі неприбуткових організацій. До головних причин, які спонукають змінювати століттями напрацьований статус, можна віднести суттєве зростання витрат на

¹ Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 679 с.

реорганізацію, впровадження електронних торговельних систем. Одним з основних шляхів вирішення цієї проблеми стало надання біржам відкритої ринково орієнтованої форми управління, комерціалізація її діяльності та вихід на фондовий ринок із власними акціями.

Самі біржі, як правило, не здійснюють торговельних операцій від власного імені, за винятком таких, які необхідно здійснювати для її функціонування. Наприклад, продаж торговельної інформації, франчайзингових прав, купівля комп'ютерної техніки тощо.

Навіть найпростіший вид бірж, а саме біржі реального товару, вбирають у себе основи високоорганізованої структури, оскільки передбачають²:

- ✓ регулярність біржових операцій;
- ✓ стабільність місця проведення торгів;
- ✓ підпорядкованість завчасно встановленим правилам;
- ✓ рівноправність учасників біржової торгівлі;
- ✓ публічне проведення торгів;
- ✓ здійснення котирування біржових цін;
- ✓ створення умов для біржової торгівлі;
- ✓ регулювання цін на підставі співвідношення попиту та пропозиції;
- ✓ надання інформаційних та інших послуг членам біржі;
- ✓ збирання та розповсюдження цінової інформації.

Типову організаційну структуру біржі показано на рис. 10.1.

Органи управління біржею відображають головну їх суть як організації торговців. **Вищим органом біржі є загальні збори членів біржі.** Саме вони вибирають **керівні органи**, до яких належать **біржовий комітет**, або **президія біржі**, **ревізійна комісія** та **арбітражна комісія**.

Крім зазначених виборних органів, на загальних зборах обирається склад **виконавчого комітету**, або **правління біржі**, та затверджується організаційна структура управління біржі.

Правовий статус українських бірж має певні відмінності від зарубіжних. Так, згідно із Законом України «Про товарну біржу», товарна біржа є організацією, що об'єднує юридичних і фізичних осіб, які здійснюють виробничу і комерційну діяльність, і має за мету надання послуг в укладенні біржових угод, виявлення товарних цін, попиту і пропозиції на товари, вивчення, упорядкування і полегшення товарообігу і пов'язаних з ним торговельних операцій. При цьому товарна біржа не має права займатися комерційним посередництвом і є неприбутковою організацією³. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» зазначає, що фондові біржі в Україні діють у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю, а їх прибуток спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між учасниками (засновниками)⁴.

² Товарні біржі в Україні: Аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / за ред. акад. УААН П. Т. Каблука. – К. : Ін-т аграрної економіки УННА, 1997. – 68 с.

³ Закон України «Про товарну біржу». Редакція від 02.05.2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.

⁴ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

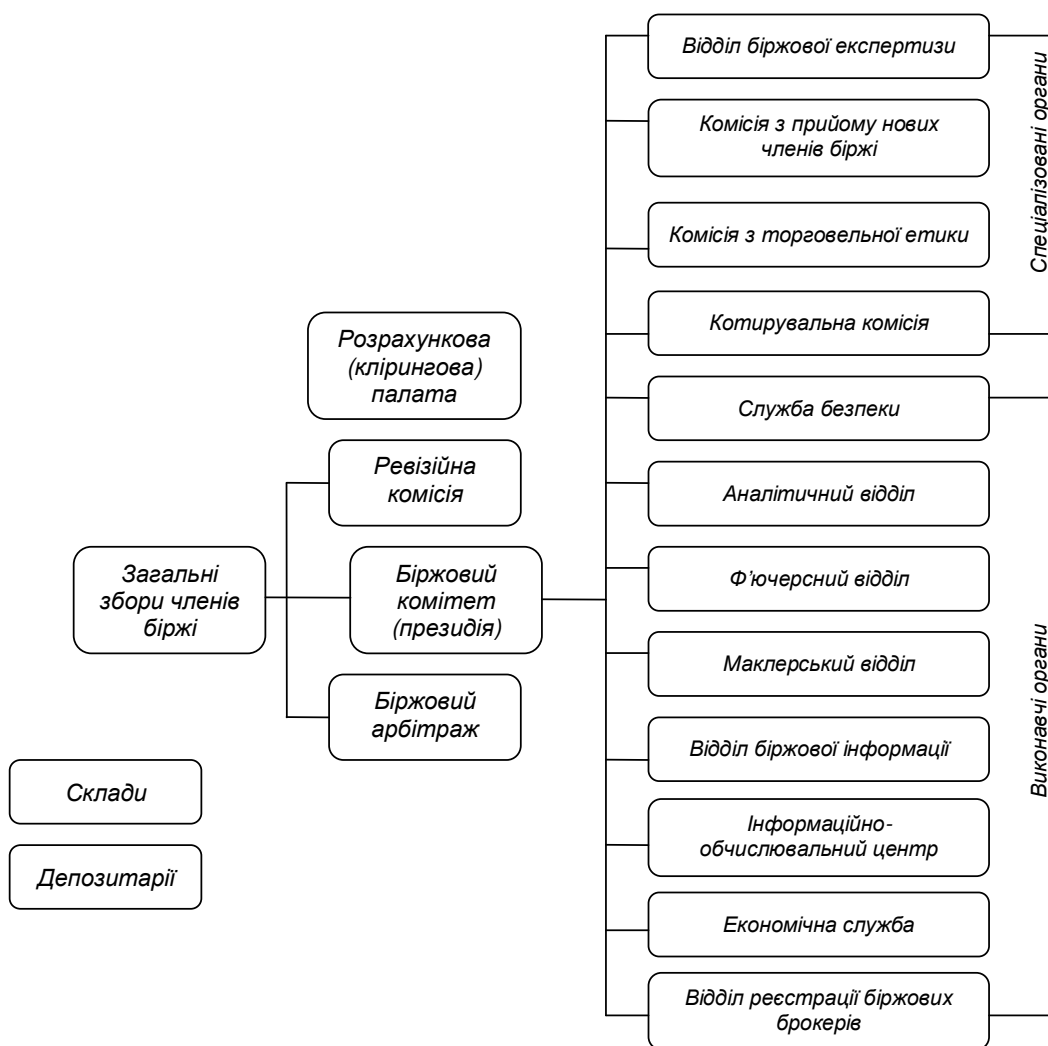


Рис. 10.1. Типова організаційна структура біржі

Натомість серед зарубіжних бірж поширеним є статус неприбуткового акціонерного товариства (США, Великобританія). Також на зарубіжних біржових ринках сьогодні спостерігається тенденція до комерціалізації роботи бірж, перетворення їх корпорації, що активно виходять на фондовий ринок з акціями власних емісій. Завдяки обертанню цих акцій на ринку стали можливими масштабні операції зі злиттів і поглинань бірж, що змінюють структуру біржового ринку в ХХІ ст.

Загальні збори членів біржі бувають щорічними та позачерговими. Останні скликаються біржовим комітетом, ревізійною комісією або членами біржі, які володіють не менше 10% голосів. До виняткової компетенції загальних зборів належить:

- ✓ здійснення загального керівництва біржею та біржовою торгівлею;

- ✓ визначення стратегії розвитку біржі, в т. ч. щодо впровадження нових видів біржових контрактів;
- ✓ формування виборних органів;
- ✓ прийом нових членів біржі;
- ✓ затвердження кошторису біржі, в т. ч. на технічне оснащення біржової торгівлі, заробітну плату найманого персоналу тощо;
- ✓ затвердження Статуту, Правил біржової торгівлі, Кодексу честі біржовиків;
- ✓ затвердження бюджету біржі та основних фінансових документів (баланс, звіт про фінансові результати, звіт про рух грошових коштів);
- ✓ прийняття рішення щодо ліквідації біржі.

Для оперативного управління біржею загальні збори обирають *Біржовий комітет*, або *Біржову раду*, на який як на контрольно-розпорядчий орган покладається виконання таких функцій:

- ✓ заслуховування та оцінка звітів Правління;
- ✓ внесення змін до основних документів біржі для наступного затвердження на загальних зборах;
- ✓ підготовка та проведення загальних зборів членів біржі;
- ✓ обґрунтування розмірів пайових, комісійних та маржевих внесків;
- ✓ керівництво біржовими торгами;
- ✓ наймання та звільнення персоналу біржі;
- ✓ розпорядження майном біржі тощо.

До складу біржового комітету входять члени *Правління*, яке здійснює оперативне управління біржею та представляє інтереси біржі за її межами.

Заслугує на увагу зарубіжний досвід формування біржових та виконавчих комітетів. Так, на Нью-Йоркській товарній біржі (NYMEX, яка є частиною «CME Group»), де переважно торгують ф'ючерсними контрактами на нафту та продукти її переробки, Біржова рада складається з 30 осіб, які представляють чотири категорії членства, а саме торговців нафтою, брокерів у біржовому кільці, комісійних будинків та публіки.

Виконавчий комітет Чиказької торговельної палати (CBOT) підрозділу «CME Group» складається з президента, першого віце-президента та 19 віце-президентів. Політика біржі проводиться в життя 30 комітетами, члени яких працюють без відповідної оплати, вони вносять рекомендації та допомагають Біржовій раді, а також виконують конкретні обов'язки щодо функціонування бірж. На цій біржі функціонують такі комітети, які відповідають за процес торгівлі та впровадження контрактів:

- ✓ з питань ефективності ринку;
- ✓ аналізу звітів та квотування ринку;
- ✓ консультаційний щодо сільськогосподарських питань;
- ✓ контрактів на кормове зерно;
- ✓ контрактів із соєю, соєвою мукою та соєвою олією;
- ✓ контрактів з пшеницею;
- ✓ контрактів з індексами акцій;
- ✓ транспортний;
- ✓ з питань складування, зважування, зберігання та охорони;
- ✓ зі статистики;

- ✓ з товарних опціонів;
 - ✓ фінансових цінних паперів.
- Крім того, на «CME Group» функціонує ряд комітетів, які регулюють діяльність безпосередніх учасників біржової торгівлі:
- ✓ арбітражний;
 - ✓ з питань асоційованого членства;
 - ✓ з питань ділової поведінки;
 - ✓ з питань комп'ютерних мереж та телекомунікацій;
 - ✓ з навчання та маркетингу;
 - ✓ виконавчий;
 - ✓ фінансовий;
 - ✓ з питань функціонування торговельного залу;
 - ✓ брокерів торговельного залу;
 - ✓ управлінців торговельним залом;
 - ✓ з питань прибутків (біржової маржі);
 - ✓ з питань обслуговування членів біржі;
 - ✓ з питань членства;
 - ✓ з питань членів-власників цінних паперів;
 - ✓ з питань представлення на заміщення вакантних посад;
 - ✓ з питань зв'язків з громадськістю;
 - ✓ з питань нерухомості;
 - ✓ з біржових правил⁵.

Як бачимо, комітети найбільшої товарної ф'ючерсної біржової групи світу охоплюють всі багатогранні сфери її діяльності як у торгівлі від зернових до цінних паперів та індексів акцій провідних фондових бірж, так і в організаційних аспектах від прийому нових членів біржі до зв'язків з громадськістю.

Свої особливості має організаційна структура управління фондовими біржами, де є спеціальні підрозділи лістингу, які проводять перевірку корпорацій перед включенням їх акцій до котирувального списку бірж. Наприклад, на рис. 10.2 показано організаційну структуру управління Токійською фондовою біржею (Токуо Stock Exchange)⁶, яка працює як у традиційному режимі, так і в режимі електронних торгів, про що свідчить наявність відповідних відділів.

Варто окремо зупинитися на вивченні функцій деяких комітетів (підрозділів) біржі. До таких належать арбітражний комітет та котирувальна комісія.

Суперечки між брокерами, продавцями та покупцями, членами біржі з питань укладання біржових контрактів вирішує третейський суд, який називають *біржовим арбітражем*. Рішення арбітражу є обов'язковим для виконання учасниками біржової торгівлі. Як правило, ці рішення доволі рідко оскаржуються в суді, особливо ті, що стосуються питань припинення членства. Суд «людей із запорошеними стопами» з часів середньовіччя є суворим, але справедливим стосовно тих торговців, які порушували ними ж прийняті правила, маніпулювали ринком, отримували доходи за рахунок розповсюдження неправдивої інформації тощо.

⁵ CME Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.

⁶ Tokyo Stock Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tse.or.jp>.

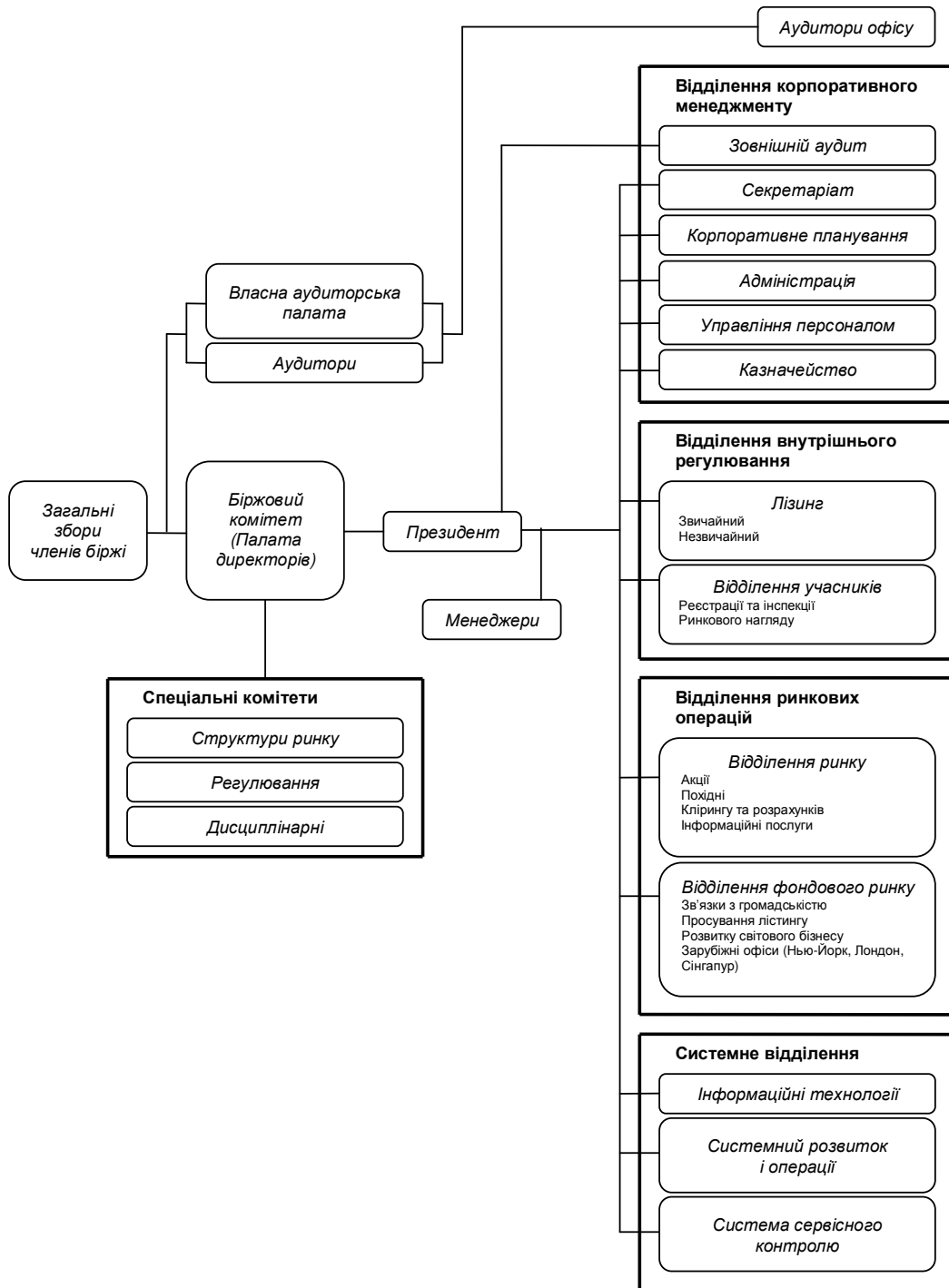


Рис. 10.2. Організаційна структура управління Токійською фондовою біржею

Котирувальна комісія є тим спеціалізованим органом, який відрізняє біржу від інших бізнесових структур. Саме через котирувальну комісію біржа виконує більшість властивих їй функцій, в першу чергу, це стосується ціноутворення та розповсюдження інформації про біржові ціни.

Котирувальні комісії організують реєстрацію та облік різних цін, а саме:

- ✓ цін попиту;
- ✓ цін пропозиції;
- ✓ цін відкриття торгів;
- ✓ цін закриття торгів;
- ✓ максимальних цін;
- ✓ мінімальних цін;
- ✓ розрахункових (довідкових) цін.

Котирувальна комісія веде контроль за своєчасним наданням учасниками відомостей щодо розміщення заявок про попит та пропозицію біржових товарів, а також щодо всіх аспектів укладених біржових угод.

Котирувальна комісія складає список біржових контрактів, допущених до обертання на даній біржі, узагальнює біржові котирування та надає їх для публікації у пресі та для розміщення у комп'ютерній мережі Інтернет, готує для публікації біржові бюлетені.

Особливе місце як організатора біржової торгівлі та гаранта виконання біржових угод займає Розрахункова (клірингова) установа, діяльність якої буде докладніше розглянута у наступному розділі. Зазначимо, що функції Розрахункової (клірингової) установи полягають в оперативному та точному проведенні розрахунків за біржовими угодами, гарантуванні повного виконання умов укладених біржових контрактів, забезпеченні фінансової цілісності біржового ринку загалом.

До інших комерційних установ, які можуть входити до організаційної структури біржі або працювати з нею на договірних засадах, належать сертифіковані склади та депозитарії. В перших має зберігатися біржовий товар, у других – цінні папери. Склади мають відповідати певним вимогам, про які було сказано вище. У депозитаріях зберігаються цінні папери, випущені у бездокументарній – електронній – формі.

10.2. Порядок укладання біржових угод

Як зазначалося вище, біржа – це місце, куди звертаються торговці для здійснення комерційних операцій. Біржові операції з конкретним активом укладаються в окремих операційних залах або в одному залі, який розбивається на окремі спеціалізовані секції, де відбувається укладання угод на певні товари або товарні групи. Наприклад, для ф'ючерсних бірж США характерна торгівля, як мінімум, у чотирьох секціях. У Чиказькій торговельній палаті (СВОТ), яка з 2006 р. є частиною міжнародного біржового холдингу «CME Group», в операційному залі є чотири секції:

- ✓ сільськогосподарська сировина (пшениця, кукурудза, соя та продукти її переробки, овес, рис);

- ✓ процентні ставки;
- ✓ фондові індекси;
- ✓ метали.

Після приєднання до «СМЕ Group» Чиказька торговельна палата налічує 9 секцій:

- ✓ сільськогосподарські товари;
- ✓ валюта;
- ✓ процентні ставки;
- ✓ економічні деривативи;
- ✓ індекси ринку капіталів;
- ✓ енергетичні індекси;
- ✓ індекси ринку нерухомості;
- ✓ ф'ючерсні контракти з дохідною складовою⁷.

За час, що минув після видання попередньої версії підручника⁸, на цій біржі відбулися суттєві зміни. До названих секцій було додано ще шість, на яких успішно здійснюється торгівля екзотичними контрактами, такими як ф'ючерси на погоду, індекси ринку нерухомості, енергетичні індекси, індекс на торговельний баланс США тощо.

Ще одним нововведенням у сфері інвестицій у золото на «СМЕ Group» став запуск на початку грудня 2003 р. ф'ючерсних контрактів дохідної складової «Gold TRAKRS (Total Return Asset Contracts) Index Futures». Цей інструмент виявився шостим за рахунком в серії подібних ф'ючерсних контрактів, що розроблялися спільно СМЕ та інвестиційним банком «Merrill Lynch». Розміщення ф'ючерсних контрактів на «Gold TRAKRS» виявилось успішним: у перший день торгів були зроблені операції більш ніж по 5,5 млн. контрактів на загальну суму 144 млн. дол. На відміну від традиційних ф'ючерсних контрактів, динаміка «Gold TRAKRS» залежить не тільки від цін на товарному ринку, а й доходу, що може бути отриманий при позиції золота. Подібно до біржових контрактів на фондові індекси, «TRAKRS» також є інструментами, орієнтованими на індекси. «Gold TRAKRS» Index дозволяє відслідковувати наявну ціну золота та сумарний дохід, що накопичується за ставкою, за якою золото може бути виданим у кредит строком на один місяць⁹.

Для більшості європейських бірж практикується виділення окремої кімнати для торгівлі окремим біржовим активом. Загалом операційні зали повинні задовольняти такі умови:

- ✓ бути достатньо великими, в них повинні вільно розміщуватися всі брокери та їх помічники, а також службовці біржі;
- ✓ торгівля в одній секції повинна не заважати торгівлі в інших секціях;
- ✓ інформація про укладені та заявлені до купівлі-продажу контракти повинна бути доступною для всіх бажаючих учасників біржової торгівлі.

Названі вимоги є настільки важливими, що спонукають біржі будувати власні приміщення, оскільки не завжди їх може задовольнити оренда пристосованих приміщень.

⁷ СМЕ Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.

⁸ Сохацька О. М. Біржова справа : підруч. / О. М. Сохацька. – [2-ге вид., змін. й доп.]. – Тернопіль : Карт-бланш ; К. : Кондор, 2008. – 632 с.

⁹ СМЕ Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.

У 1977 р. у Нижньому Манхеттені м. Нью-Йорк було побудовано біржовий центр (Commodities Exchange Center, СЕС), в якому розмістилися п'ять бірж: Товарна біржа COMEX, Нью-Йоркська товарна біржа (NYMEX), Біржа кави, цукру та какао (CSCE), Нью-Йоркська ф'ючерсна біржа (NYFE) та Нью-Йоркська біржа бавовни (NYCE)¹⁰. Розміщення стількох бірж в одному приміщенні було дуже зручним для усіх учасників торгів, особливо в минулому, коли Інтернет ще не набув такого поширення. Проте теракт 11 вересня 2001 р. завершив історію існування Біржового товарного центру.

Після злиття двох перших бірж було розпочато будівництво нової біржі на Манхеттені, яка розмістилася у двадцятиповерховому приміщенні. Біржа має два зали площею по 2000 квадратних метрів кожна, її будівництво коштувало 225 млн. дол. Загалом торговельна площа Лондонської біржі фінансових ф'ючерсів (NYSE LIFFE) становить близько 8300 квадратних метрів, і це на біржі, якої двадцять років тому ще не існувало. Як вказувалось вище, в свою чергу, ця біржа була поглинута міжнародним біржовим холдингом «NYSE EURONEXT».

Операційна зала та її секції плануються так, щоб учасники біржової торгівлі мали можливість швидко укласти угоди. Для цього торговельні секції діляться на торговельні місця – «ями», або *п'іти*. На американських біржах піт має форму восьмикутної піднятої платформи зі сходинками, що спускаються до її середини на рівень підлоги біржової зали. Кожна сходинка відповідає місяцеві поставкам за ф'ючерсним контрактам. Так, у піті, де торгують пшеничним ф'ючерсом (CBOT, CME Group), платформа має п'ять сходинок, які відповідають п'яти місяцям поставок. Наприклад, у перших числах січня на верхній сходинці будуть стояти ті продавці та покупці контрактів, які бажають здійснювати операції з березневим ф'ючерсом. На наступній – з травневим; на третій – з липневим, на четвертій – з вересневим і на останній, як правило, внизу платформи – з грудневим ф'ючерсом, з найвіддаленішим терміном поставки. Така форма піта дає можливість кожному учаснику одразу бачити своїх контрагентів.

На європейських біржах торговельні місця називають *рингом*, або *кільцем*, навколо якого розташовуються учасники. На більшості бірж вони мають вигляд амфітеатру, що дає можливість маклерові, який веде торги, бачити всіх учасників, створювати однакові умови для них. У кільці або поблизу нього розташовані робочі місця службовців біржі, які реєструють укладені угоди та вводять цю інформацію у комп'ютерну базу даних, що дає можливість одразу ж здійснити перевірку стану розрахункового рахунка брокерів. Далі ця інформація надходить на табло у піті та у вигляді рухомої стрічки – на інформаційне табло біржі, яке розташоване у такому місці, яке дає змогу бачити його всім присутнім на біржі. Українські біржі, як правило, мають операційні зали, де брокери сидять перед старшим брокером, який веде торги. Торговельні сесії мають певні часові межі, торгівля різними активами ведеться по черзі¹¹.

¹⁰ InvestorWords [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.investorwords.com>.

¹¹ Дмитрук Б. П. Організація біржової діяльності в агропромисловому комплексі : навч. посіб. / Б. П. Дмитрук. – К. : Либідь, 2001. – С. 75.

Вздовж периметра біржової зали, як правило, розміщуються робочі місця членів біржі, або акредитованих брокерів. Ці місця оснащені засобами сучасного зв'язку. Там чергують клерки-помічники брокерів, які підтримують зв'язок з основним офісом брокерської фірми або комісійного дому. Поряд із залом розміщені відділи біржі, представники яких також присутні у залі під час торгів, виконуючи покладені на них функції.

Кожна біржа сьогодні має зв'язок торговельної зали з навколишнім середовищем. Без цієї інформації торговці не можуть правильно оцінювати біржові активи. Отримавши оперативну інформацію, члени біржі під час торговельної сесії мають змогу виконувати замовлення клієнтів та повідомляти їх про здійснені операції. Загалом це вимагає наявності великої кількості телефонів, телексів, дисплеїв, відеомоніторів. На останніх під час торгів з'являється повідомлення про різні політичні, економічні, соціальні та природні явища, які деколи кардинально змінюють настрої біржової зали. На інформаційному табло за кожним контрактним місяцем вміщується така інформація:

- ✓ ціна відкриття торгівлі;
- ✓ максимальна ціна дня;
- ✓ мінімальна ціна дня;
- ✓ оцінка обсягів торгівлі;
- ✓ ціни останніх семи угод з поміткою, чи вони дійсно є цінами укладених угод чи цінами пропозиції;
- ✓ остання зареєстрована ціна угоди або пропозиції;
- ✓ різниця між останньою ціною та ціною за минулий день;
- ✓ максимальна ціна за період торгівлі контрактом;
- ✓ мінімальна ціна за період торгівлі контрактом.

На цих табло також розміщується інформація, яка пов'язана з різними подіями на інших біржах. Крім такого поширення інформації, біржі розсилають її у режимі реального часу різним користувачам.

У біржовій ямі або кільці торгівля ведеться у чітко обмежених часових межах. Ці часові рамки встановлюються Правилами біржової торгівлі. Початок та закінчення торговельної біржової сесії розпочинається та закінчується дзвінками. На Нью-Йоркській фондовій біржі торговельні сесії щодня розпочинаються та закінчуються дзвіночком, задзвонити в який вважається великою честю. Тому для виконання цього ритуалу часто запрошують відомих особистостей. Угоди, укладені до офіційного сигналу, не реєструються, їх виконання не гарантується біржею.

Розклад торгівлі конкретними активами на міжнародних біржах складають таким чином, щоб на момент їх початку або закінчення розпочиналася торгівля ними на іншій міжнародній біржі. Так пов'язані між собою біржі Нью-Йорка та Лондона, на яких котируються ф'ючерсні контракти з нафтою. Торгівля у США розпочинається після її завершення у Великобританії.

Торги, як правило, проводять двічі на день. Розрізняють ранкову та вечірні сесії. Самі сесії тривають 30–40 хвилин, перерва між ними становить 5–10 хвилин. На біржах США під час сесій всі члени біржі укладають угоди вільно. На біржах Європи та Японії подекуди існують спеціальні сесії, на яких угоди укладаються лише через голову сесії в порядку черги.

Як відзначалося вище, на сучасних зарубіжних біржах існує *три методи ведення біржових торгів*:

- ✓ публічний подвійний аукціон за допомогою голосу та жестів;
- ✓ торгівля пошепки (характерна для бірж Японії, Південно-Східної Азії);
- ✓ електронна торгівля.

Електронна торгівля набирає сьогодні щораз більших масштабів і стає переважачим методом біржових торгів. Так, наприклад, у біржовому холдингу «СМЕ Group» близько 70% від сумарного обсягу торгів здійснюється через електронну систему «СМЕ Globex».

Подвійний аукціон як метод публічної торгівлі передбачає, що продавці та покупці у будь-який момент часу можуть мінятися місцями.

При збігові цін пропозицій продавців із цінами покупців укладається біржова угода. Саме подвійний аукціон найточніше відображає співвідношення попиту та пропозиції. Електронна торгівля також переважно будується на цьому методі. Пропозиції продавців та покупців вигукуються ними одночасно. Для зручності ведення торгівлі біржами встановлюються мінімальні розміри зміни цін, вони називаються *тіками*.

Торгівля передбачає поступове наближення цін продавців до цін покупців. При цьому у Правилах біржової торгівлі зазначається заборона для продавця називати ціну, вищу від названої, а для покупця – меншу від названої. Якщо два покупці або продавці називають однакову ціну, то пріоритет отримує той, хто першим її вигукнув. Отже, і міць голосових зв'язок деколи відіграє не останню роль. Якщо ж вигуки прозвучали одночасно, то право укласти угоду отримує той, чия пропозиція містить більше контрактів.

Продавці та покупці мають по-різному вигукувати свої замовлення. Покупець спочатку повинен назвати ціну, потім кількість. Продавець, навпаки, спочатку називає кількість, а потім ціну. Наприклад, продавець ф'ючерсних контрактів на кукурудзу у СВОТ, підрозділі холдингу «СМЕ Group», спочатку викрикує 5 березневих по 20, що означає бажання продати 5 березневих ф'ючерсів на кукурудзу за ціною 670 центів за бушель (ця сума не називалася, оскільки на табло була сума 690, яку наш продавець зменшив на один тік). Як бачимо, ціна називається скорочено. Після укладання угоди брокери в ямі повинні вписати інформацію про угоду у торговельну картку або у бланк наказу. Форму наказу – торговельного ордера показано у попередніх розділах.

Торгівлю в біржовому кільці ведуть брокери або члени біржі, присутні у залі під час торговельної сесії. До роботи на біржі допускаються брокери, які пройшли спеціальне навчання та кваліфікаційне випробування. Брокери, присутні у біржовій залі, укладають угоди за свій рахунок (у США їх називають «місцевими», у Великобританії – «дилерами») або від імені і за рахунок клієнтів.

Основна частина угод укладається брокерами, які працюють в інтересах (від імені) клієнтів. При цьому важливим моментом є передача замовлення від клієнта до брокера. Як правило, замовлення можуть передаватися завчасно у центральний офіс брокера або безпосередньо по телефону під час біржової сесії. Основним моментом є обумовлення цін. На рис. 10.3 і 10.4 показано схеми укладання ф'ючерсних угод та їх ліквідації.

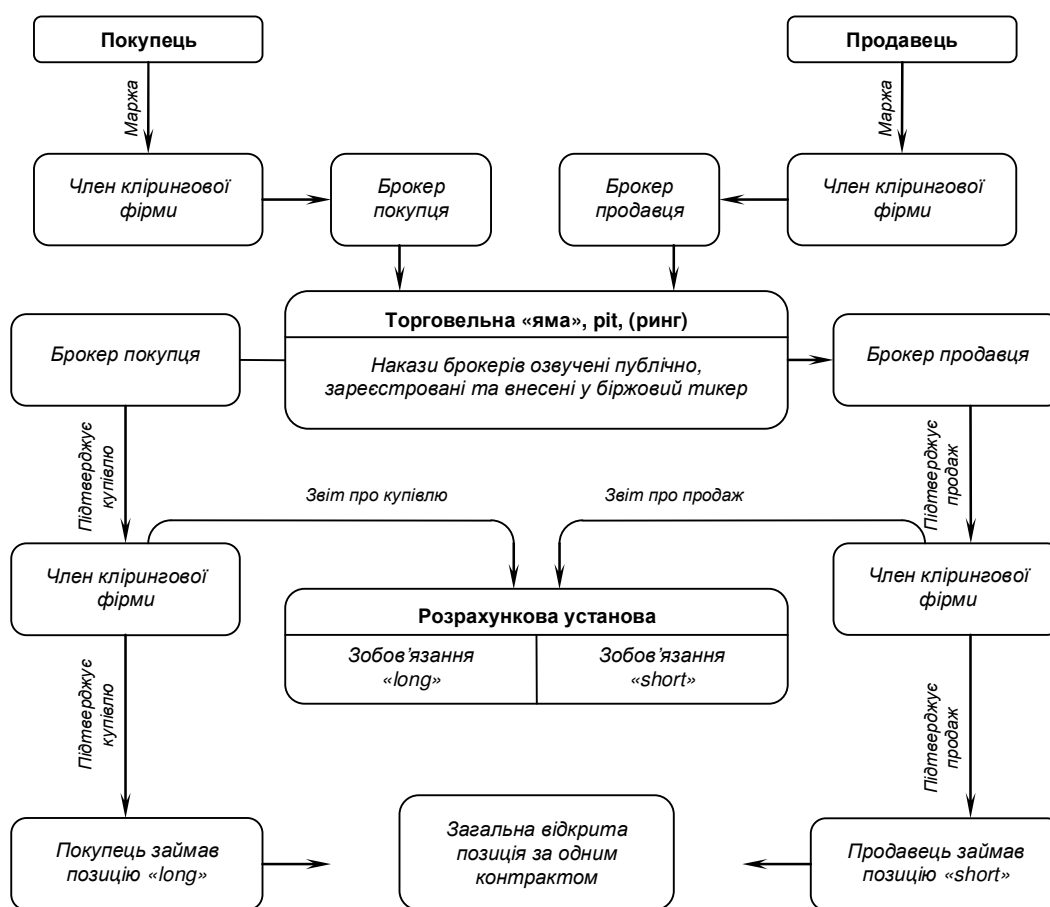


Рис. 10.3. Типова організаційна структура біржі

Після отримання наказу брокер намагається виконати його у біржовому кільці. Для цього йому необхідно викрикнути своє замовлення або підтвердити його через систему жестів. На рис. 10.5 показано типові жести біржовиків. **Біржові жести** – це спосіб укладення контракту шляхом подачі сигналів руками і пальцями за умови значного обсягу біржових угод і неможливості здійснити це голосом.

На багатьох американських біржах покупці тримають руки долонею до себе, продавці – навпаки. Вертикально поставлені пальці означають кількість контрактів, які брокер бажає купити або продати. Горизонтальне положення пальців та руки показує розмір надбавки або знижки до існуючої у даний момент ціни. При цьому великий палець, відведений вгору, означає підвищення ціни, вниз – її зменшення. У кінці кожної сесії брокери звіряють результати торгівлі між собою та реєструють угоди, причому потужність комп'ютерів дозволяє за хвилину реєструвати до сотні угод.

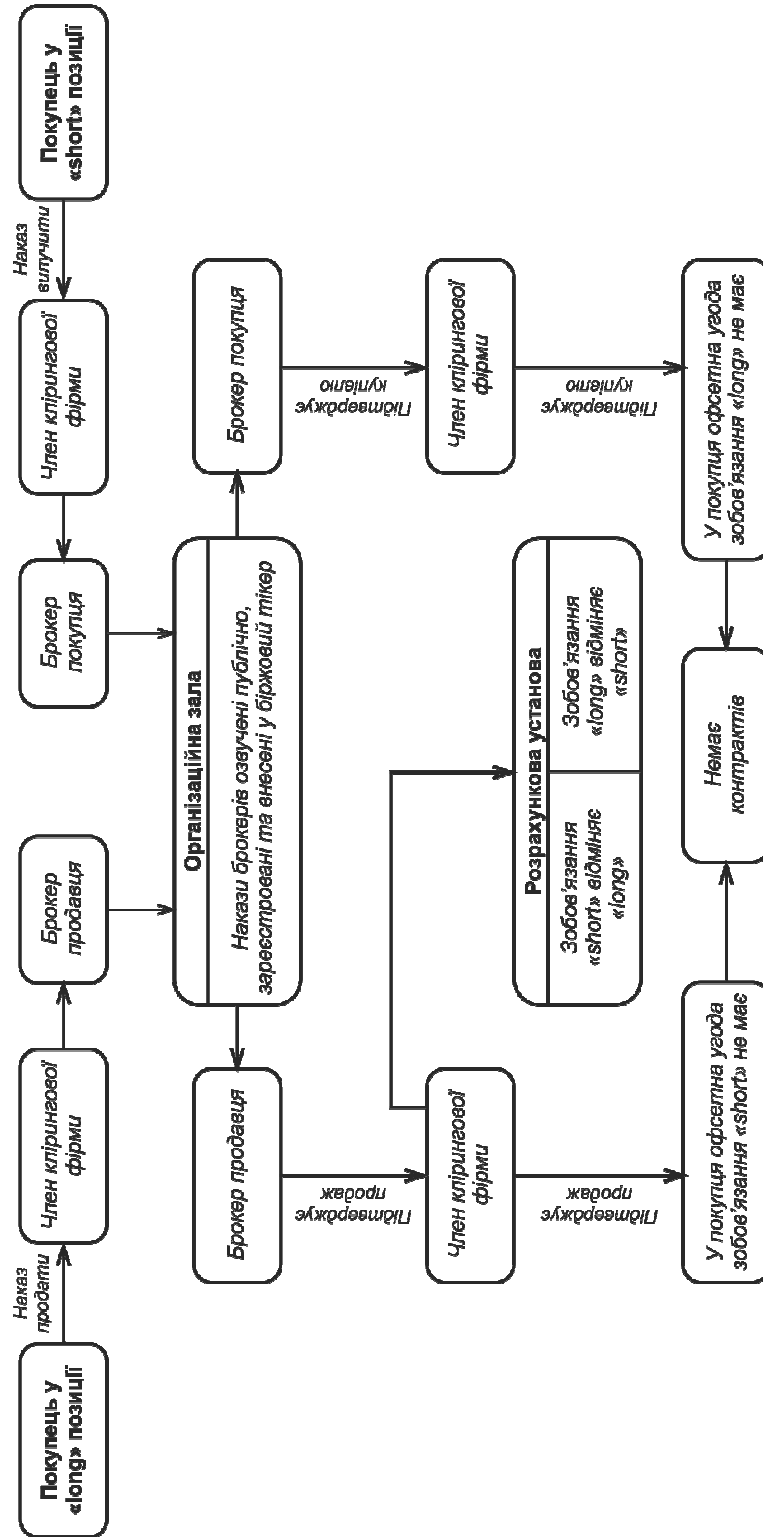


Рис. 10.4. Схема ліквідації ф'ючерсних угод

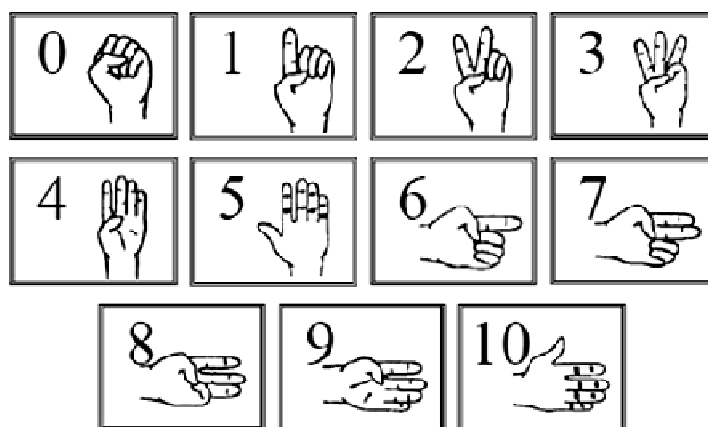


Рис. 10.5. Типові біржові жести

Правилами біржової торгівлі передбачається, що персонал повинен носити спеціальну уніформу. Як правило, одягом для брокера у піті є просторий жакет. На цих жакетах можуть бути написані назви компаній або їх реклама. Повні та асоційовані члени біржі носять відповідні значки, які дають змогу легко відшукати того, хто має конкретні права на даній біржі.

10.3. Організація діяльності брокерської фірми

Організаційна структура управління брокерською фірмою, як правило, складається із двох підрозділів, пов'язаних між собою:

- ✓ **фронт-офіс** здійснює всі процедури купівлі та продажу біржових контрактів на біржах;
- ✓ **бек-офіс** здійснює весь комплекс робіт з клієнтами. Цей підрозділ брокерської фірми організовує збір замовлень, укладання угод, виконання розрахунків, оперативний аналіз та прогнозування ринку, облік операцій тощо.

Великі брокерські фірми мають окремі підрозділи, які займаються поточним аналізом біржового ринку, проводять фундаментальний та технічний аналіз, на основі якого здійснюють інформаційно-статистичне забезпечення власних операцій та операцій своїх клієнтів, надають консультаційні послуги. Кожна брокерська фірма має юридичну службу та бухгалтерію. Ці служби, крім власних операцій, надають клієнтам консультаційні послуги.

До складу бек-офісу можуть входити такі підрозділи:

- ✓ відділ замовлень, або диспетчерський відділ, перевіряє правильність оформлення замовлень, відправляє замовлення на біржу, записує замовлення у книгу угод;
- ✓ відділ купівлі та продажу готує угоди до оплати та поставки, звіряє книгу замовлень;

- ✓ каса веде прийом коштів та цінних паперів як депозитів, маржі, розрахункових сум;
- ✓ кредитний відділ надає кредити клієнтам;
- ✓ відділ нових рахунків перевіряє документи та фінансовий стан нового клієнта, повідомляє його про ризики, пов'язані із ф'ючерсною торгівлею, присвоює номер рахунка;
- ✓ відділ маржі встановлює вимоги до розміру маржі, дає дозвіл на торгівлю. Слідкує за станом рахунка в процесі торгівлі, виписує вимоги щодо поповнення маржі, якщо це необхідно. Цей відділ дає дозвіл на зняття коштів із рахунка клієнта та його закриття;
- ✓ відділ наказів забезпечує передачу наказів до біржової зали або у електронну торговельну систему. Накази надходять електронною поштою або по телефону. Потужні брокерські фірми мають власні телеграфні системи, які є електронно-комунікаційними мережами, які з'єднують брокерську фірму з операційною залю або електронною торговельною системою. Накази приймаються виконавцем рахунків та автоматично передаються на приймальну станцію до операційної зали. Далі клерк – посильний передає його у біржову яму, де відбуваються торги. Після виконання наказу дані передаються у найближчу філію фірми. Цей процес займає кілька хвилин: якщо потрібно швидше виконати замовлення, його передають по телефону прямо посильному у біржову залу;
- ✓ відділ обробки даних (клірингу) звіряє всі укладені угоди, складає звіти за укладеним угодам, які надсилає клієнтам та у відділ маржі;
- ✓ відділ поставки займається розрахунками за ф'ючерсними угодами як при їх ліквідації оберненими угодами, так і через поставку реального товару. Цей відділ виписує нотиси про поставку та здійснює розрахунки грошима;
- ✓ відділ маркетингу проводить дослідження ринку та перспективне планування діяльності брокерської фірми;
- ✓ відділ управління персоналом займається підбором, підготовкою та підвищенням кваліфікації брокерів.

В Україні торгівлю на біржах мають право здійснювати як брокерські контори, так і незалежні брокери. Так, на товарній біржі «Універсальна товарно-сировинна біржа» кожен її член може відкривати власну брокерську контору незалежно від величини паю, внесеного до статутного фонду. Крім того, до брокерської контори можуть бути зараховані юридичні особи (за винятком нерезидентів), які уклали угоду з біржею про придбання права на використання біржового місця.

До штату брокерської контори входять керівник, брокери та необхідний технічний персонал. Виконуючи доручення клієнта, брокерська контора укладає договір від його імені і, як правило, не бере участі в розрахунках між контрагентами. Прибуток брокерських контор формується за рахунок комісійної винагороди у відсотках від суми угод, укладених за дорученнями клієнтів. Проте можливий варіант купівлі брокерською конторою товару з подальшим його перепродажем. У цьому випадку вона проводить дилерські операції, а її прибуток становить різницю між ціною купівлі і продажу.

Необхідно враховувати, що брокер зобов'язаний переконатися в наявності і якості запропонованого товару, а також у платоспроможності покупця, пропонувати

альтернативні умови угод. Після здійснення брокером угоди (її реєстрації на біржі, сплати біржового збору за угодою) та оформлення біржового контракту по одному примірнику контракту направляють кожному контрагенту для виконання поставки або подання товару і розрахунків за нього¹².

10.4. Ведення рахунків клієнтів

Основним елементом ф'ючерсної торгівлі є безготівкові розрахунки, які здійснюються через Розрахункову (клірингову) установу. Принципи її функціонування будуть розглянуті у наступному розділі. Структура розрахункової установи може бути різною. На біржовому ринку США із функціонуючих п'яти розрахункових установ три є самостійними неприбутковими організаціями, дві – підрозділами бірж з власним керівництвом та персоналом. Самостійними розрахунковими установами керують менеджери, підзвітні перед радою директорів клірингової корпорації або біржі. Вся система клірингу складається із трьох ланок:

- ✓ клірингова установа;
- ✓ клірингові фірми – члени клірингової установи;
- ✓ розрахункові банки.

Членами клірингової установи можуть бути лише члени певної біржі, які відповідають визначеним фінансовим вимогам. Як правило, ці вимоги є доволі значними, оскільки солідарна відповідальність членів клірингової установи складає фінансові гарантії виконання біржових угод.

Брокери, які працюють у біржовому кільці, не обов'язково можуть бути членами клірингової установи, і навпаки.

Кожен торговець, який купив членство на біржі, може укласти угоди від власного імені і за власний рахунок, а також виконувати замовлення клієнтів, які не мають права укладання біржових угод. Якщо член біржі не є одночасно членом клірингової установи, він повинен відкрити рахунок у фірмі, яка є членом цієї установи. Більшість відомих брокерських фірм мають не лише членство на біржі, вони також є членами розрахункових установ, тобто несуть фінансову відповідальність як за власні угоди, так і за угоди своїх клієнтів.

Основною функцією брокерів є наближення біржових послуг до клієнтів, які не є членами біржі. Клієнти укладають угоду про обслуговування з конкретною брокерською фірмою. При укладанні названої угоди обумовлюється надання таких послуг клієнтам:

- ✓ ведення рахунків та звітності;
- ✓ надання інформації про стан ринку;
- ✓ внесення депозиту у клірингову установу;
- ✓ приймання, передача та виконання замовлень.

Основні послуги на сучасних міжнародних ф'ючерсних біржах надають ф'ючерсні комісійні купці. На початок 2001 р. на американському ф'ючерсному

¹² Товарна біржа «Українська товарно-сировинна біржа». Брокерські контори [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.utsb.kiev.ua/ukr/shcho_take_brokerska_kontora.

ринку таких налічувалося близько 240. Значну роль відіграють також потужні інвестиційні банки. До учасників ф'ючерсних бірж належать і торговельні компанії, які працюють з реальним товаром, хоча можна навести приклад корпорації «Commodity Services, Inc.»¹³, яка безпосередньо працює лише на строкових ринках, є членом Національної ф'ючерсної асоціації (NFA) і всіх ф'ючерсних товарних бірж світу.

Після підписання угоди про брокерське обслуговування, а також вибравши форму співпраці (*договір-доручення*, коли брокер буде виступати в угодах від імені та за рахунок клієнта, або *договір комісії*, коли брокер буде виступати в угодах від власного імені і за рахунок клієнта (дод. 9.2 і 9.3)), відбувається процедура відкриття для клієнта ф'ючерсного рахунку. В першу чергу, брокер повинен досконало вивчити свого клієнта. Якщо клієнт вперше вирішив взяти участь у ф'ючерській торгівлі, то він повинен обов'язково підписати *повідомлення про ризик*. Цей документ має типову форму, яку також було показано у попередньому розділі.

Для кожного клієнта може бути відкрито декілька рахунків. Наприклад, окремо ф'ючерсний та опціонний, крім того, можуть відкриватися спекулятивні та хеджеві рахунки. Рахунки бувають таких видів:

- ✓ індивідуальний рахунок: у цьому випадку рішення про операції з рахунком приймаються володарем цього рахунка;
- ✓ спільний рахунок з правом спільного володіння, з правом передачі власності, частки або без нього;
- ✓ рахунок товариства: у цьому випадку для прийняття рішення щодо використання коштів потрібно мати документ, підписаний членами товариства;
- ✓ рахунок корпорації: в даному випадку від менеджера вимагається документ, який засвідчує його право розпорядження рахунком корпорації;
- ✓ рахунок з агентськими повноваженнями: за цим рахунком право його ведення надається третій особі;
- ✓ хеджевий (торговельний) рахунок: за цим рахунком потрібно пред'являти підтвердуючі документи про ведення аналогічних операцій на реальних ринках;
- ✓ «ОМНІБУС» – об'єднаний ф'ючерсний рахунок кількох учасників.

У США брокер повинен вести окремо власні рахунки, у Великобританії – не обов'язково. Після відкриття рахунка брокер повинен здійснювати такі дії:

- ✓ забезпечити внесення відповідного рівня депозитного внеску;
- ✓ приймати та передавати у біржове кільце всі накази клієнта;
- ✓ надавати постійну інформацію про стан його рахунка.

Брокер може укладати угоди за власні кошти і для себе лише за умови відсутності замовлень від клієнтів або наявності неконкурентних замовлень, тобто брокери не можуть продавати за цінами, рівними або вищими від замовлень клієнтів і не можуть купувати за ціною рівною або нижчою від ціни клієнтів.

¹³ Commodity Services, Inc. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.commodityservices.com>.

10.5. Звітність щодо виконання наказів клієнтів

Після виконання замовлення брокер повинен відчитатися перед клієнтом. На наказі робиться відмітка про його виконання, коли брокер повідомляє брокерську фірму, та ще одна, коли брокерська фірма повідомляє клієнта. Клієнт може звірити ціни з тими, які він спостерігав на котирувальних моніторах, у разі необхідності дебетується або кредитується рахунок. У день укладання угоди на рахунку робиться запис, крім того брокер посилає клієнту звіт про результат укладеної угоди. В кінці місяця він висилає звіт про стан рахунка клієнта. Ведення рахунків підтверджується рядом стандартних документів.

До таких належить *підтвердження*. Підтвердження про виконання наказу клієнта містить таку інформацію:

- ✓ вид ф'ючерсного контракту;
- ✓ купівля або продаж;
- ✓ біржа;
- ✓ місяць поставки;
- ✓ ціна.

При закритті позиції шляхом укладання оберненої (офсетної) угоди звіт містить такі позиції:

- ✓ кількість куплених та проданих контрактів;
- ✓ ціни відкриття та закриття позиції;
- ✓ доходи або збитки від угоди;
- ✓ комісійні;
- ✓ нетто-результати угоди.

До місячного звіту входять також дані про стан рахунка на останній день місяця, всі депозити та зняті з рахунка суми.

Резюме

Організація біржової зали є практично однаковою для всіх типів бірж світу. Як і раніше, біржа, в першу чергу, є місцем, де зустрічаються продавці та покупці біржових контрактів для укладання біржових угод.

Процедура групування замовлень сьогодні, як правило, відбувається за межами біржі.

В результаті можна виділити дві групи робочих органів біржі: центральні та периферійні. До перших належать відділення та філії брокерських фірм та контор, брокерських, комісійних будинків та самостійних брокерів, які організують процес приймання та оформлення замовлень на укладання біржових угод. До других – безпосередні служби, які організують торги у біржовій залі.

Біржа – самостійний спеціалізований заклад, юридична особа, що виражає інтереси добровільного об'єднання комерційних посередників та їх службовців для проведення торговельних операцій у спеціальному місці за спільно виробленими правилами.

Органи управління біржею відображають головну їх суть як організації торговців. Вищим органом є загальні збори членів біржі. Саме вони вибирають керівні органи, до яких належать біржовий комітет, або президія біржі, ревізійна комісія та арбітражна комісія. Крім зазначених виборних органів на загальних зборах обирається склад виконавчого комітету, або правління біржі, та затверджується організаційна структура управління біржі.

Операційний зал та його секції плануються так, щоб учасники біржової торгівлі мали можливість швидко укласти угоди. Для цього торговельні секції діляться на торговельні місця – «ями», або піти. На американських біржах піт має форму восьмикутної піднятої платформи із сходінками, що спускаються до її середини на рівень підлоги біржового залу.

Кожна сходінка відповідає місяцеві поставки за ф'ючерсним контрактом. На європейських біржах торговельні місця називають рингом, або кільцем, навколо якого розміщуються учасники. На більшості бірж вони мають вигляд амфітеатру, що дає можливість маклерові, який веде торги, бачити всіх учасників, створювати однакові умови для них.

У кільці або поблизу нього розташовані робочі місця службовців біржі, які реєструють укладені угоди та вводять цю інформацію у комп'ютерну базу даних, що дає можливість одразу ж здійснити перевірку стану розрахункового рахунка брокерів. Далі ця інформація надходить на табло у піті та у вигляді рухомої стрічки на інформаційне табло біржі, яке розташоване у такому місці, яке дає змогу бачити його всіх присутнім на біржі. Українські біржі, як правило, мають операційні зали, де брокери сидять перед старшим брокером, який веде торги. Торговельні сесії мають певні часові рамки, торгівля різними активами ведеться по черзі.

Вдодовж периметра біржової зали, як правило, розміщуються робочі місця членів біржі, або акредитованих брокерів. Ці місця оснащені засобами сучасного зв'язку.

Подвійний аукціон як метод публічної торгівлі передбачає, що продавці та покупці у будь-який момент часу можуть мінятися місцями.

При збігові цін пропозиції продавців із цінами покупців укладається біржова угода. Саме подвійний аукціон найточніше відображає співвідношення попиту та пропозиції. Пропозиції продавців та покупців вигукуються ними одночасно. Для зручності ведення торгівлі біржами встановлюються мінімальні розміри зміни цін, вони називаються тіками.

Основними елементами ф'ючерсної торгівлі є безготівкові розрахунки, які здійснюються через Розрахункову (клірингову) установу.

Принципи її функціонування будуть розглянуті у наступному розділі. Структура розрахункової установи може бути різною. На біржовому ринку США з п'яти функціонуючих розрахункових установ три є самостійними неприбутковими організаціями, дві – підрозділами бірж з власним керівництвом та персоналом. Самостійними розрахунковими установами керують менеджери, підзвітні перед радою директорів клірингової корпорації або біржі. Вся система клірингу складається із трьох ланок: клірингова установа; клірингові фірми-члени клірингової установи; розрахункові банки.

Для кожного клієнта може бути відкрито декілька рахунків. Наприклад, окремо ф'ючерсний та опціонний, крім того, можуть відкриватися спекулятивні та хеджеві рахунки.

Контрольні запитання

1. Яким вимогам повинна відповідати організація біржі?
2. Яку організаційну структуру управління мають біржі?
3. Які органи управління біржею відносять до спеціалізованих?
4. Яку будову має операційний зал біржі?
5. Що таке піт?
6. Назвіть основні біржові жести.
7. У чому полягає процедура відкриття ф'ючерсного рахунка?
8. Які види рахунків Ви знаєте?
9. Назвіть форми звітів брокерів перед клієнтами.
10. Які ланки клірингу Ви знаєте?

Рекомендована література

1. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 679 с.
2. Товарні біржі в Україні: Аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / за ред. акад. УААН П. Т. Каблука. – К. : Ін-т аграрної економіки УННА, 1997. – 68 с.
3. Закон України «Про товарну біржу». Редакція від 02.05.2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.
4. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». Редакція від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
5. CME Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.
6. Токуо Stock Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tse.or.jp>.
7. Сохацька О. М. Біржова справа : підруч. / О. М. Сохацька. – [2-ге вид., змін. й доп.]. – Тернопіль : Карт-бланш ; К. : Кондор, 2008. – 632 с.
8. InvestorWords [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investorwords.com>.
9. Дмитрук Б. П. Організація біржової діяльності в агропромисловому комплексі : навч. посіб. / Б. П. Дмитрук. – К. : Либідь, 2001. – С. 75.
10. Товарна біржа «Українська товарно-сировинна біржа». Брокерські контори [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.utsb.kiev.ua/ukr/shcho_take_brokerska_kontora.
11. Commodity Services, Inc. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.commodityservices.com>.

Тести для перевірки знань до розділу 10

- 1. Які організаційно-фінансові умови необхідні біржі для виконання нею основних функцій?**
 - а) приміщення, засоби зв'язку, кліринг, контракти, процедура торгівлі;
 - б) приміщення і кліринг;
 - в) стандартизовані контракти;
 - г) державне регулювання.
- 2. Які групи робочих органів біржі Ви знаєте?**
 - а) центральні, спеціалізовані;
 - б) центральні, периферійні;
 - в) комерційні;
 - г) контролюючі.
- 3. Вищим органом управління біржею є:**
 - а) загальні збори членів біржі;
 - б) біржовий арбітраж;
 - в) біржовий комітет;
 - г) ревізійна комісія.
- 4. Котирувальна комісія – це:**
 - а) спеціалізований орган біржі;
 - б) контролюючий орган;
 - в) комерційний орган;
 - г) орган управління біржею.
- 5. Біржовий арбітраж – це:**
 - а) процес ціноутворення;
 - б) третейський суд біржовиків;
 - в) процес реєстрації угод;
 - г) процес котирування цін.
- 6. Клірингова установа – це:**
 - а) розрахунковий банк;
 - б) організатор біржової торгівлі;
 - в) кредитний відділ;
 - г) організатор біржової торгівлі та гарант виконання угод.
- 7. Котирувальні комісії реєструють такі ціни:**
 - а) максимальні й мінімальні ціни дня;
 - б) ціни попиту та пропозиції;
 - в) ціни відкриття і закриття торгів;
 - г) всі перераховані вище.

8. Операційні зали бірж повинні відповідати таким вимогам:

- а) торгівля у різних секціях не повинна заважати торговцям;
- б) бути великими;
- в) інформація про ціни має бути доступною всім членам біржі;
- г) всі перераховані вище.

9. Торговельна «яма» – це:

- а) місце торгівлі в операційній залі;
- б) місце розрахунків;
- в) місце реєстрації біржових угод;
- г) місце отримання інформації.

10. Біржова сесія – це:

- а) місце торгівлі в операційній залі;
- б) час торгівлі в піті;
- в) місце реєстрації біржових угод;
- г) місце отримання інформації.

11. Подвійний аукціон – це:

- а) торгівля на підвищення цін;
- б) ведення торгів аукціоністом;
- в) торгівля на зниження цін;
- г) торгівля брокерів, у якій продавці та покупці змінюють свої ролі.

12. Основним елементом біржової торгівлі є:

- а) безготівкові розрахунки;
- б) купівля контрактів;
- в) продаж контрактів;
- г) отримання доходу.

13. Система клірингу складається з таких ланок:

- а) клірингова установа і клієнти;
- б) клірингові фірми, клієнти і розрахункові банки;
- в) клірингові фірми і клієнти;
- г) клірингова установа, клірингові фірми і розрахункові банки.

14. Клірингова установа може:

- а) мати самостійний статус;
- б) мати самостійний статус або бути підрозділом біржі;
- в) бути підрозділом біржі;
- г) бути державною установою.

15. Брокери надають клієнтам такі послуги:

- а) ведення рахунків та звітності;
- б) внесення депозиту до клірингової установи, приймання, передача та виконання замовлень;
- в) надання інформації про стан ринку;
- г) усі вищезазначені.

Ситуаційні задачі**Задача № 1**

Умова:

Власник млинів має на ф'ючерсному рахунку 20 тис. дол. У нього відкрито 10 позицій покупця на кукурудзу з ціною 703 центи за один бушель. Ціни на біржі зросли до 720 центів за бушель.

Визначити: як зміниться його рахунок?

Задача № 2

Умова:

Кожен контракт на золото на біржі COMEX (CME Group) містить 100 трійських унцій. Визначити розмір депозитного внеску до клірингової установи, якщо поточна ціна становить 1603 дол. за трійську унцію, середнє значення щоденних абсолютних коливань становить 10 дол. за унцію. Стандартне відхилення від розподілу абсолютних щоденних цінкових коливань становить 3 дол. за унцію.

Визначити: розмір депозитного внеску, використавши формулу:

$$m + 3s,$$

де m – середнє значення абсолютних коливань;

s – стандартне відхилення.

Задача № 3

Умова:

Розрахуйте розмір депозитного внеску за 15 довгими позиціями на британські фунти стерлінгів, якщо їх розмір становить 400 базисних пунктів вартістю 12,5 дол. кожен.

Задача №4

Умова:

Депозит на нафтовий ф'ючерсний контракт становить 3800 дол.

Визначити: яку частину вартості контракту становить депозит, якщо ціна на нафту дорівнює 96 дол. за барель?

Ключові слова, нові терміни

- ✓ клірингова установа;
- ✓ біржове кільце;
- ✓ біржова сесія;
- ✓ біржові жести;
- ✓ рахунок хеджевий;
- ✓ рахунок спекулятивний;
- ✓ техніка торгівлі;
- ✓ підтвердження;
- ✓ звіт брокера.

Розділ 11.

КЛІРИНГ ТА СИСТЕМА РОЗРАХУНКІВ ЗА БІРЖОВИМИ УГОДАМИ

Головне завдання, яке стоїть перед розрахунковою системою біржі, – це прозоре, чітке та гарантоване проведення розрахунків за зобов'язаннями учасників торгівлі, а також надійне зберігання коштів, які використовуються для забезпечення та завершення цих розрахунків.

В. Соколов, російський біржовик

Теоретична частина

- ✓ Суть біржового клірингу
- ✓ Історія становлення біржових клірингових установ
- ✓ Організація клірингу
- ✓ Роль маржевих внесків у діяльності розрахунково-клірингових палат
- ✓ Забезпечення додаткових фінансових гарантій розрахункової палати

11.1. Суть біржового клірингу

Кліринг (англ. «**clear**» – «очищати, вносити ясність») – це система безготівкових розрахунків за товари, послуги, різні види цінних паперів, що базуються на заліку взаємних вимог та зобов'язань. Існує три варіанти клірингового заліку: 1) двосторонній залік; 2) багатосторонній залік; 3) неперервне залікове виконання.

Двосторонній залік – це така система розрахунків, коли укладено кілька різноманітних угод, але вираховується тільки підсумкова сума грошей для винної сторони. Двостороннім, або попарним, визнається залік, який відбувається між двома одними і тими самими сторонами, які протягом одного робочого біржового дня уклали кілька угод щодо одного виду біржових товарів. У цьому випадку система двостороннього заліку дає змогу визначити підсумкову суму, належну передачі кожною стороною цінних паперів або суми грошей.

Багатосторонній залік – це система з багатьма угодами з різними сторонами, але все погашається і учасник заліку матиме єдине зобов'язання або право перед однією чи кількома сторонами. Використання в процесі розрахунків багатостороннього заліку є кроком на шляху до більш ефективних методів клірингу. Учасник біржової торгівлі може укласти за день значну кількість угод щодо одного виду контрактів з багатьма сторонами, але багатосторонній залік може привести до того, що він матиме одне-єдине зобов'язання або право на одержання перед однією або кількома сторонами.

Нарешті, в системі *неперервного залікового виконання* використовується метод багатостороннього заліку. Однак розрахунки за угодами, укладеними певним учасником торгів за один день, не зводяться до підсумкового результату, а всі його незакриті зобов'язання зараховуються проти угод наступного робочого дня. У кінці звітного періоду неперервне залікове виконання зупиняється і проходить остаточний розрахунок.

Однією з характерних рис даного методу заліку є особлива роль клірингової установи, яка виступає між сторонами угоди в ролі протилежної сторони для кожної з них. Вона є третьою стороною в усіх ф'ючерських контрактах – як покупець для кожного продавця із числа учасників клірингової установи та як продавець для кожного покупця. Таким чином, сторони угод стають боржниками або кредиторами клірингової установи, а не один одного, що значно зменшує ризик невиконання умов угоди однією зі сторін¹.

Розрахунки за укладеними угодами мають надзвичайно важливе значення в організації біржової торгівлі. Нехтування цим аспектом техніки біржової торгівлі на постсоціалістичних біржах призвело до кризи біржі як ринкового інституту загалом. Лише ті біржі, що своєчасно подбали про запровадження розрахункових центрів або установ, вижили і сьогодні відіграють помітну роль в економіці.

В Україні розрахунково-клірингова діяльність регулюється ЗУ «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»², ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок»³, ЗУ «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного

¹ Чесноков В. Л. Біржові операції : навч. посіб. / В. Л. Чесноков. – К. : Центр уч. л-ри, 2008. – 192 с.

² ЗУ «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (остання редакція 01.01.2013 р.) [Електронний ресурс] / ВВР. – 2013. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/page?text=%EA%EB%B3%F0%E8>

³ ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» (остання редакція 01.01.2013 р.) [Електронний ресурс] / ВВР. – 2013. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page?text=%EA%EB%B3%F0%E8%ED>.

обігу цінних паперів в Україні»⁴ та Положенням НКЦПФР «Про клірингову діяльність» (в минулому ДКЦПФР)⁵.

Відповідно до ЗУ «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» *клірингова діяльність* – це діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів (інформації) для проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» тлумачить *розрахунково-клірингову діяльність* як діяльність з визначення взаємних зобов'язань за договорами щодо цінних паперів і розрахунків за ними.

Згідно з Проектом ЗУ «Про систему депозитарного обліку цінних паперів»⁶ *клірингова діяльність* – діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за договорами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів (у тому числі шляхом неттінгу), підготовка документів (інформації) для проведення розрахунків, створення системи гарантій з виконання зобов'язань за договорами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів та організація проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Даний проект визначає, що особою, яка провадить клірингову діяльність, може бути фондова біржа, клірингова установа, Центральний депозитарій та депозитарій державних цінних паперів Національного банку України.

Крім того, Проект ЗУ «Про систему депозитарного обліку цінних паперів» вводить таке поняття, як *центральний контрагент*. Центральним контрагентом виступає юридична особа, яка провадить клірингову діяльність, набуває взаємні права та обов'язки сторін правочинів щодо цінних паперів, зобов'язання за якими допущені до клірингу, та стає покупцем для кожного продавця і продавцем для кожного покупця.

Проект ЗУ «Про кліринг та клірингову діяльність» тлумачить кліринг як визначення належних до виконання зобов'язань за правочинами, підготовку документів, що є підставою їх припинення та/або виконання, а також забезпечення виконання таких зобов'язань, а клірингову діяльність як діяльність щодо надання клірингових послуг відповідно до правил клірингу.

Отже, кліринг – це розрахунок шляхом заліку взаємних вимог. Кліринг – це залік взаємних вимог і зобов'язань, заснований на встановленні того: хто, що, кому винен і в який термін заборгованість повинна бути погашена.

У свою чергу, розрахунки – процес виконання зобов'язань, визначених під час біржового клірингу, кінцевим результатом якого є передача об'єкта біржової угоди від продавця покупцю, а також грошовий розрахунок покупця з продавцем відповідно до умов контракту.

⁴ ЗУ «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (остання редакція 01.01.2013 р.) [Електронний ресурс] / ВВР. – 2013. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/710/97-%D0%B2%D1%80>.

⁵ Положення «Про клірингову діяльність» (від 26.03.2013 № 429) [Електронний ресурс] / НКЦПФР. – 2013. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0562-13>.

⁶ Проект ЗУ «Про систему депозитарного обліку цінних паперів» [Електронний ресурс] / НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/law/16927>

Загальна (принципова) схема клірингу доволі проста. Якщо особа «А» з даної угоди винна особі «Б» 5000 грн., а за попередньою угодою, навпаки, особа «Б» була вже винна особі «А» 3000 грн., то замість двох перерахувань коштів повинно бути здійснене одне: особа «А» заплатить особі «Б» різницю $5000 - 3000 = 2000$ грн. Тобто 2000 грн. за цією двосторонньою угодою буде зараховано. При двосторонньому заліку виконується віднімання вимог одного контрагента з вимог іншого до-ти, поки після включення в розрахунок усіх угод певного періоду не визначиться чисте сальдо заборгованості одного контрагента іншому. Інший приклад (багатостороння угода). Особа «А» винна особі «Б» 5000 грн., особа «Б» винна особі «А» 3000 грн. і особі «В» 4000 грн., особа «В» винна особі «А» 1500 грн. Якщо не користуватися клірингом, то треба зробити чотири перерахування грошей на загальну суму 135000 грн. Застосування клірингу (взаємозаліку) спрощує систему розрахунку, який у даному прикладі виглядає так: особа «А» перераховує особі «Б» 500 грн., а особа «Б» перераховує особі «В» 2500 грн. Відповідно схема істотно спрощується: замість чотирьох операцій на суму 13500 грн. виконується тільки дві операції.

Кліринг на біржовому ринку володіє специфічними особливостями. Біржовий кліринг – це комплекс операцій, спрямованих на визначення, облік і взаємозалік вимог і зобов'язань. У процесі роботи клірингові палати використовують ланцюговий та кліринговий метод розрахунків.

Ланцюговий метод розрахунків через клірингову палату передбачає повний переказ усієї суми грошей на рахунки продавців за кожною здійсненою угодою окремо, але з негайною передачею зарахованих коштів для погашення зобов'язань їх нового власника.

Кліринговий метод розрахунків базується на заліку взаємних платіжних вимог учасників біржі. В цьому випадку Розрахункова установа виступає як третя сторона в угодах, тобто як покупець до продавця і в ролі продавця до покупця. Окрім того, покупці і продавці на біржі беруть на себе розрахункові зобов'язання не один перед одним, а перед Розрахунковою палатою біржі.

Кліринговий метод розрахунків дає змогу зменшити обсяг обороту наявних грошей, спрощує ведення розрахункових операцій. Коефіцієнт зменшення обсягу дійсного переміщення грошей при ланцюгових та клірингових взаєморозрахунках (K_c) знаходиться за формулою:

$$K_c = \frac{P_o}{K_z}, \quad (11.1)$$

де P_o – повна сума взаємного обороту за біржовими операціями;

K_z – сума, не врегульована багатосторонніми взаємозаліками⁷.

Відповідно серед основних функцій біржового клірингу та розрахунків необхідно виділити:

- ✓ визначення вимог та зобов'язань суб'єктів біржової діяльності;
- ✓ залік взаємних вимог і платежів учасників біржового ринку;
- ✓ забезпечення процесу реєстрації укладених угод;
- ✓ облік зареєстрованих угод;

⁷ Чесноков В. Л. Біржові операції : навч. посіб. / В. Л. Чесноков. – К. : Центр уч. л-ри, 2008. – 192 с.

- ✓ гарантійне забезпечення біржових угод;
- ✓ організація грошових розрахунків;
- ✓ забезпечення поставки біржового товару за укладеною біржовою угодою (рис. 11.1).



Рис. 11.1. Основні етапи розрахунково-клірингового процесу на ринку ф'ючерсних контрактів

Розрахункові установи не лише гарантують перевірку сальдо (залишків) рахунків за всіма операціями до відкриття наступних торгів, але й забезпечують фінансову цілісність ринку. Діяльність клірингових палат сприяла швидкому розвитку та ефективності ф'ючерсного ринку як сегмента фінансового ринку загалом.

11.2. Історія становлення біржових клірингових установ

У чому ж суть діяльності клірингової палати? Для чого вона існує? Щоб з'ясувати ці питання, зробимо невеликий екскурс в історію виникнення ф'ючерсних операцій.

Укладення угод із строками поставки в майбутньому започатковані на Антверпенській біржі у XVI ст. Контракти на зерно на таких умовах уклалися з XVII ст.

Опціонні контракти уклалися в Амстердамі. Ці контракти встановлювали ціну, за якою продавець надавав покупцеві право придбати партію товару у визначе-

ний термін у майбутньому. У цей термін покупець отримував передбачувану партію товару або відмовлявся від неї, заплативши компенсацію. У той час були поширені угоди на поставку товару морським шляхом – *контракти за прибуттям*.

У середині XVIII ст. сировина з Америки до Англії через Атлантику експортувалася з допомогою строкових контрактів. Це було особливо характерно для Чикаго – центру поставки зерна. Фермери центрально-східної частини Америки, отримавши великий урожай у серпні, доставляли зерно місцевому торговцеві, що складавав товар і зберігав його впродовж зими до весни. Взимку неможливо було переправити товар в Чикаго, оскільки ріки замерзали. Торговці укладали угоди про перевезення зерна за готівку власником елеваторів до Чикаго на умовах поставки товару у визначений строк у майбутньому. Це не лише дозволяло їм забезпечити гарантовану ціну товару в майбутньому, а й за рахунок кредитів чиказьких банків розрахуватися з фермерами.

Під час громадянської війни у США за незалежність (1861–1865 рр.) комерсанти перестали гарантувати тверді ціни на зерно. Їх замінили спекулянти, що були готові купувати і продавати зерно, не маючи наміру брати участь у його поставках. Для регулювання цього «паперового ринку» в 1865 р. були прийняті правила укладання строкових угод, які регулювали процедуру поставки товару, процедуру випадків невиконання зобов'язань, умови поставки, до яких належали обчислення депозиту та маржі, звідси й походить епоха ф'ючерсів. Саме суттєва різниця між строковою угодою на реальний товар – форвардною і ф'ючерсною – зумовила запровадження клірингу.

Форвардна угода укладається на основі індивідуальної домовленості між продавцем та покупцем. Ціна на момент домовленості, як правило, не встановлюється. Ф'ючерсна угода укладається на загальних засадах з попереднім погодженням ціни, що встановилася в момент укладання угоди.

У стандартних контрактах погоджується ціна, а не якість. Ризик невиконання форвардних операцій надзвичайно великий, єдина гарантія – надійність партнера. При запровадженні депозитів і марж ф'ючерсний контракт гарантує прикриття на випадок невиконання зобов'язань однією із сторін, саме ця гарантія виключає фактичне встановлення особи протилежної сторони угоди. Наявність біржової зали і клірингової палати дозволяє торговцям укладати угоди протилежного характеру, купуючи та продаючи свій попередній контракт. Клірингова установа гарантує своїм учасникам право діяльності і незалежність, виключає особисте зацікавлення, гарантує конфіденційність. Операції відбуваються в умовах, де не приймаються ніякі аргументи, окрім безпеки ринку.

У Лондоні в 1888 р. група брокерів та комерсантів створила компанію Міжнародна клірингова установа товарної біржі ЛТД за взірцем Лондонської клірингової палати ЛТД, через яку здійснювалися розрахунки на міжбанківському ринку. Із встановленням централізованого ринку стандартних контрактів з відкритою відомою ціною виникає основна функція – функція управління, яка здійснюється через клірингові організації.

Всі ф'ючерсні ринки мають операційний простір, де угоди укладаються шляхом відкритого викрику. Як тільки угода укладена, вона реєструється, а документ відсилається до клірингової палати, яка робить експертизу чинності угоди. Після вка-

заної процедури клірингова палата повністю відповідає за виконання цієї угоди. Взаємодіючи із біржею, клірингова палата регулярно реєструє угоди. Оформляється спеціальний бланк (Trading Slip), який підписують продавець та покупець. На наступний день після укладення угоди кожна із сторін отримує документ, що підтверджує укладену угоду.

Доступ до операційного залу, як правило, обмежений колом осіб – членів біржі. Саме вони укладають угоди від імені тисяч клієнтів, тому фактично всі деталі угод відомі лише їм. Документ, що реєструє факт укладення угоди, подається двом членам біржі, що уклали контракт, або принципалам за контрактом.

Можливість реєструвати контракти на своє ім'я через клірингову палату дає членам палати (компаніям, фірмам, асоціаціям, що задовольняють клірингову палату за певним переліком параметрів щодо надійності, платоспроможності, фінансової стабільності) ряд переваг, а саме: ризик невиконання зобов'язань зведений до мінімуму; член клірингової палати (не член біржі) має право вибору оперативного брокера; клірингова палата гарантує всім своїм членам нормальні умови, конфіденційність і право захисту від втрат.

Сьогодні у США клірингові розрахунки за ф'ючерсними контрактами виконують розрахункові палати бірж або самостійно клірингові корпорації.

11.3. Організація клірингу

За функціональним підходом клірингова діяльність, спрямована на гарантування виконання зобов'язань за укладеними угодами, у ланцюгу фінансових послуг знаходиться між торгівлею та розрахунками.

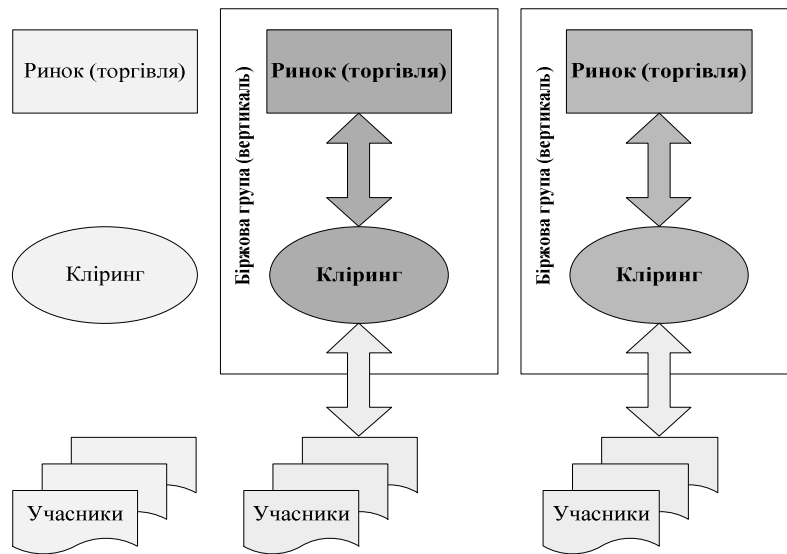
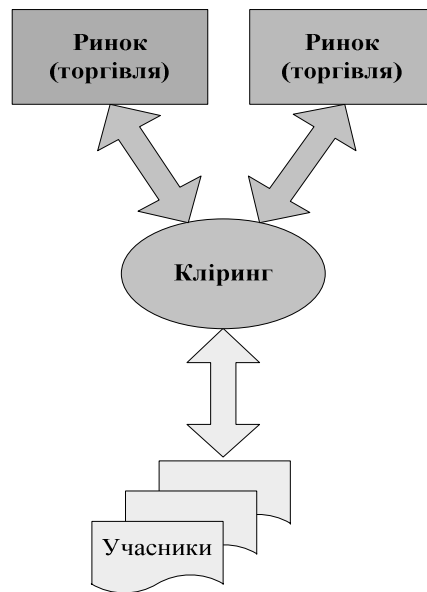
Відповідно до організаційного підходу існує кілька моделей того, як власне клірингові організації (КО) взаємодіють (інтегруються) з біржовими та позабіржовими ринками та між собою.

Базові моделі розрізняються за ступенем інтегрування КО з біржовими структурами (рис. 11.2, 11.3).

В межах вертикальної моделі клірингові організації створюються та функціонують у межах так званих вертикалей на базі окремих бірж та/або біржових груп.

У межах горизонтальної моделі клірингові організації створюються та функціонують як відносно незалежні та однаково доступні інфраструктурні елементи, що обслуговують широке коло ринків, перш за все, біржових.

Нині найпоширенішою є вертикальна модель клірингу (на строковому ринку – більше 70%). Дана модель використовується на «CME Group», «Deutsche Borse», «Intercontinental Exchange» (ICE) тощо. У свою чергу, горизонтальну модель на строковому ринку використовує «LCH», «Clearnet» та «Options Clearing Corporation», а на фондовому ринку – «National Securities Clearing Corporation».

Рис. 11.2. Вертикальна модель⁸Рис. 11.3. Горизонтальна модель⁹

⁸ Майоров С. О современных тенденциях развития клиринга. Ч. 1 : Организация и экспансия / С. Майоров // Рынок ценных бумаг. – №6. – 2011. – С. 30–39.

⁹ Там само.

Поряд з вищепредставленими базовими моделями клірингу сформувались змішані моделі різних видів, серед яких варто виділити такі:

- ✓ модель «експансії». В умовах глобалізації ринків, конкурентної боротьби, вимог регуляторів тощо клірингові організації прагнуть (за сприятливих обставин) обслуговувати якомога більше біржових та позабіржових ринків. При цьому така експансія характерна не лише для горизонтальних КО, а й для деяких вертикальних, які при цьому не втрачають свого зв'язку з біржовими структурами. Як наслідок, вертикальна модель набуває рис горизонтальної, наприклад «Eurex Clearing» обслуговує не лише ринки групи «Deutsche Borse», яким і належить дана КО, а й зовнішні ринки – «Irish Stock Exchange» та позабіржові ринки (рис.11.4);

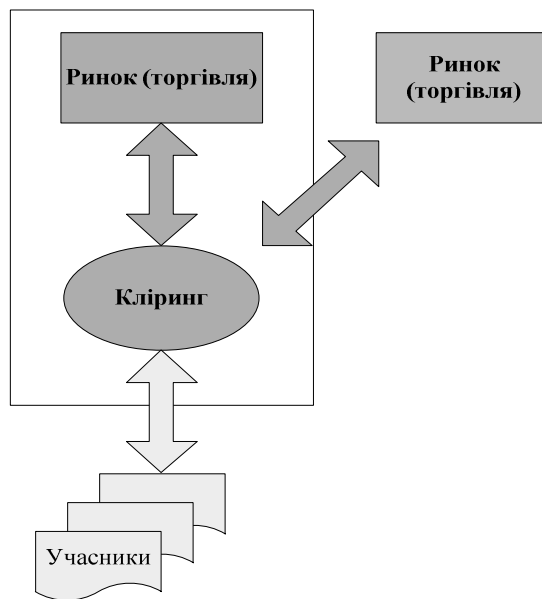


Рис. 11.4. Модель експансії¹⁰

- ✓ «конкурентні» моделі полягають у тому, що кілька клірингових організацій, кожна з яких може бути вертикальною, горизонтальною чи змішаною, обслуговують ті самі чи пов'язані ринки. Для уникнення конфліктних ситуацій, клірингові організації встановлюють між собою необхідні взаємозв'язки. В цьому контексті конкурентні моделі одночасно виступають моделями взаємодії (рис. 11.5);

¹⁰ Майоров С. О современных тенденциях развития клиринга. Ч. 1 : Организация и экспансия / С. Майоров // Рынок ценных бумаг. – №6. – 2011. – С. 30–39.

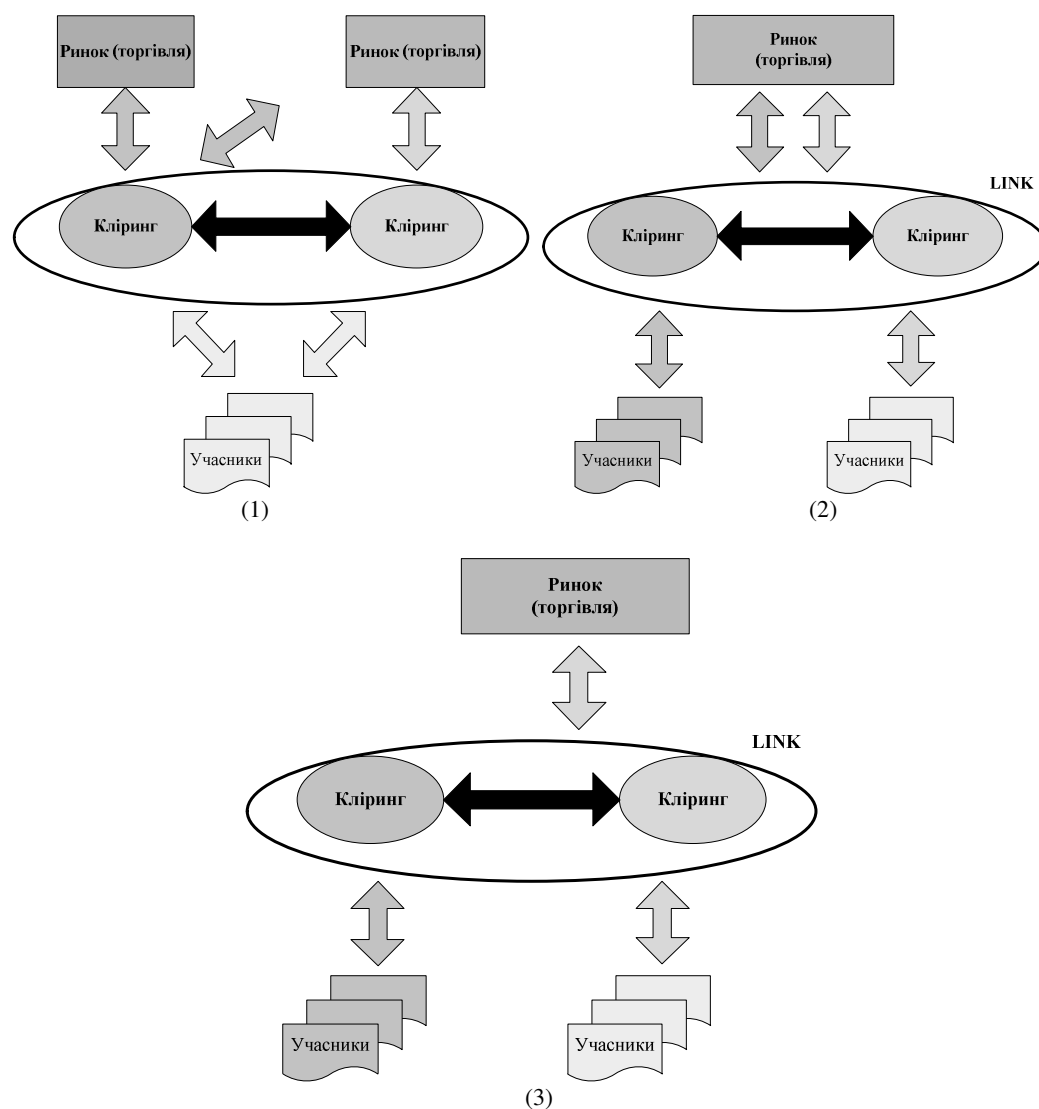


Рис. 11.5. Приклади конкурентних моделей¹¹

- ✓ інші гібридні моделі. Наприклад, клірингова організація, виходячи у «вертикаль», обслуговує також зовнішні ринки (модель «експансії») і одночасно взаємодіє з іншою кліринговою організацією. Так, «Eurex Clearing» встановила зв'язки з «European Commodity Clearing» для обслуговування «European Energy Exchange» (група «Deutsche Borse») (рис.11.6).

¹¹ Майоров С. О современных тенденциях развития клиринга. Ч. 1 : Организация и экспансия / С. Майоров // Рынок ценных бумаг. – №6. – 2011. – С. 30–39.

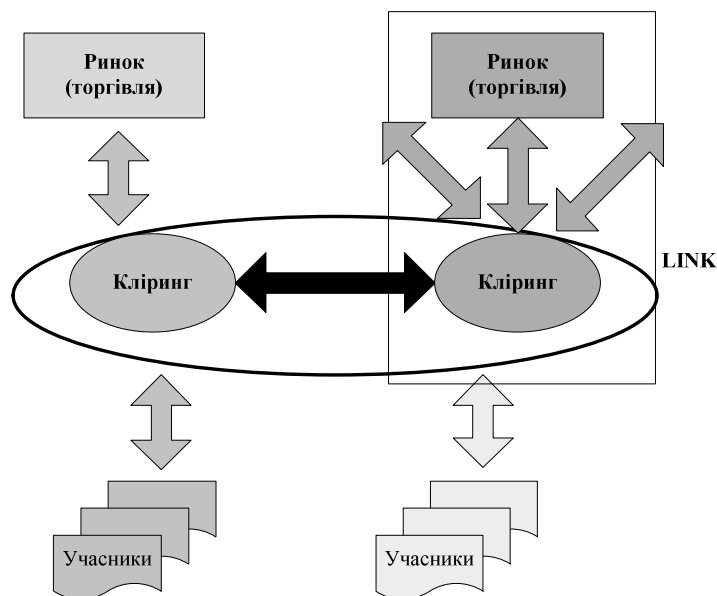


Рис. 11.6. Гібридна модель (приклад)

Зважаючи на те, що кожна модель клірингу характеризується певними перевагами та недоліками, ідеальної базової моделі клірингу не існує.

11.4. Роль маржевих внесків у діяльності розрахунково-клірингових палат

Фінансова частина діяльності клірингової (розрахунково-клірингової) палати включає чотири основні функції: акумуляція першочергової маржі (депозиту); акумуляція змінної маржі та платежі за розрахунками; управління ризиком та інформаційні системи для відстеження фінансової цілісності учасників клірингу; гарантійні фонди та їх використання.

До процедури, покликаної захистити саму палату від потенційних втрат, належать:

- ✓ внесення початкової маржі клієнтами (продавцями та покупцями) на вимогу брокерів;
- ✓ щоденний кліринг (взаємозалік) рахунків продавців та покупців; підтримка визначеного рівня маржі продавцями та покупцями.

Розрахункові установи мають можливість гарантувати виконання всіх здійснених у біржовій залі угод, оскільки вимагають від своїх членів депонувати гарантійні внески. Ці засоби, тобто прибуток, або маржа розрахункової палати, є фінансовим забезпеченням. Розмір маржі встановлює рада директорів бірж за рекомендацією спеціальної комісії клірингової палати. Маржу розрахункової установи треба відрізнити від маржі брокерської фірми. Засоби, які мають депонуватися в брокерській фірмі індивідуальними продавцями і покупцями за ф'ючерсними та опціонними контрактами, і є маржею брокерської фірми.

Отже, **маржа** – сума, що згідно з правилами біржі або клірингової установи (розрахунково-клірингової палати) депонується зареєстрованим дилером, хеджером або іншою особою, за рахунок якої вони діють, для гарантування виконання зобов'язань, що випливають із опціонів чи ф'ючерсів.

Учасники торгівлі на ф'ючерсному ринку зобов'язані внести гарантійний внесок (завдаток), який називається початковою чи депозитною маржею (*original margin* чи *initial margin*). Розмір початкової маржі, як правило, становить 2–10% від суми контрактів. Дані засоби вносяться на клієнтський рахунок, який відкривається в кліринговій палаті для кожного учасника торгів. Розмір маржі встановлюється розрахунковою палатою, виходячи зі спостережень за величиною денних відхилень ф'ючерсної ціни. При зміні кон'юнктури ринку клірингова палата може змінити розмір гарантійного внеску. А брокер може вимагати від свого клієнта внести маржу у більшому розмірі. Маржа на ф'ючерсному ринку не є частковою передплатою за актив, що перебуває під контрактом. Цей гарантійний внесок призначений організувати захист продавця від невиконання контракту покупцем, якщо ціни знизяться, і покупця від невиконання контракту продавцем, якщо ціни зростуть.

Клірингова установа також встановлює мінімальну суму коштів, що повинна знаходитися на рахунку клієнта, – вона може бути вищою або нижчою за початкову маржу. Якщо внаслідок програшу за ф'ючерсним контрактом на клієнтському рахунку сума буде меншою за встановлений ліміт, то клієнт зобов'язаний відновити її величину до необхідного рівня. В іншому випадку брокер закrije його відкриту позицію.

За результатами торгівлі ф'ючерсними контрактами клірингова палата щоденно визначає програш чи виграш учасників й відповідно списує кошти з рахунків сторони, що програла, та нараховує їх на рахунок сторони, що виграла. Сума виграшу чи програшу, що нараховується за підсумками торгів, називається варіаційною або змінною маржею (*variation margin*). Вона може бути відповідно позитивною (виграш) чи негативною (прогрaш). Якщо торговець відкриває «довгу» позицію, а потім закриває її за більшою ціною, то різниця між даними цінами становитиме його виграш. З іншого боку, якщо він закrije позицію за нижчою ціною, то різниця становитиме його програш.

Приклад 11.1

Інвестор придбав контракт за ціною 1000 дол. на початку торгової сесії, а в кінці торгової сесії продав його за ціною 1100 дол. Його виграш становитиме – 100 дол. У випадку, якщо він закrije позицію за 950 дол., його програш становитиме 50 дол. Таким чином, покупець контракту виграватиме при подальшому зростанні ф'ючерсної ціни.

Приклад 11.2

Продавець контракту виграє, якщо закrije позицію за нижчою ціною, й програє, якщо закrije її за вищою. Наприклад, інвестор продав контракт по 1000 дол., а в кінці сесії придбав його за 900 дол. Його виграш становитиме 100 дол. США. Однак, якщо він закrije позицію за ціною 1050 дол., то його програш дорівнюватиме 50 дол. Таким чином, продавець контракту виграє від подальшого зниження ф'ючерсної ціни.

Учасник контракту може утримувати свою позицію відкритою тривалий час, наприклад, кілька днів. В такому випадку клірингова установа визначає його виграш чи програш за підсумками кожного дня¹².

Згідно з Додатками до Правил торгівлі в Секції строкового ринку ПАТ «Українська біржа»¹³ сума варіаційної маржі окремо розраховується для ф'ючерса та опціону:

✓ сума варіаційної маржі за ф'ючерсним контрактом розраховується за такими формулами:

$$VM_{open} = (C_{settl} - C_{fut}) \times L \times Rate, \quad (11.2)$$

$$VM_{cur} = (C_{settl} - C_{prev}) \times L \times Rate, \quad (11.3)$$

де VM_{open} – сума варіаційної маржі за ф'ючерсним контрактом, за яким розрахунок варіаційної маржі ще не здійснювався;

VM_{cur} – сума варіаційної маржі за ф'ючерсним контрактом, за яким розрахунок варіаційної маржі вже здійснювався;

C_{settl} – розрахункова ціна ф'ючерсного контракту, визначена в ході поточної клірингової сесії;

C_{prev} – розрахункова ціна ф'ючерсного контракту, визначена в ході попередньої клірингової сесії;

C_{fut} – ціна укладання ф'ючерсного контракту;

L – коефіцієнт, який визначається як відношення обсягу лоту (кількості одиниць базового активу ф'ючерсного контракту) до обсягу базового лота (кількість одиниць базового активу, ціна за який виставляється в торговельну систему);

$Rate$ – коефіцієнт, який визначається як відношення обсягу лоту (кількості одиниць базового активу ф'ючерсного контракту) до обсягу базового лота (кількість одиниць базового активу, ціна за який виставляється в торговельну систему);

✓ варіаційна маржа за опціонним контрактом розраховується за такими формулами:

$$VM_{open} = (C_{settl} - Pr) \times Rate, \quad (11.4)$$

$$VM_{cur} = (C_{settl} - C_{prev}) \times Rate, \quad (11.5)$$

де VM_{open} – сума варіаційної маржі за опціонним контрактом, за яким розрахунок варіаційної маржі ще не здійснювався;

VM_{cur} – сума варіаційної маржі за опціонним контрактом, за яким розрахунок варіаційної маржі вже здійснювався;

Pr – ціна (премія) укладання контракту;

C_{settl} – розрахункова ціна опціонного контракту, визначена в ході поточної клірингової сесії;

¹² Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : уч. пособ. / А. Н. Буренин. – М. : 1 Федерал. книготорг. компания, 1998. – 352 с.

¹³ Офіційний сайт Української біржі. Угода про систему заходів щодо зниження ризиків невиконання зобов'язань за строковими контрактами, укладеними на ПАТ «Українська біржа [Електронний ресурс] / Українська біржа // Додатки до Правил торгівлі в Секції строкового ринку ПАТ «Українська біржа» – К., 2011. – Режим доступу : <http://fs.uk.ua/files/112>.

C_{prev} – розрахункова ціна опціонного контракту, визначена в ході попередньої клірингової сесії;

Rate – курс валюти, в якій визначається розрахункова ціна опціону, до валюти України (гривні). Якщо розрахункова ціна опціону визначається в гривні, то цей коефіцієнт дорівнює 1 (одиниці). Якщо розрахункова ціна опціону визначається у валюті, відмінній від гривні, то цей коефіцієнт дорівнює офіційному курсу відповідної валюти до гривні, встановленому Національним банком України на день розрахунку.

Клірингові палати Чиказької і Нью-Йоркської товарних бірж вимагають маржевих депозитів на кожен вид товарів на довгу і коротку ф'ючерсні позиції, а не тільки на чисту позицію

Маржеві кошти можуть депонуватися:

- ✓ в готівкових коштах. Від фізичних осіб приймаються чеки, від юридичних – банківські перекази;
- ✓ державними цінними паперами. Більшість бірж дозволяє вносити маржу лише короткостроковими цінними паперами, як правило, казначейськими векселями, оціненими за ринковою вартістю (не вище 90% від номіналу), та акціями самої клірингової палати;
- ✓ переказом надлишкових сум з інших ф'ючерсних рахунків;
- ✓ банківськими акредитивами. Однак такий спосіб використовують не всі брокерські фірми, оскільки перетворення їх на грошові кошти вимагає відносно тривалого часу;
- ✓ складським свідоцтвом – варрантом від продавців.

У стабільних ринкових умовах рівень операційної маржі біржі переглядають кілька разів на рік. Коли ж ринки переживають періоди нестабільності з різким коливанням цін, розміри маржі переглядаються щотижня або навіть щодня.

На розмір маржі впливає сама ціна активу, а отже, вартість контракту загалом та цінова нестабільність на ринку. Біржам і кліринговим палатам завжди непросто визначити розміри маржі. Вона має бути достатньо низькою, щоб забезпечити участь широкого кола торговців, і одночасно достатньо надійно захищати розрахункові фірми і палату загалом від збитків.

Брокерські фірми відомих бірж – це фінансово стійкі організації, що мають членство на кількох біржах. Ці контори є представниками брокерської індустрії. Їх називають брокерськими будинками, а маржу, якої вони вимагають від клієнтів, – маржею брокерського дому (*house margine*).

Брокерські фірми можуть змінювати рівень маржі залежно від виду операцій – спекулятивних або хеджевих – паралельно зі зміною біржової маржі. Рівень маржі особливо контролюється при закінченні дії контракту, тобто при наближенні строків поставки. Деякі брокерські фірми підвищують маржу до повної вартості контракту, якщо впевнені, що клієнти прийматимуть поставку, щоб гарантувати виконання нотисів. Такі правила суттєво зменшують кількість учасників ф'ючерсного ринку, що утримують позиції продавців та покупців до останнього строку поставки.

Брокерські фірми збільшують розміри брокерської маржі і за умови нестабільності ринків, особливо для низьколіквідних товарів. Як відомо, під ф'ючерсними контрактами реалізуються значні партії товарів. Продати їх без збитків за умови

різких коливань цін буває неможливо. Тому брокерські фірми збільшують розміри маржі і так звужують коло учасників.

Ці структури неабияк впливають на ф'ючерсний ринок. Вони, відкриваючи маржевий рахунок для клієнта, зобов'язують його доповнювати початкову маржу на першу їх вимогу. Вимагати від клієнта поповнити початкову маржу (original margin call) можна у тому випадку, коли клієнт відкрив ф'ючерсну позицію, а на його ф'ючерсному рахунку коштів було замало. Це може статися з різних причин. Проілюструємо їх на прикладах.

Приклад 11.3

Треjder має на ф'ючерсному рахунку 20 тис. дол. Він вирішує купити 15 ф'ючерсних контрактів на золото, за якими початкова маржа становить 2000 дол. за контракт. Якщо брокерській фірмі клієнт добре відомий, вона обізнана з його фінансовим станом, то ф'ючерсні позиції на 15 контрактів можна відкрити за умови, що кошти, яких не вистачає до повної початкової маржі, клієнт перекаже негайно. Контролює його маржова служба брокерської фірми, яка одразу вимагатиме поповнення початкової маржі.

Біржа може збільшувати рівень початкової маржі зворотною дією.

Приклад 11.4

Через високу цінову нестабільність на ринку цукру Нью-Йоркська біржа кави, цукру і какао впроваджує новий вищий рівень маржі, збільшуючи його від 700 дол. до 1000 дол. за контракт. Незважаючи на те, що вимога стосується нових позицій та нових рахунків, брокерські фірми надсилають вимоги про поповнення початкової маржі за всіма незакритими позиціями.

Вимога про поповнення початкової маржі надсилається також тоді, коли коштів на ф'ючерсному рахунку не вистачає під кінець біржового дня.

Приклад 11.5

Власник елеватора має 20 тис. дол. на ф'ючерсному рахунку та відкриту «довгу» позицію на 20 вересневих контрактів на кукурудзу. Він вирішує купити ще 20 грудневих контрактів. Початкова маржа становить 500 дол. за контракт. Коштів вистачає і він відкриває вказані позиції. Однак на кінець торгового дня ціни на вересневі ф'ючерси знизилися, наприклад, на 15 дол. за бушель. Із рахунку списується сума 15000 дол. ($0,15 \times 5000 \times 20$), тому брокерська фірма йому знову надішле вимогу щодо поповнення початкової маржі.

* Біржа кави, цукру і какао (The Coffee, Sugar and Cocoa Exchange (CSCE)) була заснована у 1882 р. як Нью-Йоркська біржа кави (Coffee Exchange in the City of New York). У 1914 р. на даній біржі розпочалась торгівля ф'ючерсами на цукор, а в 1979 р. вона об'єдналася з Нью-Йоркською біржею какао (The New York Cocoa Exchange). Утворена в результаті об'єднання, біржа у 1998 р. об'єдналася з Нью-Йоркською біржею бавовни (The New York Cotton Exchange) – підрозділом Нью-Йоркської торгової палати (The New York Board of Trade (NYBOT)). Нью-Йоркська біржа кави, цукру і какао функціонувала як незалежний підрозділ Нью-Йоркської торгової палати, здійснюючи торгівлю ф'ючерсами, опціонами на каву, цукор і какао та товарним індексом S&P. У 2007 р. Нью-Йоркська торгова палата об'єдналася з Американською ф'ючерсною біржею, відомою як Intercontinental Exchange (ICE).

Всі ф'ючерсні біржі мають єдину умову щодо початкової маржі. Якщо її слід поповнити, то це треба безумовно виконати, незалежно від того, чи вона залишається відкритою, чи ліквідується. Закриття позицій з неповною маржею призведе до втрати фінансової стабільності. Клієнт зобов'язаний негайно поповнити маржу незалежно від прибутковості позицій, що зумовили цю вимогу.

11.5. Забезпечення додаткових фінансових гарантій розрахункової палати

Процедура зміни суми на рахунку учасників ф'ючерсної торгівлі з метою відображення зміни котирувальної ціни контракту називається *клірингом*.

Клієнт повинен постійно тримати на рахунку певний мінімальний маржевий внесок для підтримання маржі (за кожним окремим ф'ючерсним контрактом). Коли внаслідок несприятливої ринкової кон'юнктури сума на рахунку виявляється нижчою від рівня підтримки, брокер подає клієнтові вимогу про відповідний додатковий внесок, так звану *вимогу додаткових фінансових гарантій*.

Позиція членів розрахункової палати щодня змінюється. Після кожних торгів розрахункова палата проводить перерахунок коштів для кожного з них. Щовечора палата про це повідомляє розрахункові фірми. У випадку підвищення позиції додаткові кошти треба внести до відкриття біржі наступного дня. При зниженні позиції зайві кошти можуть повернути, але деякі фірми їх резервують.

Здебільшого початкової плати досить, щоб забезпечити відшкодування щоденних максимальних коливань цін. На Чиказькій товарній біржі початкові маржеві депозити збираються протягом 24 годин після укладення угоди (деколи – протягом 10 годин).

Клірингова установа доволі суворо контролює надходження депозитів, які забезпечують коливання цін. Так створюється достатня кількість коштів на депозиті на момент виконання угод як фінансового забезпечення виконання ф'ючерсних контрактів.

Головною умовою роботи клірингової установи є підтримуюча маржа. Згідно з вимогами установи кожен клієнт повинен мати на ф'ючерсному рахунку суму, яка дорівнює або трохи нижча від початкової маржі. Ця частка згідно з даними зарубіжних джерел становить 65–75% від початкової маржі. Якщо ця вимога не виконується, то клієнт має внести варіаційну маржу. Якщо клієнт не вносить потрібної маржі або просто не реагує на повідомлення, брокер за його рахунок ліквідує позицію на ф'ючерсному ринку. Це повідомлення називається *вимогою поповнення варіаційної (підтримуючої) маржі*. На відміну від вимоги про поповнення початкової маржі, коли клієнтові бракує коштів на рахунку, ця вимога пов'язана лише з негативною для клієнта зміною цін.

Варіаційна маржа – це своєрідний показник втрат і прибутків клієнта за біржовий день. Якщо сума на ф'ючерсному рахунку клієнта нижча на 65–75% від початкової маржі, брокерська фірма вимагає від клієнта поповнити рахунок до початкової суми, а не підтримуючої маржі.

Деякі біржі не встановлюють рівня підтримуючої маржі, а використовують лише початкову, і при негативній зміні цін одразу ж вимагають доповнення варіаційної маржі.

Коли клієнт відкриває рахунок у брокерській фірмі, очікується, що він забезпечить певний рівень маржі для відкриття позицій на ф'ючерсному ринку. Таке саме зобов'язання бере на себе брокерська фірма щодо клірингової установи. Якщо ситуація на ринку стає невигідною для фірми – члена установи, то вноситься додаткова маржа, що враховує ці зміни. Коли клієнт не може заплатити маржі, розрахункова фірма зобов'язана заплатити кліринговій установі з власного капіталу.

Для визначення рівня маржі для кожної фірми – члена у кліринговій установі фіксуються звіти про всі торговельні операції, в тому числі офсетні. В кінці кожного дня підбивається баланс. Головна вимога – сума куплених угод має дорівнювати сумі проданих. Крім того, фіксується позиція кожного члена палати. Фірма, яка виконала офсетну операцію, не вносить маржі, оскільки розрахункова палата не є для неї другою стороною. У табл. 11.1 подано зведений приклад визначення чистих позицій на кінець біржового дня для п'яти фірм-членів палати. Фірми позначені літерами А, В, С, D, F.

Таблиця 11.1

Визначення чистих позицій на кінець дня

Позиція	F		B		C		D		F	
	Куп.	Прод.	Куп.	Прод.	Куп.	Прод.	Куп.	Прод.	Куп.	Прод.
Кількість торговельних операцій	5	10	10	15	10	5	10	10	10	15
Чистий «long»					5					
Чистий «short»	5		5						5	
Офсетні угоди							0			

Маржа, що вноситься при зміні цін, враховує цю зміну і визначається як різниця між ціною, за якою контракт купувався чи продавався протягом дня, і ціною закриття біржі (*settlement price*).

Приклад 11.6

Першого березня контракт на золото продавався за ціною 1800 дол. за унцію. Початкова маржа – 10 000 дол. за контракт.

Другого березня розрахункова ціна зросла на 20 дол. за унцію і становила 1820 дол. за унцію.

Рахунок покупця кредитується на 2000 дол. (20 дол. x 100 унцій), сума на ньому становитиме 12000 дол. Рахунок продавця дебетується на 2000 дол., що зменшить його до рівня 8000 дол. Продавець отримує вимогу брокерської фірми про поповнення свого ф'ючерсного рахунка.

Третього березня ціна на золото знизилася до 1780 дол. за унцію.

Позиція покупця дебетується на 4000 дол. (40 дол. x 100 унцій), загалом сума на рахунку становитиме 8000 дол. (10000 + 2000 – 4000), що також вимагатиме негайного поповнення рахунка.

Рахунок продавця кредитується на 4000 дол., він становитиме 12000 дол. (10000 – 2000 + 4000). Четвертого березня ціна знизилася ще на 20 дол. за унцію і становила 1760 дол. за унцію. Поповнений рахунок покупця дебетується на 2000 дол. і становитиме 6000 дол., рахунок продавця кредитується на 2000 дол. і становитиме 14000 дол.

Внести варіаційну маржу можна двома способами:

1. Внесення додаткових коштів. Варіаційна маржа вноситься лише готівковими коштами, оскільки це не добровільна застава, чим насправді є початкова маржа, а поточна вартість ф'ючерсної позиції клієнта. При виграшній позиції клієнт отримує виграш, при програшній повинен внести лише готівкові кошти, тому що потрібен час, щоб ліквідні цінні папери перетворити на грошові кошти.

2. Ліквідація позиції повністю або зменшення кількості відкритих позицій. Причому варіаційну маржу клієнт вносить на вимогу брокерської фірми незалежно від того, яка (виграшна чи програшна) на цей момент в нього позиція. Пізніше він може забрати ці кошти як виграш, але цю вимогу брокерської фірми зобов'язаний виконати.

Приклад 11.7

Клієнт має на ф'ючерсному рахунку 4000 дол. і «коротку» позицію («short») на два нафтових контракти з поставкою в грудні за ціною 102 дол. за барель.

Початкова маржа становить 2000 дол. за контракт, підтримуюча – 2400 дол. за контракт, тобто коштів на рахунку достатньо. Якщо через день ціна на нафту зростає до 103 дол. за барель, то рахунок клієнта дебетується на 2000 дол. (1 x 1000 x 2) і становитиме 2000 дол., що є нижчим від рівня підтримуючої маржі. В такому випадку клієнт отримує вимогу про внесення додаткових коштів – варіаційної маржі.

Клієнт може виконати вимогу двома способами.

- 1) внести 2000 дол. для відновлення рівня початкової маржі за двома контрактами;
- 2) ліквідувати позицію за одним контрактом і залишити 2000 дол. як початкову маржу за один контракт.

Відділ маржевих розрахунків брокерської фірми щоденно отримує від біржі інформацію про стан ф'ючерсних рахунків кожного клієнта, для цього біржа надсилає брокерській конторі звіт. На основі такого звіту брокерська фірма надсилає вимоги клієнтам про поповнення маржевих внесків.

Для цього аналізується *баланс готівкових коштів* (*cash balance*), тобто наявність коштів на рахунку клієнта після розрахунків за всіма операціями біржового дня. В рахунку відображаються маржеві внески, виграші за завершеними операціями, списані з рахунка суми програшів.

Приклад 11.8

Клієнт брокерської фірми бажає відкрити ф'ючерсний рахунок для операцій на Нью-Йоркській біржі кави, цукру і какао.

20 жовтня він відкриває ф'ючерсний рахунок, на який переказує 20000 дол.

До кінця місяця клієнт забрав з рахунка 8000 дол., отримав 3000 дол. виграшу, з рахунка було списано 4000 дол. програшу.

Отже, баланс готівки на рахунку становить: $20000 - 8000 + 3000 - 4000 = 11000$ дол.

Розрахункова установа надсилає брокерській фірмі відомості про *кількість відкритих позицій клієнта* (*open-trade equity*) – нетто-результат нереалізованих прибутків і збитків за відкритими позиціями. Цей показник може бути як додатним, так

і від'ємним залежно від того, яку позицію займає клієнт – збиткову чи прибуткову. Продовжимо наш приклад.

Продовження прикладу 11.8

Клієнт на кінець місяця має дві відкриті позиції «long» на цукор за ціною 11 дол. за фунт.

Початкова маржа – 750 дол. за контракт, підтримуюча – 650 дол.

Біржа закриває контракт за ціною 11,5 дол. за фунт, тобто клієнт має на рахунку прибуток за двома незакритими позиціями в сумі 1120 дол. ($0,005 \times 112000 \times 2$).

Головною цифрою звіту про стан рахунка є **сумарні кошти** (*total equity*) – сума балансу готівкових коштів та результату за відкритими позиціями.

Продовження прикладу 11.8

Якщо розрахункова ціна біржового дня на цукор становить 11,5 0 дол. за фунт, то клієнт на рахунку має 12120 дол. ($11000 + 1120$).

Загальна вартість рахунка подається з урахуванням кількості цінних паперів на депозиті.

За рахунками клієнтів робиться перерахунок початкової маржі.

Продовження прикладу 11.8

Нехай у нашого клієнта відкрито п'ять позицій «long» на грудневий контракт на цукор.

Початкова маржа становить 3 750 дол. (5×750). Клієнт має також контракт «short» на каву, початкова маржа – 9000 дол., тобто необхідна сума початкової маржі становить 12 750 дол.

Підтримуюча маржа за цими контрактами становить:

$$650 \times 5 + 6\,750 = 10\,000 \text{ дол.}$$

На рахунку клієнта надлишку маржі (*margin excess*) нема, але поки вимога про поповнення маржі не буде надсилатися, оскільки до рівня підтримуючої маржі досить коштів.

Оскільки клієнт не має додаткової застави у вигляді цінних паперів, наступна негативна зміна ціни одразу ж вимагатиме поповнення рахунка готівковими коштами. Навіть при більш ніж достатній вартості цінних паперів на депозиті найменший депозит на рахунку грошових коштів брокерська фірма вимагає негайно ліквідувати.

Більшість брокерських фірм вимагають від клієнтів надходження коштів до того, як для них відкриють позиції на ф'ючерсному ринку, а в процесі біржових торгів можуть вимагати постійного поповнення рахунків.

Маржеві внески клієнтів на всіх біржах США відділені від коштів фірм – членів палати. Ці кошти вкладені на окремі банківські рахунки або на депозит за окремими маржевими внесками в Розрахунковій палаті. Брокерська фірма не може їх використовувати для власних потреб. Однак на ці депозити клієнти, як правило, не отримують доходів. Окрім того, брокерська фірма може їх покласти на власний де-

позит, тому постійні клієнти бірж як початкову маржу вкладають державні цінні папери, як правило, казначейські векселі, за якими отримують дисконтний дохід.

Щоденно на рахунках клієнтів відображаються зміни, що сталися за торговельну сесію. Суми програшів списуються з одних рахунків на інші. Система *клірингу* (*взаємозаліку*) складається з трьох ланок: самої розрахункової палати, її членів – розрахункових фірм та розрахункових банків.

Вище охарактеризовано фірми – члени палати. Розгляньмо тепер діяльність самих розрахункових палат. Кожна з них співпрацює з певним колом банків. Структури розрахункових палат різних бірж відрізняються між собою.

Справжні учасники ф'ючерсної операції розрахунковій установі невідомі. Вона оперує позиціями своїх членів – розрахункових фірм. Кожна клірингова фірма відповідає за баланс у розрахунковій палаті, що відображає позиції клієнтів. Клієнт, в свою чергу, відповідає за підтримку балансу свого ф'ючерсного рахунка перед кліринговою фірмою, а остання – перед палатою.

Рахунки всіх клієнтів та самої фірми-члена палати обчислюються щодня. Кожна угода підлягає подвійній реєстрації у фірмі та в палаті. Інформація про угоду містить такі дані:

- ✓ покупець і продавець;
- ✓ клірингова фірма;
- ✓ час укладення;
- ✓ характер угоди;
- ✓ обсяг;
- ✓ ціна;
- ✓ розрахунковий банк.

Розрахункова установа порівнює інформацію, виявляє неправильні угоди і повідомляє про це розрахункову фірму.

На біржах США розрахункові палати використовують два принципи переказу маржі. *Нетто-принцип нарахування* – це вимога палати вкласти депозит лише за чистими позиціями. *Брутто-принцип* – за всіма. Брокерські фірми надають перевагу першому принципіві, оскільки це дозволяє кошти клієнтів тримати у себе, розміщувати їх на депозити та отримувати дохід. Зібрані маржеві внески клієнтів фірмою, яка не є членом розрахункової палати, перераховуються на так званий рахунок «Омнібус», відкритий на ім'я даної фірми на рахунку фірми – члена розрахункової палати.

Для забезпечення фінансової стійкості самої клірингової палати створюється *гарантійний фонд*. Клірингова установа, як і її члени, використовує початковий депозит і маржу, яка враховує коливання цін як захист від значних програшів. Однак ці депозити формують лише початкову основу міцного фінансового механізму, який дозволяє палаті гарантувати оплату і поставки за контрактами. Вклади членів палати до гарантійного фонду є лише часткою фінансового захисту і умовою членства в палаті. Внесок до гарантійного фонду означає безпосередню участь кожного члена у фінансовій стабільності і загальній інтеграції даної організації. Всі депозити вносяться у державних цінних паперах і грошових коштах, вони розміщуються на рахунку у певному банку. Ні готівки, ні цінних паперів не може зняти з рахунку для оплати поставки ні член палати, ні сама клірингова палата, за винятком відповідного наказу, підписаного трьома директорами палати.

Ще одним фінансовим джерелом клірингової установи є так званий *додатковий фонд (surplus)*, який складається з щомісячної оплати кожної клірингової операції. Порівняно з послугами клірингової палати ця послуга незначна, але за рік її сума вражає.

Ці фонди переважно інвестуються в державні облігації, а відсотки відшкодовують витрати клірингової палати. Як правило, доходи від цього фонду доволі високі, що і дозволяє брати незначну плату за послуги.

Клірингова установа встановлює норми і правила процедур для захисту від збитків:

- ✓ на випадок невиконання контракту фірмою – членом палати вона розпродує всі контракти даного члена, закриває його рахунок, який кредитується або дебетується. В результаті виявляється борг збанкрутілого члена палати. Для відшкодування збитків палата списує маржу;
- ✓ якщо її замало, то використовує його внески до гарантійного фонду;
- ✓ якщо сум не вистачає, то за погодженням з радою директорів використовуються його внески до додаткового фонду;
- ✓ якщо програш настільки значний, що й цих коштів недостатньо, використовується загальний гарантійний фонд;
- ✓ якщо загальний гарантійний фонд вичерпується, то збитки розподіляються на всіх членів палати за принципом: хто має більші прибутки від клірингової палати, той робить більший внесок.

Отже, ф'ючерсні біржі базуються на одній з основних функцій клірингової палати – реєстрація всіх угод і контроль за виконанням контрактних зобов'язань кожним з учасників, на чие ім'я зареєстрований контракт. Так забезпечується фінансова надійність ринку загалом.

Кожен член клірингової установи страхується через депозит – додаткову плату на випадок невиконання зобов'язань.

Для відкритого ф'ючерсного контракту найбільш характерний ризик зміна цін на активи порівняно з обумовленою в контракті ціною.

Система попередніх депозитів ефективно страхує від втрат. Щоденні маржеві внески робить кожен учасник.

Однак банки вночі не працюють, ринок також. Тому ризик зміни цін розподіляється на розрахований і потенційний.

Приклад нарахування маржі та депозиту, що застосовується кліринговими палатами США, подає Ф. Шварц.

За точку відліку при визначенні маржі клірингова палата вважає ситуацію на ринку на момент його закриття. Для кожного місяця поставки різного товару аналізується остання квота продавця та покупця, остання угода, за допомогою стандартної формули обчислюється остання названа ціна.

Контролюючи зміни цін, клірингова палата оцінює передбачену зміну цін, на основі цього публікується депозитний тариф. Якщо максимальні зміни цін становлять 8 дол. за фунт, то депозит становить 8%, якщо 3 дол. за фунт – 3% тощо).

Маржа, яку має виплатити кожен член клірингової палати, відшкодовується порівнянням останньої названої ціни з контрактною ціною. Робиться це під час комп'ютерної обробки документації при закритті ринків.

Щоранку, у визначений час, має бути сплачена різниця між відшкодуванням, забезпеченим фірмою, та загальним боргом клірингової палати.

Якщо загальний борг перевищує відшкодування, різницю виплачує член розрахункової палати.

Клірингова палата має свої правила, які відрізняються від правил біржової торгівлі. Правила клірингової палати регулюють процедуру прийняття контрактів до реєстрації від імені члена клірингової палати, методи розрахунку маржі і депозиту, час розрахунків за контрактом.

Страхуючи кожного члена від зміни цін з допомогою виплати щоденної маржі, утримуючи депозит з метою відшкодування потенційного ризику до оплати маржі наступного дня, клірингова палата гарантує кожному своєму членові виконання зобов'язань за контрактами незалежно від другої сторони.

Кожна сторона після реєстрації контракту в кліринговій палаті купує або продає товар на умовах, передбачених контрактом, у того або тому партнерові, на якого вкаже клірингова палата. Клірингова палата гарантує виконання гарантійної та новаційної функцій. *Новація* – це процес, в якому одна зі сторін, що домовляються, постійно замінюється іншою. Новація – гнучка і вигідна форма, саме вона забезпечує надійність ринку, усуває фінансовий ризик угод.

Ще одна особливість ф'ючерсного контракту полягає в тому, що якщо він залишається відкритим до завершення дії, то члени клірингової установи мають виконати зобов'язання поставити (прийняти) товар або розрахуватися грішми.

Клірингова установа гарантує однакову кількість контрактів на купівлю та продаж на момент закінчення дії, тобто контролює наявність продавців і покупців для виконання зобов'язань за контрактами.

Інформація про реєстрацію контрактів членів розрахункової установи є секретною, вона доступна лише самій установі і даному членові установи. Коли клірингова установа – самостійна організація, навіть біржа не має доступу до такої інформації.

Клірингова установа має переваги (як самостійна організація):

- ✓ використання одного основного відшкодування – готівкового фонду або банківської гарантії;
- ✓ отримання щоденно у вигляді грошових сум чистої суми маржевих та депозитних виплат, що суттєво зменшує банківські, адміністративні, канцелярські видатки;
- ✓ оперування через одну організацію, що економить кошти на засоби зв'язку;
- ✓ стандартизація системи звітності;
- ✓ чіткий контроль за всім апаратом.

Міжнародна клірингова установа забезпечує такі переваги:

- ✓ зменшує валютний ризик (оскільки розрахунки відбуваються у превалюючій валюті, ризику для місцевої валюти немає);
- ✓ створює поліпшені умови для арбітражних операцій.

Резюме

Кліринг біржовий – це процедура розрахунків за біржовими угодами, що забезпечує фінансові гарантії їх здійснення через систему депозитних та маржевих внесків учасників біржової торгівлі.

Це означає, що в кінці кожного робочого дня інформація про всі операції на біржі уточнюється, конкретизується і порівнюється. Розрахунки, що проводяться за біржовими угодами кліринговими палатами на зарубіжних товарних ф'ючерсних біржах, є безготівковими. Це невід'ємний елемент торгівлі на ф'ючерсному ринку.

Основні функції клірингової установи такі: оформлення рахунків, розрахунки за завершеними операціями; збір і зберігання гарантійних внесків за строковими контрактами для відшкодування можливої різниці між початковою ціною і поточним котируванням; регулювання поставок та надання інформації про торговельні операції.

Клірингова палата – специфічний інститут. Це не банк, адже кредитів тут не дають; не поліція, не регулювальник, не букмекер, адже вона не учасник ринку, не виконує торгових операцій, не укладає угод.

Аналога цій організації немає. Вона – організатор ф'ючерсного ринку, унікальний за змістом та значенням.

Депозити вносяться лише на відкриті позиції, якщо член палати має контракт на купівлю і такий самий – на продаж. Депозит не вноситься.

Депозити на спотовий місяць (розрахунок за контрактом) обчислюються окремо, оскільки ці контракти можуть бути під тендером (тобто пропозицією під фізичну поставку).

Кошти на рахунок депозиту можуть вкладатися сплатою грошей (чеком, телеграфним переказом), державними цінними паперами (з терміном відшкодування до одного року), векселями, акредитивом, варрантом – складським свідоцтвом.

На відміну від депозиту, що вноситься при укладенні кожного ф'ючерсного контракту і повертається після його ліквідації шляхом протилежної операції або йде на оплату поставки товару, варіаційна маржа вноситься лише при негативних змінах цін.

Розміри депозитів за різними контрактами – від 2% до 15%. Все залежить від діапазону зміни цін товарів під контрактом.

Саме такі відносно незначні суми дозволяють брати участь у ф'ючерсній біржовій торгівлі спекулянтам, що отримують великі доходи, не маючи фінансових можливостей торгувати реальним товаром.

Тільки така клірингова установа може гарантувати в Україні ефективно функціонування строкових біржових ринків.

Контрольні запитання

1. Що таке кліринг?
2. Охарактеризуйте поняття «біржовий кліринг» та його основні завдання.
3. Як і коли виникають розрахункові палати на зарубіжних біржах?
4. Що таке кільцевий метод обліку біржових операцій?
5. Які функції виконує клірингова палата?

6. Що таке система маржевих внесків?
7. У якому вигляді можуть депонуватися маржеві внески?
8. Що таке додаткові фінансові гарантії клірингової установи?
9. Що таке додатковий фонд клірингової установи?
10. Які переваги має самостійна клірингова установа?

Рекомендована література

1. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (остання редакція 01.01.2013 р.) [Електронний ресурс] / ВВР. – 2013. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80/page?text=%EA%EB%B3%F0%E8>.
2. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (остання редакція 01.01.2013 р.) [Електронний ресурс] / ВВР. – 2013. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/710/97-%D0%B2%D1%80>.
3. Положення «Про клірингову діяльність» (№ 429 від 26.03.2013 р.) [Електронний ресурс] / НКЦПФР. – 2013. – Режим доступу до документа: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0562-13>; Проект ЗУ «Про систему депозитарного обліку цінних паперів» [Електронний ресурс] / НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/law/16927>.
4. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» (остання редакція 01.01.2013 р.) [Електронний ресурс] / ВВР. – 2013. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page?text=%EA%EB%B3%F0%E8%ED>.
5. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : уч. пособ. / А. Н. Буренин. – М. : 1 Федерал. книготорг. компания, 1998 – 352 с.
6. Майоров С. О современных тенденциях развития клиринга. Ч. 1 : Организация и экспансия / С. Майоров // Рынок ценных бумаг. – №6. – 2011. – С. 30–39.
7. Чесноков В. Л. Біржові операції : навч. посіб. / В. Л. Чесноков. – К. : Центр уч. л-ри, 2008. – 192 с.

Тести для перевірки знань до розділу 11

1. Кліринг – це:

- а) система попередньої оплати;
- б) система безготівкових розрахунків на взаємозаліках;
- в) система оплати чеками;
- г) система готівкових розрахунків.

2. Біржовий кліринг – це:

- а) процедура розрахунків за біржовими угодами;
- б) процедура розрахунків за спотовими угодами;
- в) процедура розрахунків за форвардними угодами;
- г) процедура розрахунків за ф'ючерсними угодами.

- 3. Основні функції клірингової установи це:**
- а) оформлення рахунків, розрахунки за операціями;
 - б) збір та збереження депозитних внесків;
 - в) регулювання поставок;
 - г) всі перераховані вище.
- 4. Член розрахункової установи перевіряється на:**
- а) надійність, платоспроможність;
 - б) фінансову стійкість;
 - в) всі параметри, названі у пунктах а, б, г;
 - г) наявність позитивної репутації у ділових колах.
- 5. Клірингова установа гарантує своїм членам:**
- а) конфіденційність;
 - б) право захисту від втрат;
 - в) право вибору оперативного брокера;
 - г) всі зазначені вище права.
- 6. Клірингова палата забезпечує:**
- а) швидкість укладання офсетних контрактів;
 - б) спрощення процесу поставки;
 - в) довгостроковий захист від втрат;
 - г) все зазначене вище.
- 7. Розрахункова палата на ф'ючерсному ринку є:**
- а) третьою стороною у ф'ючерській угоді;
 - б) другою стороною у ф'ючерській угоді;
 - в) першою стороною у ф'ючерській угоді;
 - г) посередником між продавцями і покупцями.
- 8. Процедурами, що захищають розрахункову установу від, втрат є:**
- а) внесення початкової, варіаційної маржі та підтримка її у певних межах;
 - б) внесення біржової маржі та маржі брокерської фірми;
 - в) гарантійний та додаткові фонди;
 - г) внески засновників та спонсорська допомога.
- 9. Брокерська маржа є більшою від:**
- а) біржової маржі;
 - б) початкової маржі;
 - в) варіаційної маржі;
 - г) маржі підтримки.
- 10. Початкову маржу називають:**
- а) варіаційною;
 - б) біржовою;
 - в) операційною;
 - г) маржею підтримки.

11. Депозити можуть вноситися:

- а) грошима та чеками;
- б) цінними паперами та акредитивами;
- в) готівкою, цінними паперами;
- г) нерухомим майном.

12. Додаткові фінансові гарантії розрахункової палати – це:

- а) вимога поповнення підтримуючої маржі;
- б) поповнення депозиту;
- в) закриття програмних позицій;
- г) ліквідація позицій оберненими угодами.

13. Кількість відкритих позицій – це:

- а) нетто-результат нереалізованих прибутків та збитків за відкритими позиціями;
- б) бруто-результат «довгих» позицій;
- в) бруто-результат «коротких» позицій;
- г) нетто-результат виграшних позицій.

14. Нетто-принцип нарахування маржі – це:

- а) вимога внести депозит лише за чистими позиціями;
- б) вимога внести депозит за всіма позиціями;
- в) вимога внести депозити за виграшними позиціями;
- г) вимога внести депозити за програшними позиціями.

15. Бруто-принцип нарахування маржі – це:

- а) вимога внести депозит лише за чистими позиціями;
- б) вимога внести депозит за всіма позиціями;
- в) вимога внести депозити за виграшними позиціями;
- г) вимога внести депозити за програшними позиціями.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ кліринг;
- ✓ розрахункова (клірингова) палата;
- ✓ установа біржі;
- ✓ кільцевий метод розрахунків;
- ✓ функції заміщення продавців та покупців;
- ✓ депозит;
- ✓ маржа;
- ✓ варіаційна маржа;
- ✓ маржа брокерської фірми;
- ✓ гарантійний фонд;
- ✓ додатковий фонд.

Розділ 12.

ПРОЦЕДУРА ПОСТАВКИ ЗА БІРЖОВИМИ КОНТРАКТАМИ

Біржі – ознака високого розвитку суспільства. Середньовічний італійський мандрівник Марко Поло витратив 15 років на дорогу з Італії до Китаю. Сьогодні європейський трейдер, який вирішив купити золото у Гонконгу, повинен лише віддати наказ, і через хвилину все буде зроблено.

О. Елдер, біржовий трейдер

Теоретична частина

- ✓ *Економічна функція поставки за ф'ючерсними контрактами*
- ✓ *Організація процедури поставки за ф'ючерсними контрактами*
- ✓ *Поставка за ф'ючерсними контрактами з фінансовими інструментами*

12.1. Економічна функція поставки за ф'ючерсними контрактами

Одним з найскладніших питань у строковій торгівлі є трансформація ф'ючерсного контракту на реальний спотовий, тобто здатність цього паперового зобов'язання за певних умов забезпечити поставку-приймання товару або фінансового інструменту.

Як зазначалося, характерною особливістю ф'ючерсного контракту є наявність двох способів врегулювання (ліквідації):

- ✓ поставкою (*by delivery*);

✓ укладанням оберненої угоди (*by offset*).

У сучасних умовах біржової торгівлі способи врегулювання доповнені такими:

- 1) обмін ф'ючерських контрактів на поставку реального товару;
- 2) альтернативна процедура поставки;
- 3) розрахунок готівкою (*cash settlement*)¹.

Перед тим, як перейти до вивчення процесу поставки, розглянемо інші методи ліквідації ф'ючерських контрактів.

Більшість ф'ючерських контрактів завершується через укладання *офсетної угоди*. Для ліквідації відкритої позиції її держатель дає наказ на укладення зворотної угоди, тобто власник «довгої» позиції дає наказ на продаж контракту, а власник «короткої» – на його купівлю. Контракт може бути куплений або проданий як новим учасникам, так і тим, хто аналогічно до нашого закриває свої позиції, отримуючи прибуток або збитки від різниці в цінах контрактів на момент їх відкриття та ліквідації.

Обмін ф'ючерських контрактів на поставку реального товару є однією з форм реальної поставки. Відмінність полягає у тому, що такі угоди можуть бути проведені до завершення термінів дії ф'ючерських контрактів.

Альтернативна процедура є другим варіантом реальної поставки, однак вона укладається після закінчення строку дії ф'ючерського контракту на інших умовах.

Розрахунок готівкою є відносно новим методом розрахунків за ф'ючерськими контрактами. Цей метод повністю виключає можливість реальної поставки активів. Це стосується певних видів фінансових інструментів, поставити які реально неможливо (наприклад, фондовий індекс тощо).

Можливість поставки і сама поставка товару виконують важливу економічну функцію – забезпечують зв'язок ф'ючерського ринку з ринком реального товару. На ф'ючерські товарні угоди, що завершуються реальною поставкою, припадає від 0,6 до 1,2% біржового обігу. Причому за сприятливої кон'юнктури ринку деякі експортери або імпортери біржових товарів надають перевагу поставкам за ф'ючерськими контрактами. Якщо порівняти обсяги поставок за ф'ючерськими контрактами з обсягами міжнародної торгівлі біржовим товаром, то на деяких ринках питома вага поставок через біржі навіть з урахуванням подвійного обліку одних і тих самих партій товару є достатньо високою і становить від 10 до 15%.

Цей можливий варіант розвитку подій найбільш неприйнятний для торговця-спекулянта, який, як зазначив американський економіст Ф. Хорн², глибоко у підсвідомості уявляє жахливу картину: велика вантажівка висипає 5000 бушелів соєвих бобів просто на зелений газон перед його будинком.

Цей учасник ф'ючерського ринку не має ні складів, ні елеваторів – необхідної інфраструктури для торгівлі великими партіями товарів. У нього є лише офіс та місця на ф'ючерських біржах. Йому не потрібен товар, його завдання – отримати вигоду від цінових коливань.

Однак спекулянт не єдиний учасник цього ринку. Неабияку роль на ньому відіграють учасники із згаданою вище інфраструктурою. Вони працюють на реальних

¹ Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 77–85.

² Horn F. F. Trading in Commodity Futures / F. F. Horn. – New York, New York Institute of Finance, 1989. – P. 129.

ринках з фізичними товарами та фінансовими інструментами. Ф'ючерсний ринок приваблює їх своїм принципом «важеля» та невеликими маржевими внесками, що дозволяють їм утримувати позиції на величезні партії товарів та проводити хеджеві операції. Саме вони і брокери, що виконують їх замовлення, здебільшого приймають рішення отримати реальні активи за ф'ючерсними контрактами, тобто їх реально поставити і прийняти.

Якщо ф'ючерсний контракт відкритий до закінчення строку його існування і не ліквідований шляхом укладення оберненої (офсетної) угоди, то поставка-прийом обов'язкові. Ця обов'язковість поставок пов'язує ф'ючерс і спот в єдиний ринок, збагачує єдиний ринок часовим механізмом, який починає працювати з моменту, коли дві сторони укладають контракт, і зупиняється на момент поставки.

12.2. Організація процедури поставки за ф'ючерсними контрактами

Виконання ф'ючерсного контракту здійснюється після закінчення терміну дії контракту або шляхом виконання процедури поставки, або шляхом сплати різниці в цінах (варіаційної маржі).

Як правило, поставка базового активу часто проводиться через ту саму біржу (а іноді і через секцію), на якій торгується даний ф'ючерсний контракт. Кожна біржа, що організовує купівлю-продаж ф'ючерсних контрактів, має право встановлювати свій порядок їх укладання і виконання згідно з біржовим законодавством конкретної біржі. Точний опис процедури поставки надається в правилах кожної ф'ючерсної біржі, однак можна виділити спільні для всіх вимоги³. По-перше, термін дії більшості ф'ючерсних контрактів закінчується у другій половині місяця. Період поставки розпочинається за два-три тижні до закінчення терміну дії контракту. Саме у цей період має бути прийняте рішення про поставку товару, а тому брокерські фірми надсилають вимоги клієнтам про суттєве збільшення початкової маржі, щоб на ринку залишилися лише ті учасники, які прийматимуть рішення про реальну поставку.

Для укладення ф'ючерсної угоди передусім визначаються його учасники⁴. До них належать:

1) клієнти, що бажають взяти участь у процесі торгівлі. Ними можуть бути члени будь-якої біржі, постійні або разові її відвідувачі, будь-які інші фізичні або юридичні особи. Безпосередньої участі у торгівлі ф'ючерсними контрактами вони не беруть, а діють через посередників, які перебувають на розрахунковому обслуговуванні в Розрахунковій палаті;

2) посередницька фірма – це юридична або фізична особа, яка самостійно або за дорученням клієнта бере участь у процесі біржових торгів або укладає угоди поза

³ Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева, О. А. Кандинская. – М. : Банки и биржи : ЮНИТИ, 1997. – С. 135.

⁴ Берлач А. І. Організаційно-правові основи біржової діяльності : навч. посіб. / А. І. Берлач, Н. А. Берлач, Ю. В. Ілларіонов. – К. : Фенікс, 2000. – С. 198.

ними і здійснює всі розрахунки за ними з клієнтами і членами розрахункової палати відповідно до Правил біржової торгівлі;

3) розрахункова палата (РП) – це організація, яка відповідно до договору між біржею і посередницькими фірмами через членів РП здійснює реєстрацію угод з ф'ючерсними контрактами і всі розрахунки за ними;

4) члени розрахункової палати, тобто юридичні особи, що її організували, виконують завдання клієнтів щодо купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів і проведення всіх необхідних розрахунків, пов'язаних із нею;

5) біржа, яка організовує торгівлю ф'ючерсами і контролює весь процес торгівлі.

Розглянемо детальніше дані про останні дні торгівлі ф'ючерсними контрактами. На Чикаго Борд оф Трейд торгівля зерновими ф'ючерсними контрактами завершується протягом семи повних робочих днів перед останнім робочим днем місяця. На Чиказькій товарній біржі останнім днем торгівлі ф'ючерсами на живу худобу є двадцятий день місяця поставки; якщо цей день не є робочим, то таким днем вважається робочий день перед ним. На валютні ф'ючерси останні дні торгівлі припадають на два робочих дні перед третьою серединою місяця поставки. Контрактами на казначейські векселі торгують до дня, що передує поставці. Поставка може відбутися у будь-який день з трьох наступних. Першим днем вважається перший робочий день поточного місяця.

На Нью-Йоркській біржі кави, цукру і какао цукром торгують до повного останнього робочого дня місяця перед місяцем поставки, кавовими контрактами – сім робочих днів перед останнім днем поставки, що є останнім робочим днем місяця. Торгівля бавовною на Нью-Йоркській біржі бавовни та цитрусових закінчується за десять робочих днів перед останнім днем поставки контрактного місяця. Нафта на Нью-Йоркській товарній біржі приймається до поставки протягом п'яти днів перед двадцять п'ятим календарним днем місяця перед місяцем поставки. Інші біржі мають свої місяці поставки та терміни, протягом яких надсилаються *повідомлення про поставку* (в США – *нотис*, в Англії – *допкет*).

Характерно, що *час поставки* обирає продавець у межах встановленого біржею періоду поставки. Повідомлення про поставку виставляються на Чикаго Борд оф Трейд в останній торговельний день перед місяцем поставки. На інших біржах встановлено свої правила.

Після виставлення нотису продавцем та отримання його покупцем реальна поставка виконується за один-два дні, відповідно до специфіки укладеного контракту та умов функціонування біржі⁵.

Як зазначалося, на ф'ючерсному ринку виконується компенсація або поставка відповідно до умов контракту. Як правило, поставка за всіма видами ф'ючерсних контрактів виконується лише для 0,5–2% контрактів, у решті випадків – це компенсація. Однак те, що продавці та покупці можуть приймати і виконувати реальні поставки, підтверджує, що ф'ючерсний ринок є прототипом ринку реального товару в його перспективі.

⁵ Иващенко А. А. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли) / А. А. Иващенко. – М. : Международ. отнош., 1991. – С. 138.

Товар на ф'ючерсних біржах дозволено поставляти у визначені місяці, які називають *позиціями*. У практиці біржової торгівлі виділяють два види поставки товару: первинну та вторинну.

Вторинна поставка реальна тоді, коли одна і та сама партія товару без відвантаження зі складу біржі знову поставляється за ф'ючерсним контрактом протягом того самого місяця. Частка таких поставок на західних біржах становить 20–40%. На деяких біржах передбачається поставка на умовах FOB або CIF.

Впродовж багатьох років зернові компанії США намагалися впровадити у торговельну біржову практику стандарти якості. Без єдиних стандартизованих вимог до якості зерна неможливо запровадити ф'ючерсні зернові контракти, а поставки за спотовими та форвардними контрактами спричинювали конфлікти між продавцями та покупцями. У 1916 р. у США приймається Американський акт стандартів на зернові культури, Конгрес затверджує державний орган – Секретаріат при Міністерстві сільського господарства, на який були покладені функції вироблення та затвердження стандартів якості на зерно та контролю за їх дотриманням. Аналогічні стандарти вироблено й на інші види біржових товарів, у тому числі на фінансові інструменти.

Якість товару, який можна поставляти під ф'ючерсний контракт, треба зафіксувати у спеціальному сертифікаті, який видає продавцеві за плату спеціальний комітет, чії ліцензовані експерти оглядають партію товару, виконують всі необхідні процедури для визначення якісних параметрів товарної партії.

Правила більшості бірж вимагають від продавця доставки товарів та фінансових інструментів на офіційно визначені склади, сейфи зареєстрованих банків.

Рік та місяць ф'ючерсного контракту завжди означає час закінчення дії контракту. Як правило, це 1 рік або 18 місяців – для товарних ф'ючерсів, від 1 до 10 років – для фінансових. Конкретний сорт, марка, вид цінного папера поставляється за вибором продавця.

Реальні товари можна купити та продати в країнах ринкової економіки на двох окремих, але пов'язаних між собою ринках – реальному та ф'ючерсному.

Реальний ринок – це місце, де товар змінює власника за певну ціну. Цей процес відбувається на всіх товарних та фінансових ринках, товар поставляється негайно або через декілька днів після укладення угоди. Цей ринок називається спотовим. Існує безліч цін у різних сегментах цього ринку залежно від якісних параметрів товару, обсягів попиту і пропозиції, але вони не дуже суттєво відрізняються. Відомості про ціни, які збирають аналітичні та інформаційні агентства, публікуються у пресі.

На відміну від спотового, на ф'ючерсному ринку переважає одна ціна. Ф'ючерсна ціна – це поточна точка зору біржовиків на те, скільки коштуватиме товар визначених якісних характеристик на певний час у майбутньому. *Час та очікування* учасників ринку визначають різницю цін на спотовому та ф'ючерсному ринках.

Інформація про ціни – основна функція ф'ючерсних ринків. Ціни, на які посилаються як у внутрішній, так і в міжнародній торгівлі, – це ф'ючерсні ціни. Два ринки існують паралельно, але на момент поставки зливаються і нівелюють цінову різницю. Різниця між спотовими та ф'ючерсними цінами називається *базисом* (*basis*). Він буває позитивним, від'ємним і нульовим.

У перший робочий день місяця поставки за ф'ючерсним контрактом при розрахунку базису використовують ціну наступного місяця поставки.

Якість таких товарів повинні підтверджувати відповідні сертифікати, вона має відповідати вимогам, закладеним у біржовому контракті. Поставляти, як правило, дозволяється лише частину сортів, марок товарів, що надходять каналами міжнародної торгівлі, причому співвідношення цін фіксується за допомогою надбавок та знижок до базового сорту. Сертифікат якості, виданий фахівцями відповідних бірж, діє протягом обмеженого часу.

Крім цього, продавець має подати відомості про партію, що поставляється, вказати вид транспорту, країну надходження, кількість мішків, кіп тощо, затверджений біржею склад зберігання товару, дату поставки товару на склад, загальну вагу партії, дату переважування, номер складського свідоцтва (варранта), дату взяття зрізів (проб).

Після подання повідомлення про поставку розрахунковій палаті його вже неможливо ні вилучити, ні замінити без згоди покупця або ухвали арбітражного комітету. Усі нотиси, що надійшли до розрахункової палати, в обов'язковому порядку приймаються покупцями до виконання. Після цього покупець товару зобов'язаний протягом певного терміну (лондонські біржі – 14 днів) заплатити за товар готівкою в повному розмірі. При внесенні плати до розрахункової палати покупець отримує варрант – документ про право власності на конкретну партію товару на вказаному складі.

Продавець повинен сплатити всі портові збори, складські витрати протягом певного періоду від дати виставленого нотису. Відхилення ваги партії допускається в межах $\pm 3\%$.

Загалом поставка товару за біржовими ф'ючерсними контрактами супроводжується додатковими витратами. Покупці можуть наперед не знати, на якому точно складі, в якому порту, який конкретно сорт із набору сортів буде поставлено.

Продавці біржових контрактів поставляють товар лише в особливих випадках, оскільки така поставка також пов'язана з додатковими витратами. Проте у певних ринкових умовах і поставляють, і отримують товар і біржові спекулянти, і експортери, і імпортери. Ф'ючерсні біржі намагаються правилами поставки їх кількість обмежити.

Ф'ючерсна біржа – механізм, створений для страхування цінкових ризиків, а не для купівлі-продажу реального товару. Вона контролює маніпуляції з поставкою та штучне підвищення цін. Правила біржової торгівлі дозволяють обмін ф'ючерсної позиції на будь-якому ринку і у бажаний місяць зберігання контракту на реальний товар у вказаний час до останнього дня поставок цього товару. Відповідно до правил торгівлі конкретної біржі і за погодженням покупця і продавця допускається обмін на реальні товари, які відрізняються від обумовлених у контракті.

Слід пам'ятати про умови, обов'язкові для виконання перед укладанням угоди «обмін за готівку»: один з учасників угоди має бути власником ф'ючерсної позиції, а продавець – власником реального товару. При укладанні ф'ючерсного контракту «обмін на готівку» повинна одночасно укладатися угода на реальний товар в еквівалентному розмірі.

Здебільшого обидва учасники хеджують свої позиції через ф'ючерсні угоди.

Біржа повідомляє продавців і покупців про вимоги відносно всіх деталей угоди на реальний товар, у тому числі виду, обсягу товару та іншу інформацію про правила біржі.

Процеси поставок на різних біржах різні, проте завжди поставки реалізуються через серію послідовних етапів. Наприклад, правила Чиказької товарної біржі передбачають триденний процес реалізації поставок.

➤ *День 1-й (день позиції).*

Розрахункова фірма, яка репрезентує інтереси продавця, повідомляє розрахунковій корпорації Чиказької товарної біржі про бажання свого клієнта виконати поставку за ф'ючерсним контрактом.

➤ *День 2-й (день повідомлення).*

До відкриття біржі наступного дня розрахункова корпорація шукає продавцеві покупця, який більш довготривало порівняно з іншими утримував «довгу» позицію. Пізніше корпорація інформує обох партнерів. Розрахункова фірма, яка представляє продавця, виписує рахунок-фактуру і спрямовує його в розрахункову корпорацію Чиказької товарної біржі для передачі розрахунковій фірмі, що представляє покупця. Крім того, розрахункова фірма продавця має підготувати копію рахунку-фактури для розрахункової корпорації. Розрахункова фірма покупця отримує рахунок-фактуру продавця від розрахункової корпорації.

➤ *День 3-й (день поставки).*

Отримавши чек від розрахункової фірми покупця, розрахункова фірма продавця видає їй товарну квитанцію. Розрахункова фірма покупця подає повідомлення про поставку і акцептовий чек на суму, що належить розрахунковій фірмі продавця.

Розглянемо детальніше саму процедуру поставки. Вище зазначалось, що спочатку клірингова палата надсилає **повідомлення про поставку** (notices of delivery). Коли продавець вирішує поставити товар, кліринговий брокер надсилає повідомлення про поставку. Спочатку нотис надсилається до клірингової палати, оскільки продавець перебував у позиції «*short*». У нотисі вказуються всі необхідні факти відносно поставки:

- ✓ сорт товару;
- ✓ ціна;
- ✓ місце доставки;
- ✓ дата.

Необхідно зазначити, що день випуску повідомлення завжди передує дневі поставки, тобто якщо нотис видано в понеділок – поставка відбудеться у вівторок, якщо нотис видано у п'ятницю – поставка відбудеться у понеділок (вихідні дні не враховуються). Методи поширення нотисів різні у різних клірингових палатах. В одних палатах їх розподіляють за терміном відкриття позиції, в інших – за принципом більшої кількості позицій.

Існують два типа нотисів: **переказні** та **непереказні**. Наприклад, на Нью-Йоркській біржі кави, цукру і какао та Нью-Йоркській біржі бавовни використовуються нотиси, які допускають передачу, а на Чикаго Борд оф Трейд – такі, які її не допускають.

Якщо власник позиції «*long*» отримує **переказний нотис** (transferable notice), то він повинен прийняти його навіть за умов, коли по контракту триває торгівля. Однак якщо покупець не хоче приймати товар, йому необхідно продати ф'ючерсний

контракт і свою позицію, передавши нотис новому покупцеві. Даний тип нотису має таку процедуру передачі: оскільки товар вже знаходиться на складі і готовий до поставки, то на переказ нотису дається обмежений час (30 хв.). На нотисі (у визначеному місці) кожним покупцем робляться передавальні позначки і позначається час, коли він був отриманий. Якщо нотис залишається в руках покупця більш ніж 30 хв. (або інший встановлений керівництвом біржі час), то він вважається прийнятим, або «зупиненим» (stopped). Останній утримувач нотиса повинен прийняти поставку.

Варто зазначити, що *непереказний нотис* має дещо відмінну специфіку передачі. Отримувач повідомлення повинен протримати його до наступного ранку і заплатити одноденний тариф за зберігання на складі, а тоді продати контракт, що дозволить виписати новий нотис іншому покупцеві. Якщо адресат непереказного нотису продав контракт до настання останнього дня торгів, нотис на іншого покупця виписується вранці наступного дня. Потім його надсилають до розрахункової палати. Ця процедура називається *повторним виставленням нотису* (*retendering the notice*). Наступного дня розрахункова палата підбиває підсумки. В результаті покупець має дві угоди на своєму рахунку – ф'ючерсну та спотову. Зазначимо, що більшість бірж використовує саме непереказний нотис.

Процедура поставки починається, коли продавець інформує свою брокерську фірму про намір поставити товар. Якщо брокерська фірма – член розрахункової палати, вона одразу виставить нотис, якщо ні – передасть повідомлення розрахунковій фірмі. Як правило, і брокерська фірма, і розрахункова палата перевіряють наявність товару на одному з біржових складів, лише тоді надсилають нотис власникам нетто-«довгих» позицій. Згодом, розрахункова палата розподіляє згідно зі своїми правилами нотис серед утримувачів «довгих» позицій. Відповідно до одного з методів розрахункова палата розподіляє всі нотиси серед клірингових фірм, що мають нетто-«довгі» позиції, пропорційно до їх частки серед усіх контрактів даного місяця постачання. Далі клірингова фірма розподіляє отримані нотиси серед своїх клієнтів, що мають «довгі» позиції. Як правило, в першу чергу, нотис отримують клієнти, які найбільш довготривало тримали «довгу» позицію.

Після отримання нотису покупцем, як зазначалось вище, сама поставка здійснюється через один-два дні, залежно від правил конкретної біржі і специфіки контракту. Після поставки покупець здійснює платіж чеком продавцю і отримує складське свідоцтво, в якому вказані кількість і сорт товару, що знаходиться на офіційному складі біржі. При поставці фінансових інструментів покупець отримує документацію, що підтверджує його право власності на відповідні цінності, що знаходяться в банку, уповноваженому біржею.

Необхідно зазначити, що для деяких контрактів передбачено також можливість *розрахунку готівкою* (cash settlement) замість реальної поставки. У цьому разі товар не поставляється, а покупець отримує суму, що дорівнює вартості товарів або фінансових інструментів, які він одержав би за звичайних обставин. Готівкова вартість визначається за спеціальною формулою, встановленою відповідною біржею.

Проаналізуємо детально облік процедури поставки. Перш за все, зазначимо, що дана процедура є також доволі складною. Найбільшою помилкою деяких учасників ф'ючерсного ринку є те, що вони бажають отримати поставку за ціною ф'ючерсного контракту, визначеною на момент його укладення. Це далеко не так. Розглянемо процедуру поставки сировинного біржового товару на прикладах.

Приклад 12.1

01.06 клієнт купив 10 вересневих контрактів на нафту на Нью-Йоркській товарній біржі за ціною 19 дол. за барель. Партія нафти в разі поставки за такою ціною має коштувати 190,000 дол. ($19 \times 1000 \times 10$).

Однак все залежатиме від розрахункової ціни клірингової палати на момент поставки. Саме вона стане ціною поставки, оскільки зазначена у нотисі.

20.09 продавець нафтових контрактів надсилає нотис Розрахунковій палаті. Поточна ціна нафти становить 20,5 дол. за барель.

21.09 покупець отримує нотис і повинен прийняти поставку за ціною 20,5 дол. за барель, тобто сплатити вартість варранту нафтового терміналу в кількості 10,000 барелей або виписати чек на суму 205,000 дол.

22.09 покупець отримує нафту, сплативши 205,000 дол.

Як бачимо, на практиці покупець ф'ючерсного контракту змушений був заплатити за нафту значно більше за ту ціну, за якою сподівався отримати її, відкриваючи «long» позицію 01.06 на ф'ючерсній біржі. Однак, враховуючи стан його ф'ючерсного рахунка, який Розрахункова палата закрила за новою розрахунковою ціною 20,5 дол. за барель, вказаною в нотисі, з прибутком 15,000 дол. ($(20,5 - 19,0) \times 1000 \times 10$), нафта для покупця коштуватиме 190,000 дол., як він і розраховував. 15,000 дол. він виграв на ф'ючерсній позиції.

Технологія розрахунків така: ф'ючерсний рахунок кредитується на 15,000 дол. виграшу, а потім дебетується на 205,000 дол., які сплачуються продавцеві нафтового контракту.

Якщо в процесі поставки використовується непереказний нотис, процедура розрахунку має інший характер. Розгляньмо приклад зернового ф'ючерсного ринку (CBOT).

Серед кількісних показників, що характеризують ф'ючерсні ринки, є основні, які регулярно публікуються в біржових бюлетенях та виданнях державних органів, що здійснюють нагляд за ф'ючерсними ринками. До них належать: **кількість відкритих позицій** (*open interest*) та **обсяг торгівлі ф'ючерсними контрактами** (*volume*). Кількість відкритих позицій показує число неліквідованих контрактів, обсяг торгівлі – кількість угод купівлі та продажу протягом біржового дня.

Приклад 12.2

У **середу** клієнт відкрив «довгу» позицію на пшеничний липневий ф'ючерс за ціною 440 ф/бушель.

У **четвер** розрахункова ціна становила 450 ф/бушель.

У **п'ятницю** (перший день нотису) покупець отримує нотис на поставку на суму 22,500 дол. (450×5000). Тобто у нотисі вказано ціну попереднього дня. Однак покупець є спекулянтом, пшениця йому не потрібна, і в цей самий день він продає свій липневий контракт за ціною 460 ф/бушель, після чого ціни знижуються, і біржові торги закриваються при ціні 455 ф/бушель.

Очевидно, клієнт, який купив контракт за ціною 440 ф/за бушель і продав за 460 ф/бушель, отримав прибуток 20 ф/бушель, або 1,000 дол. – на контракті.

Однак він отримав нотис з іншою ціною, тому розрахунки суттєво змінюються.

Продовження прикладу 12.2

У **п'ятницю** клірингова фірма отримує нотис про поставку і одразу інформує розрахункову палату про наміри знову виставити нотис. Це відбувається у **понеділок**, і в нотисі вказується розрахункова ціна п'ятниці.

Загалом процедура виглядає так:

середа:

✓ клієнт купує пшеничний контракт за ціною 440 \$/бушель;

п'ятниця:

✓ клієнт отримує нотис на поставку пшениці за ціною 450 \$/бушель, він одразу продає контракт новому покупцеві за ціною 460 \$/бушель;

✓ розрахункова ціна дня становила 455 \$/бушель;

✓ клієнт повідомляє брокерську фірму про підготовку нового нотису на поставку за ціною 455 \$/бушель;

понеділок:

✓ новий покупець отримує від розрахункової палати нотис на поставку за ціною 455 \$/бушель;

✓ перший покупець приймає поставку і повинен заплатити 450 \$/бушель, або 22,500 дол.;

вівторок:

➢ перший покупець передає новому покупцеві варрант, отриманий при розрахунку за партію пшениці, і отримує від нього плату 455 \$/бушель, тобто 22,750 дол.

За день, що товар пролежав на офіційному складі біржі, перший покупець сплачує вартість зберігання.

На рахунку клієнта всі операції виглядають так:

п'ятниця:

✓ розрахункова палата відзначає продаж ф'ючерсного контракту 450 \$/бушель, закриває ф'ючерсну угоду і дебетує рахунок на суму поставки. Після складання нотиса брокерська фірма відзначає купівлю ф'ючерса за 455 \$/за бушель і закриває продаж за 460 \$/бушель, а також кредитує рахунок поставки на 455 \$/бушель.

Приклад руху коштів на ф'ючерсному рахунку та рахунку в процесі поставки показано в табл. 12.1.

Таблиця 12.1

Рух коштів на ф'ючерсному рахунку

Ф'ючерсний рахунок	Рахунок поставки
Середа: куплено липневий ф'ючерс за 440 \$/бушель	
П'ятниця: продано липневий ф'ючерс за 450 \$/бушель	Дебет: $450 \times 5,000 = 22,500$ дол. після оплати поставки
Прибуток: $10 \times 5,000 = 500$ дол.	
Понеділок: продано липневий ф'ючерс за 460 \$/бушель, куплено липневий ф'ючерс за 455 \$/бушель	Кредит: $455 \times 5,000 = 22,750$ дол.
Прибуток: $5 \times 5,000 = 250$ дол.	
Загальний прибуток: $500 + 250 = 750$ дол.	
Чистий прибуток: $750 + 250 = 1,000$ дол.	

Це статистичні показники, які використовуються у фундаментальному та технічному аналізі. З їх допомогою визначається стійкість та слабкість ринку. Поділ рахунка на ф'ючерсний рахунок та рахунок поставок зумовлений необхідністю окремих рахунків на реальні товари та ф'ючерсні контракти й тим, що процедура клірингу за ф'ючерсними рахунками щоденна. Вона дозволяє виконувати операції поставки та розрахунку за ф'ючерсними контрактами. Брокерські та розрахункові фірми освоїли цей складний механізм досконало і будь-якому клієнтові забезпечать поставку-прийом активів за ф'ючерсним контрактом.

Приклад 12.3

У липні інвестор купив 2 опціони «call», що діють до вересня, на ф'ючерсний контракт з кукурудзою. Страйкова ціна 300 \$/бушель, премія – 0 \$/бушель. 10 вересня ринкова ціна ф'ючерсного контракту на кукурудзу становила 350 \$/бушель. Інвестор вирішує реалізувати опціони, що означає відкриття на ф'ючерсному ринку двох позицій «long» на ф'ючерсні контракти з кукурудзою за 300 \$/бушель. Через кілька днів він може отримати нотис і прийняти поставку кукурудзи за процедурою, описаною вище, або ліквідувати виграшну позицію шляхом укладення оберненої угоди. При виборі останнього варіанта загальний виграш інвестора становить: $3,000 \text{ дол. } ((350 - 300 - 20) \times 5,000 \times 2)$.

Обсяг торгівлі – це загальна кількість угод купівлі та продажу, але не їх сума. Кожна сторона є частиною одного ф'ючерсного контракту. Кількість угод купівлі дорівнює кількості угод продажу.

Приклад 12.4

Брокер А купує один березневий контракт у брокера В. Обсяг торгівлі – один контракт. Оскільки брокер В продав березневий цукор, який купив брокер А, на біржі зареєстровано одну одиницю контракту.

Обсяг торгівлі визначають щоденні звіти бірж. Для кожного учасника робиться щоденний розрахунок всіх позицій купівлі і продажу, а підсумовується загалом за видами товарів.

Ф'ючерсні контракти вважаються відкритими доти, поки вони не ліквідовані. Саме такі контракти і належать до відкритих позицій. Відкритий контракт відображає лише одну сторону, а не поєднання продавців та покупців.

Коли розпочинаються торги новим контрактом, немає жодного зареєстрованого контракту. Так триватиме доти, поки хтось з учасників не дасть наказ купувати або продати. Тоді створюється один контракт. Коли інший новий покупець домовиться з іншим продавцем про укладення контракту, створюється ще один контракт. Цей процес може тривати нескінченно.

Приклад 12.5

Брокер А відкриває позицію «long» на грудневий контракт ВРХ, тобто купує ф'ючерс у брокера В. Створено один контракт. Кількість відкритих позицій – одна. Брокер С купує у брокера D грудневий контракт на ВРХ. Кількість відкритих позицій – дві, обсяг торгів – два контракти. Новий покупець – брокер Е – купує у продавця – брокера F, створено новий контракт.

<i>Позиція «long»</i>	<i>Позиція «short»</i>
Брокер А	Брокер В
Брокер С	Брокер D
Брокер Е	Брокер F
3 контракти	3 контракти

Брокер А того самого дня ліквідує «довгу» позицію, продавши новому покупцеві – брокерові G. Кількість відкритих позицій та обсяг незмінні, оскільки брокера А в позиції «long» замінить брокер G. Брокер А залишився без контрактів, тобто звільнився від зобов'язання виконувати поставку. Різниця між цінами купівлі і продажу становить його прибуток або збиток.

<i>Позиція «long»</i>	<i>Позиція «short»</i>
Брокер С	Брокер В
Брокер Е	Брокер D
Брокер G	Брокер F
3 контракти	3 контракти

Кількість відкритих позицій залишається незмінною, тобто 3 контракти, але обсяги торгівлі становлять 4 контракти.

Якщо контракт, який брокер А ліквідував, купив би брокер F, що був продавцем, кількість відкритих позицій зменшилася би до 2 контрактів, оскільки брокери А і F ліквідували свої позиції.

<i>Позиція «long»</i>	<i>Позиція «short»</i>
Брокер С	Брокер В
Брокер Е	Брокер D
2 контракти	2 контракти

Кількість відкритих позицій зростає лише за умови нового придбання та нового продажу. Вона зменшується тоді, коли продавець та покупець ліквідувають свої контракти, а також коли продавець виконує поставку, а покупець приймає її. При виконанні поставки ф'ючерсна позиція перетворюється на позицію спотову (cash position).

Дані про обсяги торгівлі ф'ючерсами та кількість відкритих позицій збирають, аналізують і публікують брокерські фірми та Державна комісія ф'ючерсної торгівлі США (CFT). Комісія контролює за цими даними спекулятивні та хеджеві рахунки, для спекулянтів лімітує кількість відкритих позицій. При аналізі різних ринків цей орган публікує статистичні дані для всіх ф'ючерсних бірж. Вказується кількість відкритих позицій за кожним видом товару, цей показник характеризує гнучкість ринку та його місткість. Особливо контролюється кількість відкритих позицій на

момент поставки. Із змінами кількості відкритих позицій пов'язується характеристика ринку та його оцінка як технічно сильного або технічно слабкого.

У нормальних ринкових умовах попит та пропозиція формують ціну реального товару з поставкою в майбутньому як суму спотової ціни та витрат на транспортування, зберігання, страхування товару до терміну поставки. Ці витрати називають **витратами поставки** (*carrying charges*).

Витрати поділяються на три види:

- ✓ вартість зберігання;
- ✓ вартість страхування;
- ✓ сплата відсотків за кредит.

Для кожного виду товарів ці складові витрат поставки різні: один товар потребує великих складів, терміналів, інший – більших фінансових ресурсів.

Однак витрати на зберігання до терміну поставки не завжди збільшують ф'ючерсну ціну порівняно із спотовою. При нормальному ринку ф'ючерсна ціна вища від спотової. При конвергенції ринку ф'ючерсні ціни дорівнюють спотовим. При «перевернутому» ринку ціни спот вищі від ф'ючерсних, такий ринок не передбачає коштів на зберігання товару, робить його не вигідним.

12.3. Поставка за ф'ючерсними контрактами з фінансовими інструментами

На ринку фінансових ф'ючерсів предметом торгівлі є майбутні відсоткові ставки. На фінансових ринках головними критеріями інвестування у похідні фінансові інструменти є дохід, час, ризик та ліквідність. На цих ринках базовими є неризикові ставки на державні короткострокові цінні папери.

Усі ф'ючерсні контракти на відсоткові ставки передбачають їх отримання після закінчення строку дії ф'ючерсного контракту. Якщо в січні інвестор купив березневий контракт на 90-денний казначейський вексель США за 95,50, то в разі поставки в березні він отримає вексель номіналом 1 000 000 дол. строком 90 днів від дня поставки за ф'ючерсним контрактом і отримає дохід у розмірі 4,5% в розрахунку на рік. Ціна ф'ючерсного контракту в січні є очікуванням ринку відсоткових ставок на період 90 днів, тобто для оцінки вартості ф'ючерсного контракту використовується одна з основних концепцій фінансового ринку – передбачуваний майбутній дохід.

У 17 розділі буде детально подано обчислення цін поставок векселів та інших короткострокових фінансових інструментів за ф'ючерсними контрактами. За загальними правилами ф'ючерсна ціна активу відображає очікування учасників ринку щодо вартості сировини чи іншого товару на момент поставки.

Для довгострокових фінансових інструментів, наприклад, купонних облігацій, це не підтверджується. Як зазначалося, для поставки продавець ф'ючерсного контракту може використати багато інструментів з різними купонами та термінами. Як правило, він обирає для себе найдешевший. Тому і ф'ючерсна ціна відображає майбутню вартість саме такого інструменту. Фінансова сторінка, наприклад, газети «The Wall Street Journal», налічує понад 30 випусків облігацій, кожен з яких можна підставити під ф'ючерсний контракт. Для порівняння вартості таких облігацій із

стандартною, що є базою ф'ючерсного контракту, біржі виконують конверсійні операції, для чого періодично друкують конверсійні таблиці, за допомогою яких дохідність від відшкодування всіх облігацій доводиться до 8%. Наприклад, при поставці облігації терміном 15,5 року з 14¼% купоном коефіцієнт конверсії дорівнює 1,5496. Саме на цей показник слід помножити розрахункову ф'ючерсну ціну облігації.

Процедури ліквідації контрактів можна здійснювати:

- ✓ офсетними угодами;
- ✓ реальною поставкою;
- ✓ розрахунком грошима (cash settlement), в цьому разі актив не поставляється, а покупець отримує суму, що дорівнює вартості активу, який він мав отримати.

Ці процедури є важливими елементами функціонування ф'ючерсного ринку. Всі учасники цього ринку впевнені, що їх угоди реєструються, а рахунки ведуться належним чином.

Фінансова цілісність та безпека ринку загалом створюють атмосферу довіри, що сприяє збільшенню кількості учасників.

В Україні цьому аспектові біржової торгівлі і досі не надається належної уваги. Діяльність 103 бірж не має належного впливу ні на товарні, ні на фінансові ринки. В Україні не створено біржі – регулятора стихійних процесів утворення цін на базові активи. Біржове законодавство є доволі поверхневим. Україна суттєво запізнилася із структуруванням ринку по вертикалі на: 1) спотовий ринок сьогоднішніх центральних ринкових цін на сировину, капітал і валюту; 2) строковий (ф'ючерсний) – ринок майбутніх цін. Аналіз кризи, яку переживає універсальна товарна та аграрна біржі реальних товарів (спотових та форвардних контрактів) в Україні, доводить, що майбутнє лише за ф'ючерсною біржею, механізм діяльності якої дозволяє обмежити поставки реального товару на сертифіковані склади, розташовані на східних і західних кордонах та в Одеському порту, вирішивши питання формування поточних та майбутніх цін на біржові товари, проведення страхових (хеджевих) операцій учасниками товарних і фінансових ринків.

Резюме

Можливість поставки і сама поставка товару виконують важливу економічну функцію – забезпечують зв'язок ф'ючерсного ринку з ринком реального товару. На ф'ючерсні товарні угоди, що завершуються реальною поставкою, припадає від 0,6 до 1,2% біржового обігу. Причому за сприятливої кон'юнктури ринку деякі експортери або імпортери біржових товарів надають перевагу поставкам за ф'ючерсними контрактами. Якщо порівняти обсяги поставок за ф'ючерсними контрактами з обсягами міжнародної торгівлі біржовим товаром, то на деяких ринках питома вага поставок через біржі навіть з урахуванням подвійного запису одних і тих самих партій товару є достатньо високою і становить від 10 до 15%.

Процедура поставки розпочинається тоді, коли клієнт-продавець повідомляє брокерській фірмі про намір виконати поставку за ф'ючерсним контрактом. Якщо брокерська фірма – член розрахункової палати, вона одразу виставить нотис, якщо ні – передасть повідомлення розрахунковій фірмі. Як правило, і брокерська фірма, і розрахункова палата перевіряють наявність товару на одному з біржових складів, лише тоді надсилають нотис власникам нетто-«довгих» позицій.

Після отримання нотису покупець платить чеком продавцеві і отримує складське свідоцтво (варрант) з усіма характеристиками партії товару, що перебуває на визначеному біржею офіційному складі.

Облік процедур поставки непростий. Найбільшою помилкою деяких учасників ф'ючерсного ринку є те, що вони бажають отримати поставку за ціною ф'ючерсного контракту, визначеною на момент його укладення.

Контрольні запитання

1. Яким способом можна врегулювати зобов'язання за ф'ючерсним контрактом?
2. У чому полягає сутність процесу поставки за ф'ючерсними контрактами?
3. У чому відмінність між переказним та непереказним нотисами?
4. Чому лише близько 2% ф'ючерсних контрактів завершуються поставкою?
5. У чому полягає особливість розрахунку готівкою?
6. Опишіть на прикладі процес поставки, який практикує одна із міжнародних ф'ючерсних бірж.
7. Які процедури обліку поставок Ви знаєте?
8. Покажіть на прикладі рух коштів на ф'ючерсному рахунку.
9. Що входить до витрат поставки?
10. Які особливості поставки фінансових інструментів за ф'ючерсними контрактами?

Рекомендована література

1. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 77–85.
2. Horn F. F. Trading in Commodity Futures / F. F. Horn. – New York : New York Institute of Finance, 1989. – P. 129.
3. Дегтярева О. И., Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева, О. А. Кандинская. – М. : Банки и биржи : ЮНИТИ, 1997. – С. 135.
4. Иващенко А. А. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли) / А. А. Иващенко. – М. : Междунар. отнош., 1991. – С. 138.
5. Кравченко Ю. Я. Ринок цінних паперів : навч. посіб. / Ю. Я. Кравченко – К. : Дакор : КНТ, 2008. – 664 с.
6. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – С. 98.
7. Галиц Л. Финансовая инженерия: Инструменты и способы управления финансовым риском / Л. Галиц ; пер. с англ. под ред. А. М. Зубкова. – М. : ТВП, 1998. – 576 с.
8. Берлач А. І. Організаційно-правові основи біржової діяльності : навч. посіб. / А. І. Берлач, Н. А. Берлач, Ю. В. Ілларіонов. – К. : Фенікс, 2000. – 336 с.
9. Коннолли К. Купівля та продаж волатильності. / К. Коннолли. – М. : ІК «Аналітика», 2001. – 264 с.
10. Томсетт М. Торговля опционами: Спекулятивные стратегии, хеджирование, управление рисками / М. Томсетт ; пер. с англ. Б. Зуева. – М. : АЛЬПИНА, 2001. – 360 с.

Тести для перевірки знань до розділу 12

- 1. Характерною особливістю ф'ючерсного контракту є наявність:**
 - а) процедури розрахунку готівкою;
 - б) офсетної угоди;
 - в) двох основних способів врегулювання;
 - г) процедури поставки.
- 2. Який метод врегулювання ф'ючерсного контракту є найновішим?**
 - а) поставка;
 - б) офсетна угода;
 - в) обмін на спотовий;
 - г) розрахунок готівкою.
- 3. Офсетна угода передбачає:**
 - а) укладання оберненої угоди;
 - б) обмін на спот;
 - в) укладання реальної угоди;
 - г) поставку.

4. Альтернативна процедура врегулювання ф'ючерсного контракту – це:

- а) обмін на спот у періоді дії ф'ючерса;
- б) офсетна угода;
- в) обмін на спот після дії ф'ючерса;
- г) розрахунок готівкою.

5. Обмін ф'ючерса на спот – це:

- а) обмін на спот у періоді дії ф'ючерса;
- б) офсетна угода;
- в) обмін на спот після дії ф'ючерса;
- г) розрахунок готівкою.

6. Поставкою реального товару завершуються:

- а) всі ф'ючерсні угоди (100%);
- б) «довгі» позиції (50%);
- в) 1–2%;
- г) «короткі» позиції (50%).

7. Коли, як правило, настають строки поставки за ф'ючерсними контрактами?

- а) на початку року;
- б) наприкінці року;
- в) у середині місяця;
- г) в кінці місяця.

8. Нотис – це:

- а) варрант;
- б) повідомлення про поставку;
- в) чек;
- г) вексель.

9. У кожному нотисі вказується:

- а) ціна;
- б) дата;
- в) час отримання та видання;
- г) все зазначене вище.

10. Якість товару підтверджує:

- а) наявність сертифіката відповідності;
- б) наявність даних про проби товару;
- в) наявність даних про біржову експертизу;
- г) наявність висновків експертів.

11. Грошові збори та складські витрати після отримання нотису оплачує:

- а) біржа;
- б) продавець;
- в) покупець;
- г) розрахункова палата.

12. Переказний нотис можна:

- а) продати;
- б) передати;
- в) повернути на продаж;
- г) повернути в розрахункову палату.

13. Обов'язки клірингової установи закінчуються:

- а) коли власник «long» приймає нотис;
- б) коли власник «short» приймає нотис;
- в) коли власник «short» виписує нотис;
- г) коли власник «short» приймає рішення про поставку.

14. Рахунок учасника ф'ючерсного ринку поділяється на:

- а) спекулятивний;
- б) хеджевий;
- в) ф'ючерсний та рахунок поставок;
- г) спотовий.

15. Витрати поставки – це:

- а) вартість зберігання;
- б) вартість страхування;
- в) відсотки за кредит;
- г) всі названі вище витрати

Ключові слова, нові терміни

- ✓ ф'ючерсний контракт;
- ✓ спотовий контракт;
- ✓ поставка;
- ✓ нотис переказний;
- ✓ нотис непереказний;
- ✓ позиція;
- ✓ базис;
- ✓ глибина контракту;
- ✓ кількість відкритих позицій;
- ✓ витрати на поставку;
- ✓ ліквідація контракту.

Розділ 13.

ЕЛЕКТРОННИЙ ТРЕЙДИНГ – СУЧАСНА ТЕХНОЛОГІЯ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ

Доступ до біржової торгівлі означає, що майже кожен і майже завжди може зайняти позицію «ведмедя» або «бика» майже по всьому, що хоч що-небудь вартує.

Ж. Каннолі, біржовий трейдер

Теоретична частина

- ✓ *Історія становлення електронної біржової торгівлі*
- ✓ *Розвиток біржового електронного трейдингу в Україні*
- ✓ *Проведення операцій в електронному трейдингу*
- ✓ *Електронний трейдинг на ринку FOREX*

13.1. Історія становлення електронної біржової торгівлі

За майже п'ятисотрічну історію функціонування бірж учасники торгівлі використовували лише кілька технологій проведення біржових торгів. Це було зумовлено їхньою консервативністю, оскільки вони не могли погодитися на відміну традиційних публічних біржових торгів в обмеженому колі знайомих між собою біржових брокерів. Закритість (клубність, елітарність) біржової торгівлі дозволяла ретельно вивчати кандидата у нові члени біржі.

Беручи до уваги цю обставину, незважаючи на всі досягнення науково-технічного прогресу, комп'ютеризацію та глобалізацію фінансового і товарного

ринків, майже до 90-х рр. XX ст. на провідних фондових та ф'ючерсних біржах світу зберігалася публічна торгівля з фізичною присутністю торговців у біржовій залі. Основними технологіями торгівлі, які використовуються на міжнародних та національних біржових ринках, є метод відкритого викрику, балансуєчий метод, або «подвійний аукціон» та система «маркет-мейкерів».

Однак з початком 90-х рр. – періоду, коли почала зароджуватися нова економіка, – провідні міжнародні біржі, які до того часу були одними з перших представників інфраструктури ринку, що успішно використовували комп'ютерні технології для прискорення процесів отримання та розповсюдження інформації про біржові ціни, здійснення операцій обліку, контролю та розрахунків за біржовими угодами, інтенсивно почали займатися впровадженням електронного трейдингу. І саме фондові біржі допустили до лістингу та продемонстрували вибухове зростання капіталізації інтернет-компаній¹.

Сьогодні процес інфраструктурних змін на світовому фінансовому ринку різко загострився. Це пов'язано з глобалізацією, зростанням конкуренції між біржами та бурхливим зростанням онлайн-торговельних систем. Підвищилася не тільки швидкість доступу, а й швидкість обороту капіталу. Ринки стали більш динамічними, структурованими, ліквідними. Зміна структури інвесторів привела до становлення нових моделей розвитку бізнесу та ринку загалом.

В старій моделі індивідуальний інвестор був відділений від біржового торговельного майданчика, натомість брокер – член біржі – мав найкращі умови доступу до інформації, основними клієнтами його були інституційні інвестори, промислові та торговельні ТНК. Інтернет-технології сьогодні поставили всіх у приблизно однакові умови. Котирування, звіти і дослідження стали доступні всім бажаючим, через маржинальну систему торгівлі знизилась цінова планка доступу, комунікації стали масовими, швидкими темпами відбувається процес формування нового інвестиційного співтовариства.

Сьогодні нікого не здивує отримання будь-яким користувачем Інтернету України інформації з web-сторінок бірж у режимі «онлайн». Наприклад, на сторінці CME Group (www.cmegroup.com), NYSE Euronext (www.nyse.com) можна отримати необхідну інформацію щодо біржових цін та курсів на основні контракти, ознайомитися з правилами роботи цих бірж, специфікаціями ф'ючерсних контрактів на всі базові активи, повідомленнями про ризики, видами спекулятивних та хеджевих рахунків, системами маржевих внесків, основними учасниками біржової торгівлі, інструктивними матеріалами щодо здійснення спекулятивних та хеджевих операцій тощо.

Революційні зміни у системах та засобах зв'язку дозволили через синхронізацію торгів об'єднати біржові ринки, які діють у певний час доби та на різних континентах земної кулі, в єдиний світовий біржовий ринок, що функціонує цілодобово. До цього часу на світовому фінансовому ринку чітко виявляються якісні зміни, які не можна ігнорувати. Розвиток Інтернету як глобального середовища розподілу фінансових трансакцій та інвестицій привів до переміщення фінансових ринків у ме-

¹ Савельєв С. В. Нова економіка і моделі її формування в Україні / С. В. Савельєв, В. Є. Куриляк // Журнал європейської економіки. – 2002. – Т.1 № 1. – С. 29.

режу. Розвиток мережних технологій випередив наявні концепції розвитку грошового та фондового ринків, зумовив їх трансформацію та перегляд основ біржової торгівлі.

Інтернет розвивається як глобальне розподілене середовище фінансових транзакцій і інвестицій, доступ до якого здійснюється з будь-якої точки світу за наявності мінімальних апаратних і програмних ресурсів. Фінансові ринки переміщуються в мережу, а біржі стають електронними. На арену виходять Альтернативні торгові системи (ATS – Alternative Trading System) – фактично нові торгові майданчики, що є конкурентами класичних бірж². Технологія електронної торгівлі значно дешевша, ніж стандартна біржа як для творців електронних торгових систем, так і для їх користувачів. Новинкою серед бізнес-моделей функціонування фондового ринку є Електронні комунікаційні мережі (ECN – Electronic Communication Networks)³. Еволюційно відбувається переорієнтація інфраструктури фондового і грошового ринків на індивідуального інвестора. Інтернет-брокери прийшли в цей сектор послуг, використовуючи прямий і відкритий доступ до фінансових ринків.

Завдяки зниженню цін на комунікаційні послуги і персональні комп'ютери за останні роки зріс новий сектор послуг щодо онлайн-трейдингу – здійснення торгових операцій щодо формування й управління інвестиційним портфелем через Інтернет.

Інтернет спростив прийом замовлень і забезпечив доступ до інформаційних ресурсів, які раніше були доступні лише обраним. Окрім того, через Інтернет пропонується концептуально новий вибір інтерактивних послуг, причому цілодобово – потік котировок у реальному часі, засоби візуалізації і технічного аналізу даних, новини і звіти компаній, відстеження стану інвестиційного портфеля (склад і поточна вартість та прибутковість активів), рекомендації на купівлю і продаж, дослідження ринку взагалі й окремих його сегментів, дискусійний клуб з іншими інвесторами, здійснення навчальних транзакцій на тренувальному рахунку і т. ін.

У сфері надання інформаційних послуг конкурентами бірж також є відомі інформаційні агенції. Наприклад, інформаційна агенція Ройтерс (Reuters) надає своїм клієнтам ширший, спектр послуг. Встановлений у її головному офісі спеціальний термінал, під'єднаний до відомих бірж, крім отримання інформації про поточні біржові ціни та курси, політичні та економічні події, що на них впливають, дає можливість бути віртуально присутнім на біржових торгах, бачити виконання власних замовлень біржовими брокерами⁴.

Однак інформаційні системи Reuters, Tenfore⁵, Bloomberg⁶, Dow Jones⁷ не дають можливості реально здійснювати операції купівлі-продажу біржових контрактів. Після довготривалих та гострих дискусій, які досі є незавершеними, біржовики згодилися на нову технологію – біржовий електронний трейдинг, яку вирішили випро-

² [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/Electronic_trading.

³ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/Electronic_Communication_Networks.

⁴ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.reuters.com>.

⁵ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tenfore.com>.

⁶ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bloomberg.com>.

⁷ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dowjones.com>.

бувати на новій біржі. Це відбулося у 1985 р. у Новій Зеландії, де і було започатковано винятково електронну біржу. Успіх цієї біржі перевершив сподівання: в 1992 р. на біржовому ринку налічувалося 5 електронних бірж, 21 ф'ючерсна біржа із 27, що залишили публічні торги як основні, широко застосовували електронний трейдинг, а 2002 р. не залишилося жодної біржі, де не було хоча б деяких елементів електронного трейдингу.

Сьогодні в Інтернеті мають свої сервери валютні та фондові біржі, торговельні системи, інвестиційні компанії, інформаційні агентства, які спеціалізуються на продажі інформаційного продукту по фондовому ринку.

Торговельна система створюється організатором торгівлі, який регулює її діяльність. Організатор торгівлі на ринку цінних паперів – це юридична особа, яка є професійним учасником ринку цінних паперів і здійснює діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів. Організаторами торгівлі слід розуміти фондові біржі та організаторів позабіржової торгівлі на ринку цінних паперів. У правилах організатора торгівлі повинні передбачуватись заходи на випадок виникнення надзвичайних непередбачуваних обставин, які призводять до збоїв у торговельній системі, втрати і порушення баз даних за угодами купівлі-продажу цінних паперів, а також відповідальність організатора торгівлі за ці збої і втрати⁸.

Крім того, правила фондової біржі повинні передбачати:

- ✓ перелік типових заявок на купівлю і продажу цінних паперів, їх форму і зміст;
- ✓ забезпечення збереження баз даних за кожною заявкою і торговельною системою;
- ✓ забезпечення рівних умов для всіх учасників біржової торгівлі при введенні заявок на купівлю і продаж цінних паперів;
- ✓ порядок доступу осіб, які не є учасниками біржової торгівлі, включаючи клієнтів, до поточної інформації про ціну кожного цінного папера за договорами купівлі/продажу.

Правила організаторів позабіржової торгівлі повинні передбачати:

- ✓ обов'язковість використання в торговельній системі котирувань лише учасників торгівлі;
- ✓ обов'язковість учасників торгівлі повідомляти в торговельну систему про договори купівлі-продажу цінних паперів;
- ✓ опис механізму перевірки даних за укладеними через торговельну систему організатора торгівлі угодами з даними за угодами, за якими були проведені розрахунки.

В торговельну систему вводити заявки можуть лише уповноваженні особи учасників торгівлі.

Сьогодні на світовому біржовому ринку функціонує декілька електронних систем торгівлі. На ф'ючерсних біржах ще десять років тому було запроваджено системи «Globex» та «Project A». Система «Globex» Чиказької торговельної палати – СВOT (Chicago Board of Trade) та система «Project A» Чиказької товарної біржі – СМЕ (Chicago Mercantile Exchange) були розроблені інформаційною компанією «Reuters Ltd», яка виступила ініціатором, запропонувавши обладнання та програмні

⁸ Балабанов И. Т. Электронная коммерция / И. Т. Балабанов. – СПб. : Питер, 2001. – 336 с.

продукти. Термінали названих систем розміщені у Чикаго, Нью-Йорку, Лондоні, Парижі. Реєстрацією імен користувачів, їх ідентифікацією, присвоєнням паролів, запровадженням нових контрактів тощо займається контрольний центр.

Після об'єднання вищевказаних бірж електронна торгівля ведеться на базі торговельної платформи CME Globex⁹.

Найбільшу частку електронної торгівлі цінними паперами займає NASDAQ¹⁰, яка була першим світовим електронним торговельним майданчиком. Сьогодні на ній торгують акціями близько 3800 емітентів, і за обсягами торгів вона займає перше місце в світі серед електронних фондових бірж.

Другим за обсягами торгів електронним торговельним майданчиком є NYSE Arca, що належить глобальному фондовому біржовому холдингу «NYSE Euronext»¹¹.

Після 90-х рр. XX ст. всі новостворені біржі практикують запровадження електронного трейдингу. Винятком із правил була лише Бразильська товарна ф'ючерсна біржа, торги на якій проводилися традиційним способом. Проте вже і вона ввела нову електронну торговельну платформу Global Trading System (GTS)¹².

Комп'ютеризація біржової торгівлі руйнує її закритість, дозволяє здійснити глобальну концентрацію біржового товару в одному місці земної кулі, де світовий попит врівноважується світовою пропозицією, створюючи тим самим справедливую ринкову ціну, на яку орієнтуються виробники та споживачі товарних ринків, банки, портфельні та стратегічні інвестори. Як зазначає В. Галанов¹³, електронний біржовий трейдинг поступово призводить до наближення біржових і позабіржових товарних та фондових ринків, відокремлення комп'ютерної торгівлі ф'ючерсними та опціонними контрактами.

Первинні та вторинні ринки цінних паперів поступово повинні переміститися у позабіржову торгівлю, що відбулося з ринками сировинних товарів, де основні обсяги гуртової торгівлі сировиною відбуваються на позабіржових ринках. На товарних ф'ючерсних біржах торгують похідними строковими фінансовими інструментами. Це ринки цінних ризиків товарних активів, прогнозні ринки, які дозволяють хеджувати операції реальних ринків і здійснювати особливо ризикові інвестиції у права та зобов'язання на активи з метою збереження коштів від інфляції та отримання додаткових доходів.

Саме цей шлях повинен пройти і ринок цінних паперів, на якому сьогодні чітко виділяється тенденція щодо відновлення фінансової рівноваги між Новим та Старим світом, як і активізація азійських ринків. На американському, європейському та азійському фондових ринках відбувається процес консолідації фондових бірж для проведення операцій з цінними паперами транснаціональних компаній, які ідентифікуються за галузями діяльності, а не за країною їх розташування. Біржовий та позабіржовий ринки є частинами одного цілого, оскільки виконують одну із найважливіших економічних функцій, а саме перерозподіляють фінансові ризики між суб'єктами економіки.

⁹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/globex/>.

¹⁰ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://en.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>.

¹¹ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyse.com>.

¹² [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bmf.com.br.

¹³ Галанов В. А. Биржевое дело : учеб. В. А. Галанов / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – С. 13.

Одним із напрямів протистояння альтернативним комп'ютерним торговельним системам є процес злиття та поглинання бірж, який особливо характерний для Європи.

Однією з головних характеристик електронного трейдингу є алгоритм, що використовується для укладання біржових угод. Переважно сучасні біржові електронні торговельні системи використовують алгоритм *ціна/час*. Підбір продавців та покупців здійснюється на основі зіставлення цін у режимі реального часу. Система підбирає найкращу ціну (найвищу для покупця та найнижчу для продавця), якщо є команди з однаковою ціною, то обирається та, яка була введена раніше.

Всі функціонуючі системи сучасного електронного біржового трейдингу будуються за однією схемою, яка включає три головні компоненти:

- ✓ центральна біржова система, яка забезпечує зведення всієї ринкової інформації та виконання наказів трейдерів;
- ✓ лінія зв'язку з центральною біржею;
- ✓ робоча станція члена біржі – трейдера, через яку він отримує інформацію, вводить накази щодо купівлі-продажу біржових контрактів.

Головною вимогою до функціонування системи електронного трейдингу є забезпечення надійності та ефективності її функціонування. Велике значення має швидкість зв'язку при передачі інформації, яка за ефективністю має відповідати людському спілкуванню. Ці проблеми вирішуються за умови використання можливостей нової економіки, сучасних інформаційних технологій.

Коли йдеться мова про торгівлю цінними паперами в режимі онлайн, то фактично мають на увазі торгівлю через Інтернет. У цьому бізнесі швидкість доступу як до інформації, так і до торгової системи є визначальним фактором.

З появою мережі Інтернет збільшується швидкість фінансово-економічних процесів у глобальному масштабі. Водночас посилення динамізму фінансової сфери підвищує її нестійкість і викликає збільшення ступеня небезпеки виникнення гострих криз. Нові телекомунікаційні технології дозволяють швидко і з мінімальними витратами здійснювати фінансові операції. Вони призвели до агресивного розширення світових фінансових ринків і є однією із причин різкого розриву між реальними і портфельними інвестиціями¹⁴.

Електронна торгівля поступово стирає відмінності між брокерами і біржею. Сьогодні електронні торгові системи стали майже повністю автоматизованими, виконуючи дві основні функції біржі – звести продавця і покупця і забезпечити виконання операцій.

Щораз більшого розвитку набувають електронні комунікації мережі (ECN – Electronic Communication Networks), які є окремим випадком ATS. Вони створювались як середовище для обробки і виконання ліміт-ордерів, які не можуть бути виконані на біржовому майданчику. Вони реєструються як брокери, але фактично є повноцінним торговим майданчиком, де зустрічаються і виконуються заявки.

Цінність електронних мереж полягає в їх анонімності. Інституційні інвестори часто користуються цим при купівлі/продажу великих пакетів акцій, сам факт виникнення яких на ринку може змінити цінову динаміку. Саме цей чинник був причиною закритості таких мереж тільки для класу обраних.

¹⁴ Балабанов И. Т. Электронная коммерция / И. Т. Балабанов. – СПб. : Питер, 2001. – 336 с.

Ставку на альтернативні торгові системи роблять провідні брокерські компанії. Так, «Merrill Lynch», «Morgan Stanley Dean Witter» і «J. P. Morgan&Co». інвестували десятки мільйонів доларів, кожний в «OptiMark Technologies», «Archipelago Holdings» і «BRUT» відповідно. Тепер більшість із традиційних бірж проводить переважно частину транзакцій в електронному вигляді як виконуючи ринкові ордери, так і маючи базу ліміт-ордерів.

«E*Trade Securities» була піонером Інтернету у сфері надання недорогого фінансового самообслуговування, розпочавши цю діяльність у 1992 р. За оцінками Forrester Group, в кінці 1997 р. у США три мільйони клієнтів користувались послугами онлайнових брокерів. У 1998 р. понад 70 брокерських фірм надавали можливість самообслуговування у сфері онлайнової торгівлі акціями. Ці нові фінансові онлайнові фінансові служби створювали проблеми традиційним брокерським конторам, які звикли надавати послуги при особистому контакті або по телефону. Більша частина даних, які брокерські контори надавали своїм клієнтам, зараз є безкоштовно доступними клієнтам.

Компанія «Merrill Lynch», яка з 2009 р. є підрозділом «Bank of America», давній лідер традиційного фінансового обслуговування, в 1997 р. розпочала інтенсивне переосмислення свого підходу до бізнесу. «Merrill Lynch» вирішила перебудувати свої інформаційні системи, поклавши в основу інформаційні потоки, необхідні її фінансовим консультантам. Впровадження системи «Trusted Global Advisor» (TGA) завершилося в листопаді 1998 р. і коштувало близько 850 млн. дол. Намагаючись отримати максимальні переваги для фінансових консультантів, відділ інформаційних технологій компанії витратив рік на оцінку і розробку «електронної нервової системи» на базі ПК, яка є основою міжнародної мережі компанії¹⁵.

Індивідуальні інвестори, відчувши переваги ATS, виявили бажання торгувати, прийшовши додому з роботи, коли всі біржі вже закриті. Раніше торгівлею на «вечірньому» ринку займалися лише великі інвестори, що створили цей ринок «під себе» на основі технології електронних мереж. Такий попит спричиняє необхідність збільшити тривалість торгової сесії аж до організації цілодобових торгів, що особливо важливо для індивідуальних інвесторів, які знаходяться в різних часових поясах. Торгові майданчики, які створюються або розвиваються, розглядають це як найважливішу конкурентну перевагу. Сервер електронної торгівлі працює цілодобово, причому витрати на його обслуговування фіксовані. Продовження часу роботи класичної біржі коштувало б значно дорожче.

Конкуренція як між брокерами, так і серед фінансових провайдерів і торгових майданчиків зміщується у сферу якості (а не ціни) і створення інтегрованих продуктів. При цьому реалізується принцип «функціональної достатності» – рядовому інвестору не треба користуватися іншими продуктами, оскільки на одному сайті він знаходить все, що потрібно. Крім того, відбувається формування спеціалізованих сервісів, орієнтованих на різні типи інвесторів. Швидкими темпами відбуваються процеси інтеграції технології і бізнесу. Багато брокерів стали партнерами або власниками ECN і розвивають свої власні ATS. Провідні провайдери фінансової інформації прагнуть включити виконання ордерів до своїх послуг.

¹⁵ Гейтс Б. Бизнес со скоростью мысли. / Б. Гейтс. – [изд. 2-е, исправ]. – М. : Эксмо, 2003.

Оскільки Інтернет дозволяє надати в одній точці доступу теоретично необмежений набір інтерактивних сервісів, то бізнес розвивається на основі принципу функціональної достатності. При цьому на одному сайті надається такий широкий комплекс послуг (інвестиційних, розрахункових, страхових, інформаційних та ін.), що клієнту немає необхідності користуватися іншими джерелами в мережі. Через це різко прискорилося створення альянсів між провайдерами фінансових даних, брокерами, електронними банками тощо.

Більш швидкими темпами створюються нові торгові майданчики, альтернативні торгові системи, включаючи «ECN», зростає конкуренція між ними. Ідея створення об'єднаного європейського торгового майданчика на основі єдиної торгової платформи, клірингової і платіжної систем і законодавчого середовища втратила актуальність. Економічно більш виправданою і функціонально гнучкішою виявилася модель функціонування «мережі бірж у мережі Інтернет».

Обслуговуванням інвесторів займається гігантська індустрія – класичні й електронні біржі, клірингові будинки, брокери і дилери, консультанти, провайдери фінансової інформації, а забезпечення їх діяльності дає поштовх розвитку ринку міжмережевого і телекомунікаційного обладнання та програмного забезпечення.

Перед провайдерами фінансової інформації й іншими великими центрами обробки даних, включаючи онлайн-брокерів, постають проблеми інтеграції різнорідної інформації:

- ✓ підтримка мультимедійних технологій, що об'єднують звук, зображення, дані тощо;
- ✓ забезпечення клієнтів усім спектром ринкової інформації: селектування та переведення в єдиний формат, об'єднання котирувань з різних майданчиків (включаючи біржі, альтернативні торгові системи й електронні мережі), приймання новин від інформаційних агентств у телевізійній, друкарській та інших формах.

Користувачі мережі Інтернет можуть в інтерактивному режимі проводити операції з фінансовими активами: валюта, дорогоцінні метали, коштовне каміння, цінні папери. Важливою перевагою механізму інтерактивного інвестування є абсолютна доступність для всіх без винятку інвесторів – користувачів Інтернету.

Посередником між продавцем та покупцем цінних паперів є онлайн-брокер, створений на основі веб-сервера в світовій глобальній мережі Інтернет. Будь-який користувач мережі, використовуючи комп'ютер, модем і телефонну лінію, може миттєво з'єднатись з веб-сервером онлайн-брокера¹⁶.

Онлайнова торгівля має всесвітній характер та глобальний масштаб, торгувати можна акціями «Sony» або «China Telecom» за долари так само, як і акціями «Coca-Cola» або «IBM». Трейдингом можна займатися всюди, де зручно, і там, де є для цього умови. Головне – вийти в Інтернет.

Головна перевага електронної біржі полягає в можливості проведення торгових операцій у будь-який час доби. У брокерів з'являється можливість торгувати в години, коли звичайна біржа закрита, тобто це потенційний додатковий прибуток для брокерських компаній. По-друге, брокери одержують максимальний доступ на ринки. Для брокера дуже вигідно те, що йому необов'язково увесь час особисто бути

¹⁶ Балабанов И. Т. Электронная коммерция / И. Т. Балабанов. – СПб. : Питер, 2001. – 336 с.

присутнім на торгах у біржовому «кільці», а можна знаходитися практично в будь-якій точці земної кулі. Додаткова перевага електронної біржі – це, як правило, більш низькі операційні витрати.

Це цікаво!**Десять найбільш безглузких та найдорожчих помилок біржових гравців**

Завдяки розвитку комп'ютерних і телекомунікаційних технологій біржова торгівля здійснюється зі швидкістю натискання клавіші. Так само блискавично трапляються помилки. На електронній торговельній площадці друкарська помилка або неправильно натиснута клавіша може коштувати мільйони доларів і навіть спровокувати обвал ринку. Людям властиво помилятися – і сучасні технології не можуть гарантувати, що навіть дуже досвідчений трейдер не помилиться при введенні ціни купівлі або продажу акції.

1. Вересень 2006 р. Трейдер компанії «JP Morgan Securities Japan» натиснув не ту клавішу на комп'ютері, в наслідок чого на продаж були виставлені не ті акції. Коли помилка виявилася, «JP Morgan Securities Japan» довелося знову купувати продані цінні папери. Судячи з того, що в другій половині дня, коли помилка була виявлена, біржовий індекс зріс, викупувати акції довелося за вищою ціною. За оцінкою експертів, втрати компанії від неправильної угоди не перевищили 50 млн. дол.

2. Червень 2006 р. Японська компанія «Tachibana Securities» виставила замовлення на продаж 2,6 тис. акцій інтернет-компанії «Adways» за ціною 1670 єн (14,47 дол.) за акцію, притому що напередодні компанія розмістила 2,4 тис. акцій по 1,4 млн. єн (12 тис. дол.) за акцію. Хоча помилку помітили миттєво і замовлення скасували, 1482 акції були продані. Втрати брокер оцінив більш ніж у 1,5 млн. дол.

3. Грудень 2005 р. Рекордну помилку допустив трейдер японської компанії «Mizuho Securities». Брокер одержав замовлення на продаж однієї акції рекрутингової компанії «J-Com». Це трапилося в перший день торгів «J-Com»: напередодні компанія розмістила акції за ціною 610 тис. єн (5 тис. дол.). Брокер помилково ввів у комп'ютер замовлення на продаж 610 тис. акцій за ціною одна єна. Помилку помітили відразу ж, але на запити про скасування замовлення комп'ютерна система біржі не відреагувала. За оцінкою, збиток «Mizuho Securities» становив більше 40 млрд. ієн (341 млн. дол.).

4. Квітень 2003 р. Британський трейдер помилково придбав 500 тис. акцій компанії «GlaxoSmithKline» за ціною 13 фунтів за акцію, тоді як ринкова ціна становила менше 70 пенсів. Збиток – більше 6 млн. фунтів, як повідомляє «The Folly Уолл-стріт».

5. Листопад 2002 р. Клерк брокерської фірми, що виставляє котирування компанії «Ryanair», переплутав ціну акцій у євро і фунтах. Ця помилка миттєво підняла індекс Лондонської фондової біржі на 61% : з 404,5 до 653,7 пункту.

6. Жовтень 2002 р. Через те, що британський трейдер помилився при введенні ціни ф'ючерса, торгівля на біржі «Eurex» зупинилася на 3 години, а біржовий індекс знизився на 500 пунктів.

7. Вересень 2002 р. Трейдер «Eurex», що сподівався продати один контракт на німецький індекс «DAX» на рівні 5180 пунктів, продав 5180 контрактів, що призвело до обвалу. Через п'ять годин керівництво біржі прийняло рішення анулювати всі угоди, укладені після тієї, що стала причиною обвалу.

8. Грудень 2001 р. Трейдер швейцарського банку «UBS Warburg» за пару секунд досяг феноменального результату – завдав своїй компанії збитків у розмірі 71 млн. фунтів. Він намагався продати 16 акцій японської компанії «Dentsu» по 600 тис. єн за акцію, а натомість продав 610 тис. акцій за ціною шість єн.

9. Травень 2001 р. Трейдер інвестбанку «Lehman Brothers» хотів продати акції на 3 млн. фунтів, однак вписав занадто багато нулів і продав акції на 300 млн. фунтів.

10. Листопад 1995 р. Дилер обперся на клавіатуру і випадково продав 16 тис. акцій компанії «Premier Oil» загальною вартістю більше 1,8 млн. фунтів.

Джерело: <http://news.finance.ua>.

На думку великих брокерів, що беруть участь в електронній торгівлі, електронна система має таку важливу для них перевагу, як конфіденційність. У традиційному біржовому «кільці» брокери знають один одного; знають, інтереси якої компанії представляє кожен брокер; тому, якщо брокер, що представляє яку-небудь велику фірму, починає активно скуповувати чи продавати які-небудь контракти, то брокери в «кільці» відразу ж роблять для себе відповідні висновки і змінюють свою тактику. В електронній системі такого немає, ніхто з брокерів, що перебувають біля терміналів, не знає, чиї накази він бачить на екрані дисплея. Крім того, брокери бачать відразу кілька найкращих цін купівлі і продажу (а в біржовому «кільці» – тільки одну найкращу ціну покупця й одну найкращу ціну продавця).

Головним недоліком електронної біржі є неминуча для певних годин низька активність і ліквідність електронного ринку. Низьку ліквідність електронних ринків відзначають майже всі їхні учасники. Низька ліквідність означає, що штучно маніпулювати ринком у цей період стає не так вже й складно, а це викликає значні побоювання.

Інший недолік електронних систем полягає в тому, що вони не дають переваг трейдерам (торговцям за свій рахунок), тому що ті не можуть використовувати з вигодою для себе свою інтуїцію, на якій заснована їхня робота в «кільці».

Трейдери переважно відкривають і закривають позиції протягом одного дня, відповідно до свого відчуття і розуміння поточної ситуації «на ринзі». Участь в електронній системі, де відсутнє спілкування між брокерами, для трейдерів менш приваблива. У свою чергу, відмова торговців за свій рахунок брати участь в електронній системі помітно знижує ліквідність електронного ринку¹⁷.

Є причини психологічного характеру, що гальмують поширення електронної торгівлі. У біржовому «кільці» брокер відразу почуває зміну настрою ринку. Якщо починається паніка, то він це відчуває у ту саму секунду. На екрані монітора паніку дуже важко побачити, тому багатьом електронна система здається бездушною.

Звичайні людські помилки перестають бути такими в процесі електронної торгівлі. Якщо брокер у біржовому «кільці» бачить, що інший брокер явно помилився, він може пожаліти його і «не ловити на слові». Електронна торгівля – зовсім інша справа. За помилку при введенні наказу в комп'ютер можна заплатити дуже дорого.

Деякі західні брокерські фірми ставляться доволі консервативно до електронної торгівлі. Однак вони зацікавлені в залученні нових клієнтів і одержанні прибутку, тому навіть ті фірми, що не вірять у майбутнє електронної торгівлі, змушені використовувати її, тому що на сучасному етапі вона часто виявляється вигідною і забезпечує нових клієнтів.

¹⁷ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://intkonf.org/danilko-sm-perevagi-ta-nedoliki-elektronnoyi-birzhovoyi-torgivli>.

13.2. Розвиток біржового електронного трейдингу в Україні

Однією з основних рис у розвитку інформаційного суспільства є прискорений обмін інформацією між його учасниками. Це стало можливим за допомогою Інтернету. З появою Інтернету все навколо змінилося і продовжує стрімко змінюватись з кожним днем. Поява і розвиток інтернет-трейдингу в Україні свідчить про нашу причетність до цього глобального процесу.

Інтернет-трейдинг (англ. internet-trading) означає торгівлю в Інтернеті. Взагалі в Інтернеті торгувати можна чим завгодно, однак у цьому разі йдеться про інтернет-трейдинг на біржовому ринку.

До інтернет-торгівлі належать: торгівля товарами через аукціони, торгівля послугами, інтернет-торгівля фінансовими інструментами (валюта або цінні папери). Інтернет-трейдинг на фондових біржах означає прямий доступ інвестора до торгівлі цінними паперами (direct market access) за допомогою мережі Інтернет. Також інтернет-трейдинг ще називають: інтернет-брокеридж, інтернет-інвестування, онлайн-торгівля, торгівля цінними паперами (акціями) через Інтернет, онлайн-трейдинг і т. ін.

У цьому аспекті поняття «інтернет-трейдинг» означає роботу з цінними паперами, яка дозволяє інвестору отримувати доступ до біржової інформації, а також укласти угоди з купівлі-продажу цінних паперів на біржі в режимі реального часу за допомогою спеціальної сертифікованої програми, встановленої на персональному комп'ютері.

В рамках спеціального програмного забезпечення реалізуються такі функції:

- 1) виставлення заявок на купівлю / продаж біржових контрактів;
- 2) автоматичний контроль заявок на відповідність лімітам;
- 3) моніторинг стану портфеля цінних паперів у режимі реального часу;
- 4) отримання знеособленої інформації про торги на фондових біржах у режимі реального часу;
- 5) забезпечення захисту інформації та аутентифікації клієнта;
- 6) адміністрування клієнтів брокером;
- 7) управління лімітами і контроль заявок з боку фондового брокера (торговця цінними паперами);
- 8) взаємодія з обліковими системами брокера (back office, система управління ризиками).

У Росії інтернет-трейдинг активно розвивається лише в останні роки, хоча започаткували його десять років тому на Московській міжбанківській валютній біржі (ММВБ). У США та в Західній Європі торгівля цінними паперами перемістилася в Інтернет ще в середині 90-х рр. минулого століття (у них він називається «direct market access»). Наслідком запровадження інтернет-трейдингу в цих країнах стало збільшення фондових ринків за рахунок активів внутрішніх інвесторів.

Назва «інтернет-трейдинг» почала використовуватись на українському фондовому ринку нещодавно, хоча стала вже доволі популярною серед наших інвесторів. В Україні офіційною датою запуску інтернет-трейдингу є 26 березня 2009 р. Інтернет-трейдинг у нас з'явився завдяки фондовому майданчику ВАТ «Українська біржа», що запустила його у розквіт фінансової кризи.

Кризові події 2008 р. в Україні тимчасово поставили під сумнів можливість використання цінних паперів українських емітентів як надійних інвестиційних інструментів і загальмували розвиток фондового ринку як такого. Для стабілізації ситуації на фондовому ринку України ВАТ «Українська біржа» запустила ринок заявок з прямим доступом інвесторів до нього (інтернет-трейдинг)¹⁸. При запуску «український інтернет-трейдинг» перейняв всі кращі напрацювання із сусідньої Росії, а також позитивний досвід США, Європи та Азії.

До 2008 р. для українського інвестора інвестування в цінні папери через мережу Інтернет здавалось нереальним. Всі операції на фондовому ринку здійснювались у кращому разі по телефону, а інформація про ціни для інвестора була платною. Сьогодні завдяки повному переходу на електронний документообіг, а також автоматизації здійснення операцій на фондовому ринку, інтернет-трейдинг забезпечує найбільш вигідні умови для приватних інвесторів. Доступність і оперативність є основними критеріями бурхливого розвитку усіх сервісів, пов'язаних з Інтернетом, а онлайн-торгівля цінними паперами в цьому плані не є винятком.

Механізм ринку заявок гарантує безпеку торгівлі на біржі для професійних торговців і приватних інвесторів, без нього неможливо було б у короткий час повернути довіру до фондового ринку. Саме завдяки обов'язковому 100% депонуванню грошей та цінних паперів для здійснення операцій на фондовій біржі (угоди репо), а також використанню багаторівневої системи захисту, в т. ч. електронного цифрового підпису (ЕЦП), було залучено внутрішнього українського інвестора. Сьогодні в Україні онлайн-торгівлю цінними паперами (на ринку заявок і ринку котирувань) можна здійснювати на двох торговельних майданчиках – «Українській біржі» і «ПФТС».

Розглянемо **вигоди від інтернет-трейдингу** для приватних інвесторів.

Головною перевагою є **швидкість укладання операцій**. Жоден, навіть найбільш професійний брокер не зможе прийняти заявку по телефону і подати її на біржу менш ніж за декілька секунд. Особливо критичним час обробки голосової заявки може бути в моменти різких змін цін на ринку, коли одночасно у багатьох клієнтів виникає бажання поставити або зняти заявку. Система інтернет-трейдингу працює в тисячі, якщо не в мільйони разів швидше за людину, і може дозволити одній брокерській компанії обслуговувати одночасно десятки і навіть сотні тисяч клієнтів одночасно практично з однаковою швидкістю як у звичайній ситуації, так і в періоди високої волатильності ринку.

Не менш важливою перевагою є **доступність інформації про ринок**. Досвідчений співробітник торговця може описати своєму клієнтові всю ситуацію на ринку одним реченням. Знаючи, які контракти цікавлять клієнта, він може ще кількома реченнями розповісти, що відбувається з ними. Проте інвестор, який хоче бути в курсі ситуації на ринку протягом дня, змушений з деякою регулярністю дзвонити своєму брокерові і запитувати про останні зміни.

На відміну від спілкування з брокером по телефону, отримання біржової інформації через термінал системи інтернет-трейдингу забезпечує більш детальне і наглядне уявлення про ринок. Трейдер може бачити список всіх укладених на біржі

¹⁸ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ux.ua/>.

угод і повну глибину черг заявок за всіма контрактами, будувати графіки цін у режимі реального часу, налаштовувати повідомлення про події, що його цікавлять, проглядати історію своїх операцій і відстежувати поточний статус всіх своїх заявок.

Особливою перевагою є розмір **брокерської комісії і мінімального розміру угоди**. Раніше всі біржові операції вимагали висококваліфікованих співробітників брокера для узгодження параметрів угоди по телефону, а також підписання за кожною угодою паперового договору купівлі-продажу. Внаслідок цього собівартість кожної операції на стороні брокера становила сотні гривень, і ці витрати торговці були змушені закладати в розмір своєї брокерської комісії. Для кінцевого інвестора такі комісійні робили нерентабельними операції на суму менше десяти-двадцяти тисяч гривень.

Системи інтернет-трейдингу настільки зменшують витрати на обслуговування клієнтської заявки, що брокери змогли знизити рівень своєї комісії до кількох десятків частин відсотка. В результаті з'явився зміст укладати угоди розміром кілька сотень гривень.

Крім того, істотно **знижується бар'єр входження на ринок**. Якщо до появи інтернет-трейдингу брокерові було не вигідно працювати з інвестором з сумами менш ніж 25 тисяч гривень, то зараз інвестори з 1000–5000 гривень можуть працювати на біржі.

Поряд із перевагами, наявні такі недоліки системи онлайн-торгівлі:

- а) інституційні ризики;
- б) відносно слабка захищеність від технічних збоїв і атак хакерів;
- в) відсутність регламентації використання електронних документів на законодавчому рівні, що може спричинити розвиток їх фальсифікацій та ускладнити працю аудиторів.

Одним із негативних явищ, що вагомо ускладнює на сьогодні розвиток інтернет-трейдингу, є наявність помилкових стереотипів, які встигли закріпитись у свідомості більшості українців.

В Україні використовується кілька сертифікованих програм для доступу на фондові біржі, такі як QUIK, WEB2L, SmartTrade. Розвиток інтернет-трейдингу допоможе спростити регіональним інвесторам процес інвестування, а самим брокерам – залучити нових інвесторів з більш віддалених регіонів України.

Варто зазначити, що інтернет-трейдинг надав інвесторам можливість працювати не лише на зростаючому, а й на сдаючому ринку. Зараз майже всі онлайн-інвестори мають змогу працювати за допомогою «коротких продажів». Суть «коротких» продажів полягає в тому, що клієнт може узяти акції у брокера в борг за окрему плату і продати їх. Дочекавшись зниження, відкупити ці цінні папери на ринку і повернути їх брокерові.

Також цікавим напрямком розвитку інтернет-трейдингу є маржинальна торгівля, яку запустили українські онлайн-брокери. Маржинальна торгівля (англ. margin trading) є проведенням спекулятивних торговельних операцій з використанням грошей і товарів, що надаються спекулянту в кредит під заставу обумовленої суми – маржі. Від простого кредиту маржинальний відрізняється тим, що отримувана сума грошей (або вартість отриманого товару) у кілька разів перевищує розмір застави (маржі). Інакше кажучи, трейдеру надається кредитне плече.

На даний час інвестор може торгувати онлайн-акціями українських підприємств, ф'ючерсами на індекс акцій Української біржі, опціонами на ф'ючерсні контракти з цим індексом, а також ф'ючерсами та опціонами на індекси облігацій та депозитів фізичних осіб.

Доволі вагомим чинником, який може вплинути на розвиток фондового ринку України і інтернет-трейдингу загалом, є прийняття нашим сусідом – Росією закону про те, що на російських торговельних майданчиках можуть бути в обігу цінні папери іноземних емітентів. Тому не виключено, що цінні папери українських емітентів будуть котируватись на російських фондових біржах. Добре це чи погано – зараз однозначно важко відповісти, та можна з впевненістю сказати, що це точно позначиться на нашому ринку і на онлайн-торгівлі також.

Вже сьогодні в Україні з'являються «автоматичні торговельні системи», які самостійно виконують всю роботу. Наприклад, в Росії деякі «автоматичні торговельні системи» (автоматичні програми-інвестори) входили згідно з рейтингами у п'ятірку кращих торговців Росії. «Інтернет-трейдинг» надав поштовх для розвитку в Україні такого сектору бізнесу, як інформаційне та програмне забезпечення фондового ринку. Також почали розвиватись інтернет-портали, які надають значний обсяг інформації щодо фондового ринку. Серед найпопулярніших можна виділити такі: <http://bin.ua/>, <http://e-finance.com.ua/stockintl>, <http://finance.ua/>, <http://fundmarket.ua/>, <http://investfunds.ua/>, <http://www.analytagency.com> тощо.

13.3. Проведення операцій в електронному трейдингу

Існує дві сторони управління капіталовкладеннями через Інтернет. З одного боку брокер надає приватній особі можливість здійснювати операції із цінними паперами через Інтернет. Це інтернет-брокеридж. З іншого – приватна особа здійснює операції з цінними паперами через Інтернет. Це інтернет-трейдинг.

Інтернет-брокеридж є послугою, що надається інвестиційним посередником (брокером) і дозволяє клієнту здійснювати купівлю-продаж цінних паперів, валюти, строкових біржових контрактів у реальному часі через мережу Інтернет.

Загалом послуга передбачає:

- ✓ безпосередню можливість купівлі-продажу біржових активів;
- ✓ створення інвестиційного портфеля інвестора;
- ✓ надання клієнту фінансової інформації, яка постійно оновлюється (котирування, курси валют);
- ✓ надання клієнту аналітичних статей, графічної інформації, допомоги професіоналів тощо;
- ✓ можливість участі клієнта у взаємних фондах.

Про осіб, які використовують Інтернет для купівлі-продажу фінансових активів, говорять, що вони займаються інтернет-трейдингом (E-trading, I-trading).

Інтернет-трейдинг (E-trading, I-trading) – це діяльність з управління інвестиціями через Інтернет.

Інтернет-трейдинг є одним із найбільш ефективних способів залучення інвесторів, що мають невеликі кошти, оскільки тарифи на послуги онлайн-брокерів є ниж-

чими від плати за участь у традиційних системах віддаленого торговельного доступу, де використовується спеціальне устаткування і канали зв'язку.

Можна виділити два типи Інтернет-трейдингу:

- ✓ той, що передбачає роботу з цінними паперами (акціями, облігаціями тощо) на різноманітних біржах;
- ✓ той, що передбачає онлайн-торгівлю на міжнародному валютному ринку FOREX.

Ринок FOREX користується популярністю у дрібних і середніх інвесторів за багатьма причинами. На відміну від ринку цінних паперів, тут не потрібні великий початковий капітал і визначений термін для одержання прибутку. Механізм маржової торгівлі (коли інвестору надається «кредитне плече» 1:2–1:100) дозволяє інвестору мати початковий капітал 1–50% від суми операцій, які він проводить.

Для того, щоб займатися Інтернет-трейдингом, інвестор повинен укласти угоду з компанією – інтернет-брокером і відкрити там інвестиційний рахунок.

Інтернет-брокер – це фінансова організація, що має всі необхідні ліцензії на подібну діяльність. Брокер є номінальним утримувачем цінних паперів клієнта, відкриває йому доступ до своїх торгових терміналів, під'єднаних до торгових систем, і виконує розпорядження клієнта щодо операцій з інвестиційним рахунком (щодо купівлі/продажу цінних паперів або валюти).

Існує два основні способи надання брокерських послуг через Інтернет.

1. Інтернет-брокеридж із сайта компанії передбачає купівлю/продаж клієнтом цінних паперів безпосередньо на сайті компанії-посередника та використання при цьому звичайного веб-браузера. Управління інвестиційним портфелем ведеться через заповнення стандартних веб-форм, причому здійснювати управління активами інвестор може з будь-якого терміналу, під'єданого до Інтернету. Цей спосіб простіший і дешевший як для клієнта, так і для компанії-посередника.

Надання брокерських послуг через сайт компанії передбачає:

- ✓ наявність у кожного інвестора власного логіна і пароля для входу в систему управління своїм портфелем;
- ✓ існування інтерфейсу – веб-форми, за допомогою якої інвестор керує своїм портфелем, віддає замовлення щодо купівлі/продажу фінансових активів тощо;
- ✓ існування розділу сайта, пов'язаного з новинами про фінанси і ринки;
- ✓ надання котировок цінних паперів і курсів валют, які постійно оновлюються (раз на хвилину);
- ✓ надання простих графіків, аналітичних статей для інвестора;
- ✓ пошук цінних паперів за критеріями (dept-to-equity, growth rate, PE);
- ✓ інші платні та безплатні послуги.

2. Інтернет-брокеридж з використанням клієнтського програмного забезпечення передбачає, що клієнт встановлює на своєму комп'ютері спеціальне програмне забезпечення і за його допомогою одержує інформацію та здійснює транзакції на біржах. Цей спосіб інтернет-брокериджу є найбільш ефективний для користувача, оскільки останній може налаштувати інтерфейс під себе, будувати графіки, одержувати лише ту інформацію, яка йому потрібна. Цей спосіб переважно використовують професійні інвестори, оскільки їм завжди потрібна повна фінансова інфор-

мація та спеціальні інструменти для її аналізу. Для простих інвесторів буде достатнім управління своїм портфелем за допомогою сайта компанії.

Серед найбільш популярних іноземних компаній, що надають брокерські послуги за допомогою веб-сторінки, можна назвати: «Interactive Brokers», «USAA Brokerage Services», «E-trade», «TD Ameritrade», «Charles Schwab», американський «Well's Fargo», «Scottrade, Fidelity». Серед компаній, що використовують спеціальне програмне забезпечення, – «MB Trading».

Інтернет-брокери дають можливість віддавати торгові накази через Інтернет. Проте, оскільки онлайн-брокери з'явилися завдяки розвитку Інтернет не більше 10 років тому, фірми, які надають такі послуги, беруть свій початок від добре зарекомендованих традиційних брокерських фірм.

Інтернет-брокери гарантують своїм клієнтам повну безпеку роботи, тобто те, що ніхто не зможе зняти гроші з їх рахунка або використовувати їх для проведення торговельних операцій. Безпеку, як правило, забезпечують за допомогою кількох процедур:

- ✓ брокер надає контрольні записи (audit trails) проведення і анулювання всіх торговельних операцій, доступних для перевірки клієнта;
- ✓ брокерські фірми мають свого роду страховий захист (insurance protection) (з використанням Securities Investor Protection Corporation – SIPC), який передбачає захист інтересів клієнтів у випадку виникнення у брокера фінансових проблем;
- ✓ використання брандмауера (firewalls). Брандмауер (дослівний переклад – «стіна вогню») робить неможливим зовнішній несанкціонований доступ до систем і ресурсів комп'ютера;
- ✓ використання номерних рахунків (account numbers), імен користувачів (users names) (passwords) і паролів.

Існує дуже багато онлайн-брокерів, тому інвестору робити свій вибір доволі складно.

Інтернет-трейдинг – це послуга, що надається не біржею, а торговцем – професійним учасником ринку. Біржа лише дає всім своїм торговцям технічну можливість подавати заявки не лише вручну через біржовий термінал, а й автоматично через так званий «шлюз» – спеціальну програму, через яку брокерська торговельна система взаємодіє з біржовою торговельною системою.

Прийнято говорити, що користувач (спрощено називатимемо його «трейдер») отримує «прямий доступ» до біржових торгів, але при цьому потрібно розуміти, що цей інвестор – приватна особа або інвестиційний фонд юридично і технічно торгує через обраного ним торговця – члена біржі (брокера). Заявки на купівлю або продаж цінних паперів біржа приймає тільки від своїх членів – професійних учасників ринку цінних паперів, що отримали відповідну ліцензію від регулятора цього ринку.

Система інтернет-трейдингу дозволяє брокерові автоматизувати прийом електронної заявки від свого клієнта і буквально за мілісекунди формувати на її основі заявку, що подається на біржу. При цьому трейдер отримує практично той самий обсяг біржової інформації, який має його брокер, і може здійснювати всі типи операцій, доступних брокерові. Затримки на отримання інформації про ринок і на передачу заявки на біржу залежать від якості каналу зв'язку, але завдяки швидкостям сучасного Інтернету ці затримки практично не помітні для трейдера.

Важливо розуміти, що торгівля на біржі не має нічого спільного з азартною грою. Це серйозна і копітка робота, яка вимагає певної підготовки.

Для того, щоб розпочати торгівлю цінними паперами через Інтернет, необхідно здійснити 3 кроки, зображених на рис. 13.1.

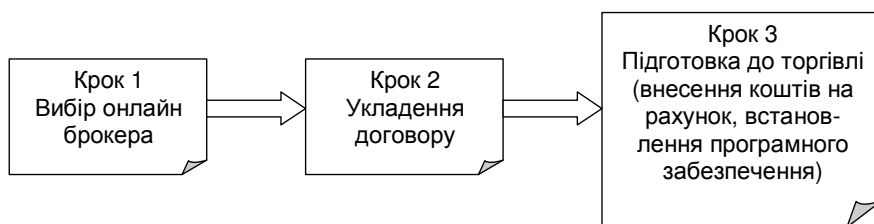


Рис. 13.1. Етапи участі у процесі інтернет-трейдингу

Одним з найбільш відповідальних етапів у період під'єднання до торгів для самостійної торгівлі цінними паперами є питання **вибору онлайн-брокера**, оскільки торгівля на фондовому ринку здійснюється за його обов'язковим посередництвом.

Крім відомих критеріїв вибору онлайн брокера, таких як розмір абонентської плати і комісії брокера, існує ряд інших важливих критеріїв.

Основним інформаційним джерелом про компанії – онлайн-брокери, є Інтернет, необхідну інформацію про них можна отримати саме тут. Це дуже зручно, але існує проблема великого обсягу інформації та її надійності. Щоб захистити себе від свідомо помилкової або спотвореної інформації про компанію-брокера, а також уникнути опрацювання непотрібної інформації, необхідно зупинитися на списку компаній, що є професійними онлайн-брокерами.

Професійний онлайн-брокер повинен бути членом біржі, торгівлю на якій трейдер планує здійснювати. Перелік компаній – членів біржі представлений на сайтах бірж, що надають можливість працювати на ринку заявок, тобто здійснювати інтернет-трейдинг цінними паперами. На сьогоднішні провідною біржею на ринку заявок, є «Українська біржа», а список онлайн-брокерів – її членів та станом на травень 2014 р. складається з 17 компаній.

Офіційне членство на біржі є, перш за все, гарантією легального надання послуги і наявності у брокера всіх необхідних ліцензій на здійснення інтернет-трейдингу.

Уся інформація про компанії викладена на їх офіційних сайтах, посилання на які можна знайти на сайті біржі. Сайти онлайн-брокерів є основним інструментом взаємодії з трейдерами, а для потенційних трейдерів одним з головних критеріїв оцінки брокера. За тим, наскільки оперативно оновлюється інформація на сайті, наскільки є актуальною, відкритою і доступною користувачеві, можна стверджувати про оперативність, прогресивність і відвертість компанії. Доступ до типових документів, які необхідно оформити, дозволить трейдеру заздалегідь ознайомитися з юридичною стороною взаємодії з брокером і уточнити деталі умов договору до початку його оформлення.

Таблиця 13.1.

Онлайн брокери Української біржі, які надають послуги інтернет-трейдингу
за станом на травень 2014 р.

Код	Назва брокера	Доступ до торгів	
		Фондовий ринок	Ринок похідних цінних паперів
ALCAP	ПРАТ «АЛЬТАНА КАПІТАЛ»	+	-
ALORU	ТОВ «АЛОР Україна»	+	+
ARTCP	ПРАТ «ІФК «АРТ КАПІТАЛ»	+	+
ASTRM	ТОВ «АСТРУМ КАПІТАЛ»	+	+
DRAGN	СП ТОВ «Драгон Капітал»	+	+
EAVEX	ПРАТ «ІВЕКС КАПІТАЛ»	+	+
FKOK2	ТОВ «ФК «ОК-2»	+	-
FKSKT	ТОВ «ФК» Сократ»	+	+
FSNEU	ТОВ «Фол Сек'юрітіз»	+	+
GKPTL	ТОВ «Сортіс»	+	+
INVST	ТОВ «І-ІНВЕСТ»	+	+
KINTL	ТОВ «КІНТО, Лтд»	+	+
MBROK	ПРАТ «Майстер брок»	+	+
NAVIN	ТОВ «Навігатор-Інвест»	+	+
ONLIN	ТОВ «Он-лайн капітал»	+	+
UKRNT	ТОВ ФК «Укранет»	+	+
UNIKA	ТОВ «УНІВЕР КАПІТАЛ»	+	+

Вивчаючи умови надання інтернет-трейдингу, слід звернути увагу і на спектр супутніх послуг, що пропонує брокер. Потреби трейдерської аудиторії постійно зростають і змінюються. Те, що сьогодні певний трейдер вважає не актуальним, завтра може стати необхідним. Практика показує, що простіше і економніше користуватися послугами одного брокера. Важливо, щоб даний брокер міг реалізувати потребу трейдера, яка може виникнути в перспективі.

Те саме стосується і тарифікації. Як правило, потенційний трейдер орієнтується на той тариф, який є актуальним для нього на момент вибору брокера. Важливо враховувати також і майбутнє своєї інвестиційної діяльності. Гнучка тарифна політика компанії загалом, її спрямованість на задоволення потреб різної трейдерської аудиторії підвищує ймовірність того, що брокер буде лояльний до трейдера не лише на стадії залучення потенційного клієнта в компанію, а й у майбутньому.

Ще один важливий аспект: надання брокером доступу до **навчальних торгів, тестового доступу до торговельної системи**. Цілі і завдання тестового доступу і навчальних торгів є різними.

Навчальні торги розробляються з метою ознайомлення трейдера з програмним забезпеченням і надання можливості здійснювати торговельні операції. Слід зазначити, що навчальні торги є ігровим торговельним терміналом з функціональними можливостями реального. Трейдер здійснює торговельні операції на віртуальному ринку, учасниками якого є користувачі навчальних торгів. Поточна ситуація ринку ігрового терміналу наближена до картини реального ринку і дає можливість початковому трейдеру виставляти заявки і здійснювати купівлю і продаж акцій на навчальному сервері.

Тестовий доступ до торговельної системи – це не лише тестування трейдером програмного забезпечення і огляд поточної ситуації ринку в режимі реального часу, а й своє рідне тестування брокера на оперативність і коректність з'єднання і роботи торговельної системи. Трейдер отримує доступ не до ігрової, а до реальної торговельної системи, але має обмеження в можливості здійснити операції. За тим, наскільки оперативно брокер надає послугу тестового доступу до торговельної системи, наскільки коректно поводить система під час тестування, можна судити про технічну частину сервісу брокера в період роботи трейдера на біржі.

Важливим індикатором рівня надійності послуг, що надаються брокером, є його **здатність мінімізувати ризики трейдера**, пов'язані з технічним забезпеченням. Вибираючи брокера, трейдеру необхідно з'ясувати, чи має брокер повноцінний технічний захист своєї системи. Торговельна система є надійною, якщо має два канали зв'язку (основний і резервний), а також здатна забезпечувати безперебійну роботу системи у випадках аварійної ситуації, пов'язаної з електропостачанням.

Специфіка інтернет-трейдингу спочатку не лише не припускає безпосереднього контакту між учасниками торговельного процесу, а й направлена на мінімізацію їх взаємозалежності та взаємодії. Проте частина трейдерів вважає за необхідне відвідати офіс свого потенційного брокера і встановити персональні взаємовідносини. Тим, для кого це важливо, слід знати, що більшість компаній, професійних онлайн-брокерів, зосереджено в столиці. Необхідність у територіальній близькості трейдера до брокера практично відсутня і має значення лише на стадії оформлення документів, економлячи час на поштової пересилці.

Найбільш актуальним аспектом для трейдера при виборі брокера залишається **вартість брокерських послуг**. Торгуючи на біржі, трейдер має дві основні статті витрат: абонентська плата, що стягується за користування терміналом, і комісія брокера. Сума абонентської плати фіксована і стягується щомісячно. Зараз є ряд компаній, що мають тарифні плани, абонентська плата за якими не стягується. Підхід до комісії в онлайн-брокерів є різним. Розмір комісії брокера, як правило, залежить від денного обороту трейдера: чим більший оборот, тим нижча комісія. Деякі брокери встановлюють комісію залежно від мінімальної суми активів на рахунку трейдера. Вартість брокерських послуг інтернет-трейдингу цінними паперами різна, як і тарифна політика компаній загалом. Детальна інформація про тарифи на брокерське обслуговування представлена на сайтах онлайн-брокерів.

Слід зазначити, що за період існування інтернет-трейдингу цінними паперами простежується тенденція до зниження цін на брокерські послуги, а також до появи тарифних планів, розроблених з урахуванням потреб різної категорії інвесторів. Трейдеру слід лише обрати той тарифний план, який відповідає стратегії його торгівлі і мінімізує його транзакційні витрати.

Крім основних критеріїв вибору брокера, можна виділити й інші, які за умови встановлення конкурентних комісійних та інших основних умов торгівлі більшістю брокерами стають важливішими. Перерахуємо їх.

1. Надійність. Надійність надання послуг – основна умова роботи онлайн-трейдера. Економія 20 дол. не має сенсу, коли не можна вчасно купити цінні папери через збої в роботі брокера.

2. Відсоток залучення коштів для маржового рахунка.

3. Наявність плати за під'єднання (як правило, в українських брокерів вона відсутня).
4. Репутація брокера.
5. Швидкість анулювання замовлень.
6. Типи наказів.
7. Моніторинг портфеля:
 - а) частота оновлення портфеля;
 - б) автоматичне вирахування показників ефективності;
 - в) доступність підбиття підсумків за транзакціями.
8. Новини.
9. Доступність досліджень (наявна інформація, безкоштовні ресурси, інформація в онлайн-режимі або архівні дані).
10. Підтримка користувача (телефон, факс, електронна пошта).
11. Дизайн сайту. Сайт повинен бути простим, логічним і зручним у використанні.

Разом із значущими критеріями оцінки брокера, наявні такі, які не є визначальними для даного виду діяльності і застосовуються як аргументація помилково. Нижче наведені найбільш типові з них.

Адекватно оцінити і грамотно вибрати онлайн-брокера є важливим завданням для кожного трейдера. Визначальним критерієм, як правило, є розмір абонентської плати і комісії брокера. Проте потрібно враховувати і інші параметри оцінки, а також виключити з аналізу ті, значення яких є надуманими, необґрунтованими та перебільшеними.

Після вибору брокера потрібно **відкрити** субрахунок на його **рахунок**. Майже завжди необхідно, щоб людина, яка відкриває рахунок, досягла 18-ти років і мала рахунок у банку. В багатьох брокерів рахунок можна відкрити в режимі онлайн за декілька хвилин. Плата за відкриття рахунка не береться. Існує два основних типи рахунків.

1. **Грошовий рахунок** (cash account). Це найпростіша форма рахунка, при відкритті якого вимагається мінімальний початковий внесок. Торговельні операції можна проводити лише у випадку, якщо на рахунку є кошти. Кредит не надається, отже, необхідно постійно підтримувати баланс рахунка.

2. **Маржинальний рахунок** (margin account). Відкривши даний рахунок, можна отримати кредит, тобто проводити операції на суму, що перевищує суму рахунка. Як правило, необхідно підтримувати певне співвідношення власних і залучених засобів у загальному обсязі укладених угод.

Маржинальний рахунок дозволяє використовувати кредит, де заставою є власний портфель. Перевагою маржинальної торгівлі є можливість збільшення обсягів торгівлі, а відповідно і прибутків. Проте маржинальна торгівля значно збільшує ризики і розміри збитків.

Процедура відкриття рахунка передбачає кілька таких етапів:

- 1) заповнити в онлайн-режимі заяву на відкриття рахунка, поставити на заяві електронний підпис і відправити поштою;
- 2) повернути заповнені форми заяви для активації рахунка. Після активації рахунка брокер вишле номер по електронній пошті;

3) перевести на свій рахунок гроші (до занесення коштів на рахунок проводити торговельні операції не можна).

Для здійснення **торговельних операцій** потрібно встановити на комп'ютері біржовий (торговий) термінал, під'єднаний до Інтернету. Процес торгівлі на біржі є нескладним. У торговельному терміналі виставляється заявка на купівлю, в якій вказується назва емітента, кількість акцій і ціна. Така заявка потрапляє на біржу через Інтернет і задовольняється, якщо на біржі в даний момент є заявки на продаж з відповідною ціною. За інших умов така заявка потрапляє в чергу і знаходиться в ній до моменту надходження на біржу відповідної їй протилежної заявки або поки заявка не буде знята. Запис про права власності на акції зберігається в депозитарії брокера.

Після відкриття торговельного рахунка у брокера і зарахування на нього коштів можна розпочинати **торговельні операції**. Для проведення операції брокеру необхідно надати таку інформацію:

1. Номер рахунка та особистий ідентифікаційний номер (PIN).
2. Ідентифікатор (ID) – ім'я, за яким зареєстрований користувач.
3. Вид угоди: купівля (buy), продаж (sell), «короткий» продаж (продаж активу, який не був попередньо придбаний).
4. Розмір угоди – кількість цінних паперів.
5. Тип ордеру (наказу) – ринковий, лімітний, стоп-наказ, лімітний стоп-наказ.
6. Ціну цінного папера у випадку виставляння лімітного або лімітного стоп-наказу.
7. Термін дії наказу.

Віддавати накази можна через Інтернет, використовуючи екранне меню. Як правило, брокери надають можливість віддавати накази по телефону, факсу, або у випадку складних наказів під час особистої розмови з брокером.

Розглянемо детальніше типи наказів (табл. 13.2)¹⁹.

Таблиця 13.2

Характеристика торгових наказів

	Ринковий ордер	Лімітний ордер	Стоп-ордер	Лімітний-стоп ордер
Виконання ордера	Виконується за кращою ринковою ціною на момент, коли ордер вступає в силу	Виконується, коли ціна досягає межі, встановленої трейдером	Виконується за ринковою ціною після того, як вона досягне встановленої трейдером стоп-ціни	Вступає в силу, як тільки починаються торгові операції за стоп-ціною

Ринковий наказ (market order) – вказівка брокеру продати або купити активи за найкращою ринковою ціною, доступною в даний момент.

Наприклад, якщо трейдер захоче купити 100 акцій компанії «XYZ», то він віддає ринковий наказ на купівлю. Якщо поточна ринкова ціна купівлі дилера (bid) або ціна попиту «XYZ» дорівнює 50 дол., а ціна продажу дилера (ask) або ціна пропози-

¹⁹ Пейтел Элпеш Б. Internet-трейдинг. Полное руководство / Элпеш Б. Пейтел, Прайен Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003.–320 с.

ції – 50,13 дол., то трейдер може отримати акції за ціною 50,13 дол. або за іншою ціною.

Ринковий наказ обов'язково виконується, але не можна бути впевненим щодо ціни у момент виконання, оскільки в ході біржових торгів змінюються умови, а разом з ними і ціни, але ці зміни не завжди відображаються на екрані комп'ютера. Фактична ціна, за якою буде виконаний наказ, може бути вищою або нижчою від очікуваної.

Лімітний наказ, наказ з обмеженням ціни (limit order) дозволяє накласти цінове обмеження на транзакцію. Клієнт вказує, що хоче купити або продати активи за певною або більш вигідною ціною. Наказ не виконується, поки ціна не досягне встановленого рівня. Лімітний наказ не гарантує виконання операції за граничною ціною. Проте він виключає ризик купівлі або продажу активів за ціною, нижчою від очікуваної.

Наприклад, якщо трейдер планує купити акції «XYZ» за ціною 80 дол. за акцію, а ринкові ціни купівлі і продажу дилера дорівнюють 80 дол. і 80,13 дол. відповідно, то наказ не виконають негайно. Якщо хто-небудь почне продавати акції за ціною 80 дол. за акцію, то наказ виконуватиметься, якщо він є наступним у черзі на виконання. Якщо кількість покупців зросте і курс акцій підвищиться, то наказ не виконуватиметься.

Стоп-наказ (stop order) – це вказівка брокеру купити або продати активи за ринковою ціною, якщо вона досягне або подолає встановлений рівень, який називається стоп-ціною. Цей тип наказу використовують люди, які володіють активами і хочуть бути упевнені, що брокер продасть їх, якщо курс почне знижуватись. Стоп-ціна, обумовлена в стоп-наказі на продаж, повинна бути нижчою за поточну ціну купівлі дилера.

Наприклад, якщо торговець купив 100 акцій «Maniac Driver» за ціною 50 дол. за акцію і хоче захистити себе від втрат, то можна віддати брокеру стоп-наказ. Якщо він встановив стоп-ціну на рівні 45 дол., то ринкова ціна знизиться до цього рівня, брокер почне продавати його акції. Стоп-накази для нестійких ринків не гарантують виконання за цінами, що дорівнюють стоп-цінам. Як тільки з'являються стоп-накази, вони зразу ж починають конкурувати з іншими ринковими наказами.

Стоп-накази можна виставити також і на купівлю активів. Стоп-ціна, вказана в наказі на купівлю, повинна бути вищою за поточну ціну купівлі дилера.

Лімітний стоп-наказ, стоп-наказ з обмеженням ціни (stop limit order) виконується так само, як стоп-наказ, але з однією відмінністю. Якщо лімітний стоп-наказ починає діяти, він стає не ринковим, а лімітним наказом з граничною ціною, що дорівнює попередній стоп-ціні.

Наприклад, трейдер виставляє лімітний стоп-наказ на продаж акцій із стоп-ціною, що дорівнює 45 дол. за акцію. Як і у випадку стоп-наказу, коли ринкова ціна досягне 45 дол., наказ почне діяти. Проте, що б не трапилося, брокер не може продати акції за ціною, меншою, ніж 45 дол.

Перевага цього наказу полягає в тому, що призначається мінімальна ціна, за якої може бути виконаний наказ; недолік у тому, що наказ не може бути виконаний у швидко змінних ринкових умовах.

Наказ «виконати або анулювати» (Fill Or Kill – FOK) – це вказівка брокеру повністю виконати наказ за граничною (або більш вигідною) ціною або анулювати його.

Професійні трейдери широко використовують лімітні накази. Можна виділити такі основні типи лімітних ордерів:

- ✓ **Initial Stop** – первинний стоп-наказ на обмеження можливих збитків. Даний лімітний ордер безпосередньо пов'язаний з рівнем відкриття позиції і направлений на обмеження можливих збитків, якщо ситуація з тих або інших причин розвивається не на користь торговця.
- ✓ **Trailing Stop** – плаваючий стоп-наказ. Цей наказ передбачає втрату деякої (наперед обумовленої) кількості плаваючого прибутку. Інакше кажучи, плаваючий лімітний ордер слідує за ціною у напрямі відкритої позиції (але не проти неї). Як правило, з часом відстань між ціною і вказаним лімітним ордером скорочується. При цьому вихід з ринку здійснюється автоматично при спрацьовуванні лімітного ордера.
- ✓ **Profit Stop** – стоп-наказ на зняття прибутку. Даний лімітний ордер є ордером на закриття прибуткової позиції і приймається на основі загальних міркувань: досягнення наміченого рівня ціни (target) або певної кількості прибутку. Як правило, використовується в комбінації з іншими лімітними ордерами.
- ✓ **Breakeven** – рівень беззбитковості. Якщо ситуація розвивається в нашому напрямі і ціна відійшла від рівня відкриття на достатню відстань (якщо це необхідно), то розумно пересунути первинний стоп-наказ на обмеження можливих збитків у зону беззбитковості. Рівнем беззбитковості розуміють мінімальний (максимальний) рівень ціни на висхідному (низхідному) тренді «вихід з ринку», на якому не виникає втрат. Це дуже дієвий засіб для зняття психологічної напруги, що виникає внаслідок роботи на ринку.
- ✓ **Inactivity/Time Stop** – стоп-наказ за часом. Цей тип лімітного ордера використовується в тих випадках, коли ринок виявляється не в змозі забезпечувати певний відсоток доходу у напрямі відкритої позиції протягом визначеного періоду. Інакше кажучи, якщо з часом інвестиція не приносить додаткового доходу, то її розумніше ліквідувати.

Після завершення операції трейдер одержує підтвердження на екрані комп'ютера. Торговельні накази з обмеженням, віддані протягом робочого або неробочого часу біржового ринку, також з'являться на екрані як незавершені операції.

13.4. Електронний трейдинг на ринку FOREX

Валютний ринок – це поєднання конверсійних операцій із купівлі-продажу іноземної валюти на конкретних умовах (сума, обмінний курс, період), які здійснюються між учасниками валютного ринку із датою валютування. Відносно конверсійних операцій в англійській мові прийнятий стійкий термін Foreign Exchange Operations, скорочено FOREX, або FX.

Масштаби валютного ринку величезні. Щодня продається і купується понад 4 трлн. дол., і обсяги операцій збільшуються на 5–7% щорічно. Вказана величина

набагато більша від обсягу будь-якого товарного, фондового, ф'ючерсного або якогось-небудь іншого ринку²⁰.

Варто зазначити, що FOREX – це не ринок у звичному розумінні. У нього немає єдиного центру. Торгівля на ринку FOREX проводиться за допомогою телефонного зв'язку і через термінали комп'ютерної мережі. Ринок FOREX, як і всі фінансові ринки, ніколи не перебуває в стані рівноваги, його стан можна визначити як постійний пошук рівноваги. З 1971 р. ці пошуки помітно активізувалися. Дана обставина пов'язана з відмовою від Бреттон-Вудської системи фіксованих курсів і переходом до «вільного плавання» валют. Результатом відходу держав від політики регулювання валютних курсів став прихід на ринок FOREX професійних гравців і, як наслідок, посилення курсових коливань.

Охарактеризуємо особливості ринку FOREX, які спонукають професійних інвесторів брати в ньому участь²¹:

- ✓ ліквідність. Ринок FOREX оперує величезними грошовими масами. При цьому товаром виступають самі гроші. Вартість однієї операції у багато разів перевищує аналогічні показники на будь-якому іншому ринку. Ця особливість ринку FOREX є найбільш привабливою для інвесторів, оскільки надає повну свободу для миттєвого відкриття або закриття будь-якої позиції. Крім того, висока ліквідність є привабливою для інвестора, оскільки вона забезпечує йому свободу відкривати і закривати позицію будь-якого обсягу;
- ✓ доступність. Привабливою є можливість торгувати 24 години на добу протягом 5 робочих днів;
- ✓ гнучка система організації торгівлі. Багато інвестиційних менеджерів, відкриваючи ту або іншу позицію, наперед планують за часом свої майбутні дії. На валютному ринку FOREX позиція може бути відкрита наперед установлений термін за бажанням інвестора;
- ✓ гнучка стратегія оплати за операцію. На ринку FOREX традиційно немає ніяких комісійних витрат, окрім природної ринкової різниці (спреду) між цінами попиту і пропозиції. Проте на практиці трейдер відкриває рахунок при мінімальному розмірі комісійних, обумовлених у договорі з маркет-мейкером або із брокер-агентом. Залежно від активності трейдера і балансу інвестиційного рахунка розмір стягуваних маркет-мейкером або брокер-агентом комісійних може бути значно зменшений;
- ✓ спрямованість ринку FOREX. Рух валют має певну та ідентифіковану спрямованість, яка відстежується протягом достатньо тривалого проміжку часу. Кожна конкретна валюта демонструє властивий тільки їй малюнок розвитку в часі, що дає інвестиційним менеджерам можливість осмислено маніпулювати залученими активами;
- ✓ однозначність котирувань. Через високу ліквідність ринку продажів практично необмежений обсяг може бути виконаний за єдиною ринковою ціною. Це дозволяє уникнути проблеми нестійкості, що існує на ф'ючерсних та інших фінансо-

²⁰ Закарян И. Интернет как инструмент для финансовых инвестиций / И. Закарян, И. Филатов. – СПб. : ВHV-Санкт-Петербург, 1999. – С. 225.

²¹ Иванов Ю. А. FOREX : уч. пособ. / Ю. А. Иванов. – М. : ОМЕГА-Л, 2005. – С. 34.

вих ринках, де в певний час і за певною ціною може бути продана обмежена кількість контрактів;

- ✓ розмір маржі. Розмір кредитного «плеча» (маржі) на ринку FOREX визначається тільки угодою між клієнтом і тим банком або тією брокерською фірмою, яка забезпечує йому вихід на ринок та становить 1/1, 50/1 або 100/1. Використання таких великих кредитних «плечей» разом із сильною волатильністю робить цей ринок високодохідним (із високим ступенем ризику).

Головними валютами, на частку яких припадає основний обсяг усіх операцій на ринку FOREX, є сьогодні день долар США (USD), євро (EUR), японської єни (JPY), швейцарського франка (CHF) і британською фунта стерлінгів (GBP)²². Потрібно зазначити, що до появи євровалюти велика частка ринку припадала на німецьку марку (DEM).

Долар США (USD). Після Другої світової війни американський долар став провідною світовою валютою. Нині долар є універсальним платіжним засобом у міжнародному бізнесі, валютою-притулком при різних фінансових і політичних кризах в інших країнах, а також об'єктом міжнародних інвестицій завдяки великому обсягу високонадійних цінних паперів – державних довгострокових облигацій США.

За оцінками експертів, долар США становить приблизно 50–60% міжнародних резервів центральних банків, що загалом досягає 1 трлн. дол., а також є загальновищаною базовою валютою при котируванні інших валют. Особливо слід зазначити, що, як правило, ціни всіх інших валют виражаються щодо долара США.

Єдина європейська валюта (EUR). Єдина валюта, що з'явилася 1 січня 1999 р., об'єднала 11 європейських країн у наймогутніший економічний блок світу, на частку якого припадає майже п'ята частина глобального випуску товарів, послуг та світової торгівлі.

Перше півріччя 1999 р. курс валюти знижувався. У цьому дехто вбачає ознаки недовіри до нової валюти, а інші – грошову політику, що ефективно проводилася єдиним Європейським центральним банком, оскільки низький обмінний курс вигідний європейським експортерам, що істотно підвищує конкурентоспроможність їх товарів на світових ринках. Проте після введення євро в обіг на початку 2002 р. його курс зміцнився більш ніж на 15% протягом півроку.

Японська єна (JPY). Сьогодні політика Японії спрямована на послаблення курсу національної валюти. Головною особливістю фінансової ситуації в сучасній Японії є надзвичайно низькі короткострокові процентні ставки. Банк Японії підтримує їх практично на нульовому рівні. Тому дуже великі обсяги заощаджень і засобів пенсійних фондів та інших інвесторів були вкладені в зарубіжні цінні папери. Істотно поступаючись долару як резервна валюта й інструмент міжнародних розрахунків, єна є однією з основних валют на міжнародних фінансових ринках.

Швейцарський франк (CHF). Обсяги операцій з участю швейцарського франка набагато менші, ніж з іншими розглянутими валютами. З появою єдиної європейської валюти волатильність курсу франка щодо євро стала набагато менша, ніж була волатильність франка щодо німецької марки. Швейцарський національний банк (SNB) проводить політику, спрямовану на координування фінансових умов у Швейцарії і єврорегіоні.

²² FOREX. Учебник по валютному дилингу. – Los Angeles, California : ROYALFOREX, 2001. – С. 13.

Британський фунт (GBP). Перш за все, слід зазначити, що британський фунт був провідною світовою валютою до Першої світової війни. Ослаблення позиції британського фунта відбулося в міжвоєнний період, що привело до остаточного лідерства долара. Незважаючи на це, на ринку Лондона здійснюються до 50% транзакцій з участю фунта. На ринку FOREX вони становлять близько 14%. Варто вказати на те, що британський фунт дуже чутливий до даних щодо ринку праці й інфляції в Англії, а також до цін на нафту. В інформаційних потоках на ринку FOREX британський фунт позначається або як «cable», або як «round».

Коди основних валют, що використовуються в інформаційних системах для позначення різних валют,²³ подані в таблиці 13.3.

Таблиця 13.3

Міжнародне позначення валют

Назва	Код	Опис
British Pound	GBP	Британський фунт
Canadian Dollar	CAD	Канадський долар
Japanese Yen	JPY	Японська єна
United States Dollar	USD	Американський долар
New Zealand Dollar	NZD	Новозеландський долар
Australian Dollar	AUD	Австралійський долар
Danish Krone	DKK	Датська крона
Euro	EUR	Єдина європейська валюта
Singapore Dollar	SGD	Сінгапурський долар
Hong Kong Dollar	HKD	Гонконгівський долар
Swiss Franc	CHF	Швейцарський франк
Austrian Schilling	ATS	Австрійський шилінг
Russian ruble	RUB	Російський рубль

Сьогодні існує колосальний обсяг біржових інструментів, з якими може працювати трейдер. Не секрет, що операції на світових фінансових ринках вважаються одними із найбільш прибуткових видів легального бізнесу. Пік активності в цій сфері припадає на економічний бум 80-х рр. XX ст. Це десятиріччя було відмічено зростанням особистих грошових надходжень. За інформацією, опублікованою в журналі «Forbes», 24% усіх власників мільярдних капіталів заробили їх саме на фінансових ринках.

Найбільші банки отримують значний прибуток у результаті роботи на валютному ринку. Значна частина прибутку таких банків, як «Credit Suisse», «Bank Austria», «Bank America», «UBS» («Union Bank Switzerland»), є результатом спекуляцій на міжнародному валютному фінансовому ринку, включаючи спекуляції на різниці депозитних ставок.

Сьогодні прийнято виділяти таких основних учасників ринку²⁴:

- ✓ комерційні банки. У банках концентруються рахунки інших учасників ринку. Крім того, банки здійснюють з цими рахунками необхідні клієнтам конверсійні

²³ Лиховидо В. Н. Фундаментальний аналіз мирових валютних ринков: методи прогнозування и прийняття рішень / В. Н. Лиховидо. – Владивосток 1999. – С. 52.

²⁴ Суворов С. Г. Азбука валютного дилінга / С. Г. Суворов. – СПб. : Изд-во С.-Петербурзького ун-та, 1998. – С. 26.

операції. Задовольняючи заявки клієнтів, банки можуть проводити операції і самостійно, за рахунок власних і залучених засобів. Валютний ринок є ринком міжбанківських операцій, і, кажучи про рух валютних курсів, слід розуміти міжбанківський валютний ринок. На світових валютних ринках найбільший вплив мають міжнародні банки, щоденний обсяг операцій яких досягає мільярдів доларів. Це такі банки, як «Barclays Bank», «Citibank», «Chase Manhattan Bank», «Deutsche Bank», «Swiss Bank Corporation», «Union Bank Switzerland» та ін.;

- ✓ валютні біржі. На відміну від фондових, товарно-сировинних, ф'ючерсних та опціонних бірж, робота валютних бірж не проходить у певних будівлях і в певні години. Завдяки розвитку телекомунікаційних технологій більшість провідних фінансових установ світу користується послугами бірж напряму і через посередників протягом усієї доби. Найбільшими є Лондонська, Нью-Йоркська і Токійська валютні біржі;
- ✓ центральні банки. Основною функцією центральних банків є управління валютними резервами, проведення валютних інтервенцій, що здійснюють вплив на рівень обмінного курсу, а також регулювання рівня основних процентних ставок за вкладеннями в національній валюті. Найбільший вплив на світові валютні ринки має Федеральна резервна система США (US Federal Reserve або FED). Далі слідує Європейський центральний банк (European Central Bank) і Центральний банк Великобританії (Bank England, називають також «Old Lady»);
- ✓ компанії, які здійснюють зовнішньоторговельні операції. Компанії, що беруть участь у міжнародній торгівлі, демонструють стійкий попит на іноземну валюту (імпортери) і пропозицію іноземної валюти (експортери). При цьому дані організації прямого доступу на валютні ринки, як правило, не мають і проводять конверсійні та депозитні операції через комерційні банки. Варто зазначити, що вказані компанії у більшості випадків не націлені на отримання прибутку від коливань валютних курсів, а намагаються лише мінімізувати пов'язані з ними можливі збитки;
- ✓ інвестиційні учасники ринку. Дані учасники представлені різними міжнародними інвестиційними, пенсійними, взаємними фондами, страховими компаніями та трастами. Вказані організації, як правило, здійснюють політику диверсифікованого управління портфелем активів, розміщуючи засоби в цінних паперах урядів і корпорацій різних країн;
- ✓ брокерські компанії. Основна функція брокерських компаній полягає в тому, щоб звести покупця й продавця іноземної валюти і забезпечити проведення між ними конверсійної операції. За своє посередництво брокерські фірми стягують брокерську комісію. Брокерська фірма, що володіє інформацією про курси за укладеними операціями, є місцем, де формується реальний валютний курс. Комерційні банки одержують інформацію про поточний рівень курсу від брокерських фірм. Серед брокерських компаній на міжнародних валютних ринках найбільш відомі такі, як «Lasser Marshall», «Harlow Butler», «Tullettand Tokio», «Coutts», «Tradition» та ін.;
- ✓ приватні особи. Сьогодні щораз більшої популярності набуває гра на біржі приватних інвесторів. Фізичні особи отримали можливість проводити широкий

спектр неторгових операцій у частині зарубіжного туризму, переказів заробітної плати, пенсій, гонорарів, купівлі і продажу іноземної валюти.

Однією із особливостей ринку FOREX є та, що торгівля ведеться 24 години на добу і ніколи не припиняється. У всіх часових поясах у будь-якому з основних світових торгових центрів (Лондон, Франкфурт, Нью-Йорк, Токіо, Гонконг, Сідней та ін.) є дилери, готові негайно надати можливість входження на ринок.

І все ж умовно прийнято виділяти регіональні торговельні сесії ринку FOREX, на які припадає основний обсяг операцій: азіатська, європейська, американська і тихоокеанська сесії²⁵ (табл. 13.4).

Таблиця 13.4

Регіональні торгові сесії

Регіон	Назва міста	Час відкриття	Час закриття
Asia	Токіо	03:00	11:00–12:00
	Гонконг	04:00	12:00–13:00
	Сінгапур	04:00	12:00–13:00
Europe	Франкфурт	09:00	17:00–18:00
	Лондон	10:00	18:00–20:00
America	Нью-Йорк	16:00	23:00–24:00
	Чикаго	17:00	00:00–01:00
Pacific	Веллінгтон	00:00	08:00–09:00
	Сідней	01:00	09:00–10:00

Назвемо деякі особливості торговельних сесій²⁶:

- ✓ азіатська сесія. Тут найбільш активні операції на ринку конверсійних операцій долара до японської єни, долара до євро, євро до єни і долара до австралійського долара. Коливання валютних курсів під час роботи сесії часто незначні, але бувають дні, коли валюти, особливо долар проти єни, здійснюють сильні флуктуації, – це дні, коли Центральний банк Японії проводить валютну інтервенцію;
- ✓ європейська сесія. В 7:00 за GMT відкривається ринок в європейських фінансових центрах: Цюриху, Франкфурті, Парижі, Люксембурзі. Проте по-справжньому сильний рух валютного курсу долара до основних валют починається після відкриття Лондонського ринку. Це продовжується, як правило, протягом двох-трьох годин, після чого дилери європейських банків відправляються на ланч, і активність ринку знижується;
- ✓ американська сесія. Ситуація погортається знов із відкриттям ринку в Нью-Йорку в 13:00 за GMT, коли починають ранкову роботу дилери американських банків, а також повертаються з ланчу європейські дилери. Сили європейських і американських банків приблизно однакові, тому коливання курсу в середньому не виходять за межі звичайних європейських коливань. Проте валютні дилери з нетерпінням очікують відкриття Нью-Йоркського ринку, щоб отримати нові дані про можливий рух курсу (особливо, якщо Європейський ринок був млявим). Проте після закриття Європейського ринку (близько 17:00 за GMT) агресивні

²⁵ Пискулов Д. Ю. Теория и практика валютного дилинга (Foreign Exchange and Money Market Operations) : прикладн. пособ. / Д. Ю. Пискулов. – М. : ИНФРА-М, 1995. – С. 13.

²⁶ Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб. : Питер, 2005. – С. 41.

американські банки, залишившись наодинці на «тонкому ринку», здатні різко змінити валютний курс долара щодо інших валют;

- ✓ тихоокеанська сесія. Ця сесія історично вважається найбільш спокійною на ринку FOREX.

Подано зведену таблицю за основними фінансовими центрами світу і їх часткою (обсяг торгів) на ринку FOREX.

Таблиця 13.5

Основні фінансові центри світу

Фінансовий центр	Різниця в годинах GMT		Частка обороту, %
	взимку	влітку	
Sidney	+9	+10	3
Tokyo	+9	+9	13
Hong Kong	+8	+8	7
Singapore	+7	+8	7
Frankfurt	+1	+2	7
Zurich	+1	+2	7
Paris	+1	+2	4
London	0	+1	32
New York	-5	-4	20

Підсумовуючи, варто ще раз процитувати відому, але не до кінця усвідомлену в Україні думку, – нові інформаційні технології кардинально змінюють підходи до ведення бізнесу, відкривають нові можливості щодо його розвитку. Тому, на нашу думку, безперспективним є шлях до нарощування кількості бірж (на початок року їх кількість досягла астрономічної цифри – 414), які використовують старі підходи в організації торгівлі реальним товаром, тобто створюють ще одного примітивного посередника на гуртових ринках. На часі зробити зміни у концепціях становлення товарних біржових та фінансових ринків, передбачивши широке використання електронного біржового трейдингу. Це завдання стане можливим лише за умови навчання професійних учасників основних ринків, у т. ч. і підготовки кадрів відповідної кваліфікації ВНЗ України.

Резюме

З початком 90-х рр., – періоду, коли почала зароджуватися нова економіка, – провідні міжнародні біржі, які до того часу були одними з перших представників інфраструктури ринку, що успішно використовували комп'ютерні технології для прискорення процесів отримання та розповсюдження інформації про біржові ціни, здійснення операцій обліку, контролю та розрахунків за біржовими угодами, інтенсивно займаються впровадженням електронного трейдингу. І саме фондові біржі допустили до лістингу та продемонстрували вибухове зростання капіталізації Інтернет-компаній.

Комп'ютеризація біржової торгівлі руйнує її закритість, дозволяє здійснити глобальну концентрацію біржового товару в одному місці земної кулі, де світовий попит врівноважується світовою пропозицією, створюючи справедливу ринкову ціну, на яку орієнтуються виробники та споживачі товарних ринків, банки, портфельні та стратегічні інвестори.

У 1985 р. у Новій Зеландії було започатковано винятково електронну біржу. Успіх цієї біржі перевершив усі сподівання: в 1992 р. на біржовому ринку налічувалося 5 електронних бірж, 21 ф'ючерсна біржа із 27, що залишили як основні публічні торги, широко застосовували електронний трейдинг, а у 2002 р. не залишилося жодної біржі, де б не було хоча деяких елементів електронного трейдингу.

Усі функціонуючі системи сучасного електронного біржового трейдингу будуються за однією схемою, яка включає три головних компоненти:

- ✓ центральна біржова система, яка забезпечує зведення всієї ринкової інформації та виконання наказів трейдерів;
- ✓ лінія зв'язку з центральною біржею;
- ✓ робоча станція члена біржі – трейдера, через яку він отримує інформацію, вводить накази щодо купівлі-продажу біржових контрактів.

Посередником між продавцем та покупцем цінних паперів є он-лайнний брокер, створений на основі веб-сервера в світовій глобальній мережі Інтернет. Будь-який користувач мережі, використовуючи комп'ютер, модем і телефони лінію, може моментально з'єднатись з веб-сервером он-лайнного брокера.

Головна перевага електронної біржі полягає в можливості проведення торгових операцій у будь-який час доби. У брокерів з'являється можливість торгувати в години, коли звичайна біржа закрита, тобто це потенційний додатковий прибуток для брокерських компаній. По-друге, брокери одержують максимальний доступ на ринки. Для брокера дуже вигідно те, що йому необов'язково увесь час особисто бути присутнім на торгах у біржовому «кільці», а можна знаходитися практично в будь-якій точці земної кулі. Додаткова перевага електронної біржі – це, як правило, більш низькі операційні витрати.

До 2008 р. для українського інвестора інвестування в цінні папери через мережу Інтернет було чимось нереальним. Всі операції на фондовому ринку здійснювались у кращому разі по телефону, а інформація по доступу інвестора до ринку цінних паперів була платною. Сьогодні завдяки повному переходу на електронний документообіг, а також автоматизації здійснення операцій на фондовому ринку, інтернет-трейдинг забезпечує найбільш вигідні умови для приватних інвесторів. Доступність і оперативність є основними критеріями бурхливого розвитку усіх сервісів, пов'язаних з Інтернетом, а онлайн торгівля цінними паперами в цьому плані не є винятком.

Вигоди від Інтернет-трейдингу для приватних інвесторів: швидкість операцій, обсяг інформації про ринок, брокерська комісія і мінімальний розмір угоди, зниження бар'єра входження на ринок.

В Україні використовується декілька сертифікованих програм для доступу на фондові біржі, такі як QUIK, WEB2L, SmartTrade. Розвиток інтернет-трейдингу допоможе спростити регіональним інвесторам процес інвестування у фондовий ринок, а також дасть змогу тим самим брокерам залучити нових інвесторів з більш віддалених регіонів України.

Контрольні запитання

1. Які традиційні форми біржової торгівлі Ви знаєте?
2. Як використовувалась комп'ютерна техніка у біржовій торгівлі?
3. Які інформаційні системи передають біржові котирування?
4. Коли і де виникла перша електронна біржа?
5. Назвіть системи електронного трейдингу.
6. Які основні компоненти біржового електронного трейдингу Ви знаєте?
7. Охарактеризуйте електронні торговельні системи України.
8. Які переваги та недоліки інтернет-трейдингу?
9. Що таке ринок FOREX та які його основні характеристики?
10. Які типи ордерів на проведення торгових операцій Ви знаєте? Охарактеризуйте їх.

Рекомендована література

1. Балабанов И. Т. Электронная коммерция / И. Т. Балабанов. – СПб. : Питер, 2001. – 336 с.
2. Гейтс Б. Бизнес со скоростью мысли. / Б. Гейтс. – [изд. 2-е, исправ.]. – М. : Эксмо, 2003.
3. Галанов В. А. Биржевое дело : учеб. / В. Галанов ; под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
4. Газети та журнали «Бізнес», «Фондовий ринок», «The Wall Street Journal», «Finance Times», Internet.
5. Закарян И. Интернет как инструмент для финансовых инвестиций / И. Закарян, И. Филатов. – СПб. : ВHV-Санкт-Петербург, 1999. – С. 225.
6. Иванов Ю. А. FOREX : уч. пособ. / Ю. А. Иванов – М. : ОМЕГА-Л, 2005. – С. 34.
7. Кандинская О. А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская – М. : Изд-во АО «Консалтбанк», 2000. – 272 с.
8. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг : Курс лекций / Ю. Я. Кравченко – К. : ВИРА-Р, 2002. – 368 с.
9. Лиховидо В. Н. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков: методы прогнозирования и принятия решений / В. Н. Лиховидо. – Владивосток, 1999 – С. 52.
10. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
11. Пискулов Д. Ю. Теория и практика валютного дилинга. (Foreign Exchange and Money Market Operations) : приклад. пособ. / Д. Ю. Пискулов – М. : ИНФРА-М, 1995. – С. 13.
12. Савельев С.В. Нова економіка і моделі її формування в Україні / С. В. Савельев, В. Є. Куриляк // Журнал європейської економіки. – 2002. – Т. 1. – № 1. – С. 25–37.

13. Суворов С. Г. Азбука валютного дилинга / С. Г. Суворов – СПб. : Из-во С.-Петербурзького ун-та, 1998. – С. 26.
14. Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб. : Питер, 2005. – С. 41.
15. Шаров О. М. Європейський фондовий ринок у період глобалізації / О. М. Шаров // Журнал європейської економіки. – 2002. – Т.1, №1. – С. 128–139.
16. Эволюция Интернет-трейдинга в России // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №19(202). – С. 79–82.
17. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже / А. Элдер – М. : Диаграмма, 2001. – 352 с.
18. Пейтел Элпеш Б. Intenet-трейдинг : полное руководство / Элпеш Б. Пейтел, Прайен Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. – 320 с.
19. FOREX. Учебник по валютному дилингу. – Los Angeles, California : ROYALFOREX, 2001. – С. 13.
20. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/Electronic_Communication_Networks.
21. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/Electronic_trading.
22. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://en.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>.
23. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://intkonf.org/danilko-sm-perevagi-ta-nedoliki-elektronnoyi-birzhovoyi-torgivli>.
24. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bloomberg.com>.
25. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/globex/>
26. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dowjones.com>.
27. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyse.com>.
28. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.reuters.com>.
29. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tenfore.com>.
30. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ux.ua/>.
31. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bmf.com.br.

Тести для перевірки знань до розділу 13

- 1. Основними технологіями міжнародної біржової торгівлі є:**
 - а) метод «відкритого вигуку»;
 - б) балансуєчий метод;
 - в) подвійний аукціон, система «маркет-мейкерів»;
 - г) всі вищезазначені.
- 2. У традиційній моделі біржової торгівлі індивідуальний інвестор:**
 - а) брав участь у торгах безпосередньо;
 - б) був віддалений від біржового торговельного майданчика;
 - в) брав участь у торгах через Інтернет;
 - г) не укладав угод взагалі.
- 3. На веб-сторінках бірж розміщено таку інформацію:**
 - а) біржові котирування;
 - б) інструктивні матеріали щодо здійснення біржових операцій;
 - в) повідомлення про ризик;
 - г) вся вищезазначена інформація.

4. Основні інформаційні агентства – це:

- а) Рейтер, Інтерфакс, CNN, Українські новини;
- б) Рейтер, Блумберг, Доу Джонс, Тенфор;
- в) Блумберг, РІА-новости, біржові тікери;
- г) інформаційні агентства ПресІнформ.

5. Перша електронна біржа була заснована у:

- а) Лондоні в 1990 р.;
- б) Дубліні в 1986 р.;
- в) Новій Зеландії в 1985 р.;
- г) Парижі в 1987 р.

6. На світовому біржовому ринку функціонують такі системи електронної торгівлі:

- а) «Globex», «FORST» та ін.;
- б) «Globex», «Project A» та ін.;
- в) «АРТ», «Forex» та ін.;
- г) «Globex», «Project A», «АРТ» та ін.

7. Не використовують електронні торги біржі:

- а) України;
- б) Бразилії;
- в) України, Бразилії;
- г) Амстердаму.

8. Сучасні біржі здебільшого використовують такий алгоритм електронного трейдингу:

- а) ціна/час;
- б) ціна/кількість;
- в) обсяги торгівлі/ціна;
- г) максимальна ціна дня/ розрахункова ціна.

9. Біржовий електронний трейдинг включає три головних компоненти, а саме:

- а) зведення інформації у центральній біржовій системі, зв'язок, робоча станція трейдера;
- б) банк, біржа, персональний комп'ютер трейдера;
- в) Інтернет, персональний комп'ютер трейдера, інформаційне агентство;
- г) депозитарій, біржа, робоча станція трейдера.

10. Система АТС/2 надає три види ринкової інформації, а саме:

- а) вікно ринку, ринкові новини, новини трейдерів;
- б) вікно ринку, вікно біржі, вікно торговця;
- в) ринкові новини, ринкова інформація, особиста інформація трейдера;
- г) ринкові новини, ціни продавців та покупців, ціни трейдерів.

11. ПФТС дозволяє торговцям виконувати такі операції:

- а) виставляти власні котирування та отримувати котирування опонентів;
- б) укладати угоди;
- в) обмінюватися повідомленнями з операторами;
- г) все вищезазначене.

12. Елементи електронного трейдингу мають такі біржі України:

- а) Українська біржа та ПФТС;
- б) члени НАБУ, МБВМ;
- в) Дніпропетровська;
- г) Львова.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ публічна біржова торгівля;
- ✓ метод подвійного аукціону;
- ✓ балансуючий метод;
- ✓ система «маркет-мейкерів»;
- ✓ електронний трейдинг;
- ✓ електронна біржа.

Розділ 14.

ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ

Я хотів би розмежувати нагляд та регулювання. Я – за максимальний нагляд та мінімальне регулювання.

Дж. Сорос, біржовий трейдер

Знання законів полягає не в тому, щоб пам'ятати їх слова, а в тому, щоб розуміти їх зміст.

Цицерон, давньоримський політичний діяч, філософ

Теоретична частина

- ✓ Суть та значення державного регулювання біржової торгівлі
- ✓ Регулювання ф'ючерсної торгівлі у США
- ✓ Державне регулювання ф'ючерсного ринку в Європі та Азії
- ✓ Державне регулювання біржової торгівлі в Україні

14.1. Суть та значення державного регулювання біржової торгівлі

Біржова торгівля у світі строго регулюється як державою, так і безпосередньо самими учасниками біржового процесу. Саме завдяки чіткому контролю за регулюванням біржової діяльності забезпечується стабільність, збалансованість та ефективність функціонування біржового ринку.

Сучасна біржова торгівля регламентується законодавчими актами та контролюється державними та громадськими комісіями. Головними завданнями державного регулювання біржової торгівлі є реалізація державної політики розвитку біржового ринку, гарантування рівних прав і безпеки для професійних учасників і клієнтів біржі, створення інформаційної системи біржового ринку і здійснення контролю за обов'язковим розкриттям відповідної інформації учасниками ринку¹.

Залежно від ступеня державного регулювання біржової діяльності розрізняють три основні національні моделі:

- ✓ *американська модель* – це самоорганізоване співтовариство професійних посередників з переважаючим внутрішньобіржовим регулюванням. Відповідний державний орган – Комісія з товарної ф'ючерсної торгівлі – виконує спостережні та дорадчі функції, займається загальнонаціональною координацією біржових ринків та проводить юридичну експертизу біржової документації;
- ✓ *англійська модель* – це поєднання сильної ролі уряду з широким членством бірж та брокерів у неурядовій некомерційній організації – Управлінні з цінних паперів і ф'ючерсів;
- ✓ *французька модель* – контроль уряду за діяльністю бірж та організацією ринку².

Також можна виділити ще й четверту – *східноєвропейську модель*, яка відрізняється міжнародним характером та властива країнам з перехідною економікою, передусім для східноєвропейських. Дана модель характеризується відсутністю чіткої правової основи для діяльності бірж та жорстким і непослідовним регулюванням ринкових процесів з боку державних структур³.

Є дві форми державного управління біржовим ринком:

- ✓ *прямий* (адміністративний) здійснюється шляхом прийняття державою відповідних законодавчих та нормативно-правових актів, реєстрації учасників ринку, ліцензування професійної діяльності на біржовому ринку, забезпечення гласності та рівної поінформованості всіх учасників ринку;
- ✓ *непрямий* (економічний) проводиться державою економічними важелями впливу через систему оподаткування (ставки податків, базу оподаткування, пільги), державні фонди (державний бюджет, державні цільові фонди: пенсійний, соціального страхування тощо), державну власність і ресурси (державні підприємства, природні ресурси і землю)⁴.

На сучасному етапі реформування економіки України одним з основних завдань є переосмислення економічної концепції становлення та функціонування ринків основних активів та визначення головної мети державної політики щодо забезпечення на них стану динамічної рівноваги.

В Україні досі не створено ефективно діючих ринків сировини та фінансових інструментів із негайною поставкою, які у зарубіжній економічній літературі прийнято називати *спотовими (spot market)*.

¹ Резго Г. Я. Біржевое дело : учеб. / Г. Я. Резго. – М. : Финансы и статистика, 2005. – С. 60.

² Дегтярева О. И. Біржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 174.

³ Котирло О. О. Біржове право : навч. посіб. / О. О. Котирло. – К. : Центр уч. л-ри, 2012. – С. 15.

⁴ Берлач А. І. Біржове право України : навч. посіб. / А. І. Берлач – К. : Ун-т «Україна», 2007. – С. 21.

Саме на спотових ринках визначаються базові ринкові ціни, які мають вирішальний вплив на теперішній стан економіки загалом, а також на формування відповідних сподівань учасників ринків на перспективу. Процес становлення цих ринків відбувається фрагментарно в процесі гострої політичної боротьби за сфери впливу, розподіл і перерозподіл державної власності. Особливо гострою є боротьба на енергетичному ринку та ринку капіталу, учасники яких не зацікавлені у встановленні прозорих правил укладання угод.

Історія розвитку західних ринків доводить, що на певному етапі значні за обсягами спотові ринки формують вертикальні складові у вигляді *ринків строкових контрактів*. Першими такими контрактами були *форвардні (forward)*. Ці контракти виникають на позабіржових сировинних ринках у відповідь на гостру потребу захисту від цінових коливань.

Форвардні контракти на активи (товари, цінні папери, валюту, фондові індекси) з відстроченою поставкою за цінами або курсами, погодженими у момент укладання угоди, існують на всіх ринках і будуть існувати завжди, оскільки в загальному випадку всі види контрактів у всіх видах бізнесу можна віднести до форвардів. Ціна за будь-яким контрактом завжди погоджується у момент укладання угоди, поставка відбувається у терміни, обумовлені у контракті.

Регламентация з боку держави може виявлятися у дотриманні певних загальноприйнятих між учасниками ринку документарних форм. Встановлення основних кількісних параметрів угоди є прерогативою сторін – продавця та покупця.

Впровадження форвардних контрактів у торговельну практику дозволило продавцям та покупцям частково вирішити проблему страхування цінових і курсових ризиків у майбутньому, однак майже завжди одна зі сторін несла суттєві фінансові втрати: реальні або у вигляді недоотриманої вигоди. Крім того, за допомогою форвардів, які мали завершуватися обов'язковою поставкою, учасники ринків не могли отримувати прогнозні значення майбутніх цін.

Дану проблему було вирішено через повну стандартизацію форвардів і організацію біржової торгівлі ними з використанням маржинальної системи клірингових розрахунків. Повністю стандартизований форвард був геніальним винаходом торговців. Стандартні параметри щодо кількісних та якісних характеристик були визначені відповідно до оптимальних розмірів партій товарів, які могли доставлятися різними видами транспорту. Місцями доставки товарів були визначені сертифіковані склади, розміщені у фінансових, транспортних центрах, портах тощо. Саме так виникає не лише новий інструмент – ф'ючерсний контракт, а й унікальний ринок, який репрезентує учасникам майбутні спотові ціни, або *ф'ючерсні ціни (futures prices)*. Ставлення держави до біржової торгівлі визначається конкретними історичними умовами, інтересами різних соціальних груп, економічною ситуацією, традиціями тощо.

Від зародження біржі у країнах континентальної Європи функціонують під контролем держави. При надмірній спекуляції і маніпуляціях з цінами, особливо коли це стосувалося життєвих інтересів виробників та торговельного капіталу, уряди ряду країн закривали біржі. Так, наприклад, було у 1896 р. у Німеччині, у 1903 р. – в Австрії, коли заборонили торгівлю ф'ючерсами на зернові та олійні культури (водночас тривала торгівля ф'ючерсами на цукор, каву, бавовну, кольорові метали), в 1960 р. в було закрито біржі бавовни, джуту, олії та олійних культур, а в 1987 р. – у Гонконгу заборонили проведення операцій з цінними паперами.

14.2. Регулювання ф'ючерсної торгівлі у США

У США реальний державний контроль та нагляд за біржовою торгівлею встановлюється з 1933 р. Сьогодні законодавство США включає Закон «Про ф'ючерсні контракти на зерно» (1922), Закон «Про товарні біржі» (1936), Закон «Про Комісії з ф'ючерсної торгівлі товарами» (1974), Закон «Про ф'ючерсну торгівлю» (1976, 1982, 1986, 1989, 1991)⁵, Закон «Про модернізацію товарних ф'ючерсів» (2000). Історія Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами (*Commodity Futures Trading Commission, CFTC*) починається в 1974 р., коли Конгрес США створив її як незалежне агентство з правом регулювати ринки товарних ф'ючерсів та опціонів на території США. Повноваження Комісії з ф'ючерсної торгівлі включають: реєстрацію або виключення зі списків учасників ф'ючерсної торгівлі, вироблення та публікацію правил біржової ф'ючерсної торгівлі та відповідних змін до них, контроль за нормальним функціонуванням ринку, дотриманням умов контрактів, забезпечення фінансової відповідальності учасників торгівлі тощо.

Ф'ючерсні ринки США близько п'ятдесяти років з моменту заснування практично не регулювалися державою. Кожна біржа встановлювала свої правила. Так було до Громадянської війни між Південними та Північними штатами. Після війни ціни на сировинні товари різко знизилися. В цьому виробники звинуватили біржових спекулянтів. У наслідок цього уряд штату Іллінойс у 1867 р. заборонив ф'ючерсні угоди. У цьому ж році за укладання таких угод, які, незважаючи на заборону, продовжували існувати в Чиказькій торговельній палаті, було заарештовано сім її членів. Невдовзі біржовиків було звільнено з-під варті, а через рік цей закон було скасовано.

З того часу до Першої світової війни всі спроби ввести законодавчі обмеження щодо здійснення ф'ючерсних операцій не були успішними. Однак уряд не полишав надій на створення відповідного законодавчого акта. Першим кроком був Закон «Про ф'ючерсну торгівлю бавовною» від 1916 р., другим – Закон «Про ф'ючерсну торгівлю» від 1921 р., який після визнання його неконституційним у 1922 р. було перероблено на Закон «Про зернову ф'ючерсну торгівлю». Саме в цьому законі було подано визначення контрактного ринку (офіційної назви ф'ючерсного ринку), засновано Адміністрацію по зернових ф'ючерсних контрактах у рамках департаменту сільського господарства. Цим законом було дозволено Адміністрації спостерігати за торгами не лише Чиказької, а й інших дев'яти існуючих тоді бірж, збирати дані про активність ринку, перевіряти книги та рахунки членів біржі.

Комісія з товарної ф'ючерсної торгівлі підпорядковується Конгресу. Основною метою створення даного регулюючого органу є захист користувачів ринку і громадськості від шахрайства, маніпуляцій і зловживань, пов'язаних з продажем товарних, фінансових ф'ючерсів та опціонів, а також сприяння прозорій конкурентоспроможності й забезпечення фінансової стабільності на ф'ючерсних та опціонних ринках. Комісія складається з 5 членів, які призначаються президентом та затвер-

⁵ Саблук П. Т. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / за ред. П. Т. Саблука та О. М. Шпичака. – К. : 1997. – С. 52.

джуються Конгресом США на 5 років. Комісія здійснює реєстрацію різних категорій учасників ф'ючерсної торгівлі:

1) *ф'ючерсні комісійні торговці (futures commission merchants)* – це фізичні особи або організації, які приймають замовлення клієнтів та ведуть їх рахунки. До цих учасників ф'ючерсного ринку застосовується широкий спектр норм регулювання ведення рахунків, реклами, контролю за службовцями, фінансового стану (наприклад, розмір нетто-капіталу таких учасників має становити 100 тис. дол., або 4% від суми депозитів клієнтів);

2) *брокери у торговій залі* – це особи, які безпосередньо укладають ф'ючерсні контракти в залі від імені інших учасників. Комісія змушує їх детально фіксувати всі параметри укладених угод з метою не допустити отримання ними особистої вигоди із наказів клієнтів;

3) *асоційовані особи* – це категорії службовців, пов'язані з процедурою прийняття наказів клієнтів: виконавці рахунків (account executives), асистенти з продажу (sales assistants), керівники відділів (brand managers);)

4) *брокери-консультанти (commodity trading advisor)* – це особи, які надають консультації щодо купівлі ф'ючерсних контрактів за плату, за частку у прибутку або іншу винагороду;

5) *оператор товарного пулу (commodity pool operator)* – це брокер-консультант, який збирає кошти клієнтів та управляє ними. Його дії контролюються доволі жорстко;

6) *брокери-приймальники замовлень (introducing brokers)* – це незалежні агенти, які ведуть справи з одним або кількома брокерськими домами.

Під нагляд Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами потрапляє багато ринків. Офіційно CFTC регулює ринки, які використовуються для управління ризиками (risk management markets). Комісія наглядає за всіма ф'ючерсними та опціонними ринками США.

Починаючи з 13 січня 2009 р., ринок обміну іноземних валют (FOREX) теж потрапляє під нагляд Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами. Таке право було отримано в 2008 р. відповідно до Закону про продукти харчування, охорону природи та енергетику (Food, Conservation, and Energy Act). До цього ринок FOREX не регулювався на законодавчому рівні. Єдині правила, які там діяли, це основоположні правила будь-якої організації, наприклад, заборона на шахрайство або доведення компанії до банкрутства. Однак жодна з компаній не була зобов'язана надавати інформацію будь-якому регулятору про свою діяльність на ринку FOREX.

Крім самих ринків та їх учасників, під нагляд потрапляють біржі, клірингові організації, брокери і дилери, консультанти (радники), керуючі фондами та їх представники.

Щоденний оборот на ринках, які перебувають під наглядом CFTC, становить більше 1,5 трлн. дол.⁶

Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами не регулює: ринки акцій – їх регулює Комісія з цінних паперів та бірж (SEC), а також кредитні та страхові установи (видачу кредитів і страхівок, відносини між клієнтом і компанією). У США цю сферу регулюють інші організації.

⁶ CFTC [Електронний ресурс] / Victory Investors – портал для трейдерів. – Режим доступу : <http://www.victoryinvestors.com/komissija-po-torgovle-tovarnymi-fjuchersami-cftc>.

Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами є незалежним федеральним органом, який знаходиться у Вашингтоні, регіональні офіси – у Нью-Йорку, Чикаго, Канзас-Сіті та Лос-Анжелесі, субрегіональний офіс – у Міннеаполісі, тобто у містах розташування ф'ючерсних бірж. Комісія має відділи примусового стягнення, клірингу та проміжного контролю, нагляду за ринками, міжнародних зв'язків, своп-дилерів, відділ зв'язків з громадськістю; офіси виконавчого директора, голови та генерального радника.

Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами займається проблемами регулювання торговельної практики. Для цього вона змушує біржі детально розробляти правила біржової торгівлі та погоджує їх. Правила є доволі складними, вони регламентують поведінку на біржі всіх зазначених вище учасників торгівлі. Найбільше обмежень стосується роботи брокерів у торговій залі.

Розглянемо їх більш детально, оскільки цей аспект українським законодавством визначений не досить чітко. Основними моментами державного регулювання діяльності брокерів у торговельній залі є:

- ✓ контроль за тим, щоб не відбувалося укладення угод брокером для себе в той час, коли у нього є наказ клієнта;
- ✓ контроль за тим, щоб брокер не ставав протилежною стороною угоди (це може бути лише за згодою клієнта і за правилами біржі);
- ✓ заборона попередньої змови про угоду;
- ✓ заборона об'єднання наказів за межами біржі;
- ✓ контроль за тим, щоб брокер не розкривав інформацію щодо купівлі або продажу;
- ✓ контроль за розподілом замовлень згідно з правилами біржі.

Регулювання торгівлі дилерів (за власний рахунок) спрямовано на недопущення маніпулювання ринком, створення об'єднань торговців. Саме цій меті служить процедура контролю за кількістю відкритих позицій.

Починаючи з 1990 р., у біржовому законодавстві США відбуваються суттєві зміни, різко зростає кількість регулятивних механізмів. У 1992 р. було прийнято Закон «Про практику ф'ючерсної торгівлі», який суттєво уточнив чинний закон про товарні біржі. Згідно з цим законом забороняється «подвійна торгівля», тобто брокери не можуть бути торговцями за свій рахунок. Комісія може зробити виняток лише за умови укладання спредових угод та різкого зменшення обсягів торгівлі, нижче від рівня восьми тисяч контрактів. Закон вимагає, щоб до керівництва біржі та складу її комітетів входили до 20% нечленів біржі та 10% виробників відповідних біржових товарів, торговельних фірм, експортерів та імпортерів тощо. Підвищено максимальні розміри штрафів до 1 млн. дол.

Підставою для створення нового закону стали події 2008 р., коли внаслідок багаторічних спекулятивних дій банківських установ вибухнув весь фінансовий сектор США, а американська економіка втратила 8 млн. робочих місць. Ідеться про Закон Додда–Франка (*The Dodd-Frank Act*) – законодавчий акт, підписаний президентом Б. Обамою 21 липня 2010 р., відомий також як Закон про реформування Уолл-Стріт та захисту споживачів (*The Wall Street Reform and Consumer Protection Act*). Даний закон вважається найбільш масштабною зміною фінансового регулювання США з часів Великої депресії 1929 р. Закон прийнятий з метою зниження ризиків американської фінансової системи та істотно змінив діяльність федеральних органів вла-

ди, які регулюють порядок надання фінансових послуг, а також створив додатковий орган фінансового регулювання – Раду з нагляду за фінансовою стабільністю (*Financial Stability Oversight Council, FSOC*). Закон набув чинності 15 липня 2011 р.

Мета закону – забезпечити фінансову стабільність США, виключити ситуацію «*too big to fail*» (коли за порятунок банківської установи сплачують платники податків), законодавчо врегулювати заходи щодо зниження ризиків фінансової системи та захисту споживачів фінансових послуг, посилити контроль за діяльністю системотворчих фінансових інститутів.

Центральне місце в новій системі регулювання відведено Раді з нагляду за фінансовою стабільністю, яка зобов'язана виявляти зростаючі ризики фінансової системи загалом і вживати заходів щодо їх зниження. Рада є федеральним органом влади та наділена істотними повноваженнями з питань регулювання діяльності всіх системотворчих холдингових компаній і небанківських фінансових організацій. Рада вправі вимагати збільшення капіталу, ліквідності, вдосконалення системи управління ризиками, а також обмежувати зростання великих фінансових інститутів, якщо це створює загрозу фінансовій системі США.

Який вплив має цей закон для торговців на біржі? Як і задекларовано у документі, обмеження стосуватимуться лише спекулянтів, а саме з 15 липня 2011 р. громадянам США заборонено торгувати коштовними металами поза біржею, зокрема золотом і сріблом. Всі відкриті позиції в кінці дня біржа примусово закриває. Через 90 днів після набуття чинності закон Додда–Франка забороняє громадянам і компаніям проведення більшості операцій на позабіржовому ринку (у т. ч. на ринку FOREX).

Це цікаво!

Відповідно до закону Додда–Франка фінансовим компаніям США в наступні десять років доведеться перерахувати близько 60 млрд. дол. у фонд, з якого фінансується страхування банківських вкладів, розробка програм штрафів, а також діяльність регуляторів.

У разі чергової фінансової кризи, яка буде супроводжуватися крахом банків, відрахування на додаткові програми можуть становити близько 29 млрд. дол., як зазначив аналітик «Bloomberg» і автор дослідження К. Норт.

«Більшість витрат буде розподілено між досить невеликим числом компаній – близько 50–60 найбільших системно важливих фінансових інститутів, включаючи страхові, брокерсько-дилерські компанії і банки», – вважає К. Норт.

У суму 60 млрд. дол. входять 47,9 млрд. дол., призначені для поповнення фонду Федеральної корпорації зі страхування вкладів (FDIC), а також 7,7 млрд. дол. для збільшення до 1,35% коефіцієнта покриття застрахованих вкладів резервами фонду.

Страховий фонд FDIC, що захищає банківські вклади на суму до 250 тис. дол., став дефіцитним у зв'язку з тим, що в період з 2007 по 2010 р. 322 банки збанкрутували. Як свідчать дані FDIC, на кінець 2011 р. резерви фонду становили 9,2 млрд. дол.

За оцінками К. Норта, близько 5 млрд. дол. знадобиться для фінансування розробки програм штрафів, а також діяльності наглядових відомств⁷.

⁷ Відрахування фінкомпаній США [Електронний ресурс] /Фінансовий портал Finance.ua. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/~1/0/all/2012/04/06/275140>.

Крім державного регулювання, ф'ючерсні ринки регулюються *Національною асоціацією ф'ючерсної торгівлі (NFA, National Futures Association)*. Ця саморегулювальна організація взяла на себе захист інтересів, прав клієнтів від маніпуляцій на ринку, відбір професійних спеціалістів для ф'ючерсної торгівлі, контроль за дотриманням ними фінансових вимог щодо укладання угод та клірингових процедур. Асоціація здійснює спостереження за торгівлею на ф'ючерсному ринку і вживає необхідних дисциплінарних заходів впливу щодо її учасників.

Її обов'язками є реєстрація членства в Асоціації оптових торговців-комісіонерів, торгових радників-товарознавців, операторів товарного фонду та брокерів, які працюють з рахунками клієнтів. Ще однією важливою функцією *NFA* є забезпечення централізованої однотипної системи арбітражного вирішення спорів. Здебільшого на вимогу клієнта арбітраж обов'язковий для всіх членів-фірм та їх працівників. Реєстрація як асоційованих членів у *NFA* є обов'язковою для більшості асоційованих осіб, що працюють у сфері отримання замовлень (наказів) клієнтів або коштів клієнтів для оптових торговців-комісіонерів, торгових радників-товарознавців, операторів товарного фонду та брокерів. Членство в асоціації добровільне лише для ф'ючерсних бірж, комерційних банків та комерційних фірм.

Вона знаходиться під патронатом Національної асоціації дилерів з торгівлі цінними паперами, її члени беруть участь у всіх секторах ф'ючерсного бізнесу, включаючи торговельні фірми, банки тощо.

Державне регулювання біржового ринку в США чітко регламентується законами, а контроль за їх виконанням здійснюється як державними органами (*CFTC*), так і самими біржами через *NFA*.

14.3. Державне регулювання ф'ючерсного ринку в Європі та Азії

У ході еволюції біржової торгівлі держава постійно змінювала своє ставлення до неї, тому рівень втручання держави у функціонування біржових відносин в європейських країнах не завжди мав сталий характер. Особливо це виявлялося в період становлення біржового ринку, коли державні органи імперативно встановлювали прямі важелі втручання щодо розвитку біржової діяльності, затверджували форму типових біржових договорів, запроваджували особливі умови оподаткування суб'єктів біржового ринку, а також вели тотальний контроль фінансово-господарської діяльності бірж. Так, у багатьох країнах Європи біржі завжди перебували під контролем держави, яка чітко регулювала їх діяльність⁸.

У Великобританії, на відміну від Європи, основними принципами діяльності бірж були самоуправління та самоконтроль. Кожна біржа мала свої правила регулювання. Неодноразові спроби встановити державний контроль чи запровадити регульовану біржову торгівлю впродовж значного періоду були безуспішними.

⁸ Циганов О. Р. Закордонний досвід державного регулювання діяльності товарних бірж та напрями його використання в Україні / О. Р. Циганов, С. М. Повний // Менеджер. – 2004. – № 4(30). – С. 119

До кризи 1987 р. в Англії держава практично не втручалася у діяльність товарних бірж. Функції спостереження за їх діяльністю виконував Банк Англії, який міг за певних обставин рекомендувати конкретній біржі вжити відповідних заходів для нормалізації стану, наприклад, підвищити розмір депозиту або обмежити торгівлю ліквідацією ф'ючерських позицій.

У 1986 р. у цій країні після прийняття спеціального законодавчого акту (Financial Services Act) було створено специфічну систему делегування повноважень державної влади на ринку цінних паперів. На цій основі в Англії склалася система саморегулюючих організацій. Відповідно до закону, регулювання ринку цінних паперів у Великобританії покладено на Кабінет міністрів, проте цей урядовий орган свої повноваження з регулювання ринку цінних паперів делегував спеціальному органу, відомому як *Рада з цінних паперів та інвестицій (Securities and Investment Board, SIB)*. Вона фінансується за рахунок внесків учасників ринку. SIB, за законодавством Великобританії, вправі самостійно видавати ліцензії на право здійснення інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів.

При цьому різні сфери інвестиційної діяльності «регулюють» різні саморегулюючі організації. *Управлінням з цінних паперів та ф'ючерсів (The Securities and Futures Authority, SFA)* займаються брокери-дилери, які є членами *London Stock Exchange (LSE)*, *London Futures and Options Exchange (LIFFE)*, *London Metal Exchange (LME)* та інших товарних бірж Великобританії⁹. SFA регулює діяльність близько 1,3 тис. ліцензованих фірм, що здійснюють інвестиційну діяльність з цінними паперами, єврооблігаціями, фінансовими і товарними ф'ючерсами. Крім того, до сфери регулювання SFA входять питання корпоративних фінансів, а також позабіржова торгівля цінними паперами. Приблизно половина фірм, що регулюються SFA, належить іноземним власникам¹⁰.

SFA має доволі широкі повноваження на фондовому ринку і виконує більшість функцій, які в інших країнах закріплені за державними органами (у США – SEC, в Японії та Франції – Міністерство фінансів).

Найбільшим покаранням, яке застосовує SFA, є штрафи (для фізичних осіб до 100 тис. фунтів стерлінгів) та виключення фірми з членів цієї організації, що автоматично закриває їй доступ на ринок, оскільки діяльність без ліцензії є кримінальним злочином. SFA також керує компенсаційним фондом (на зразок американського SIPC), створеним відповідно до Закону «Про фінансові послуги», який компенсує втрати інвесторів у разі банкрутства інвестиційного інституту¹¹.

Головною метою існування цього контрольного державного органу стало забезпечення захисту інтересів інвесторів, вироблення єдиних стандартів біржової торгівлі, заохочення торгівлі як традиційної, так і електронної, без торговельних сесій. Саме до таких торгів перейшла Лондонська фондова біржа в кінці 2000 р. Була вироблена система обміну ф'ючерських угод за часом їх укладення.

⁹ Зарубежный опыт правового регулирования деятельности саморегулируемых организации [Електронний ресурс] / Информационный ресурс Общественного совета по вопросам развития саморегулирования. – Режим доступа : http://www.sro.org.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=568&Itemid=177.

¹⁰ Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків [Електронний ресурс] / О. Ю. Ромашко // Бібліотека економіста. – Режим доступа : <http://library.if.ua/book/123/8165.html>.

¹¹ Там само.

Інші саморегулюючі організації, такі як *Організація інвестиційних керуючих (The Investment Management Regulatory Organisation, IMRO)*, врегульовують діяльність керуючих компаній, які організують функціонування інвестиційних та пенсійних схем, у тому числі роботу керуючих інвестиційними фондами (портфелями), трастами, радами опікунів цих трастів, менеджерів нерегульованих спільних інвестиційних схем. *Управління приватного інвестування (Personal Investment Authority, PIA)*, яке регулює діяльність понад 4 тис. фірм, у тому числі незалежних фінансових радників, що консультують дрібних інвесторів або діють від їх імені, організовує діяльність індивідуальних підприємців у сфері управління і консультивання колективних інвестиційних, пенсійних і страхових схем¹².

3 грудня 2001 р., набув чинності Закон «Про фінансові послуги та фінансові ринки», яким *SFA* були передані повноваження таких органів:

- ✓ Комісії будівельних товариств;
- ✓ Комісії інвестиційних партнерств;
- ✓ Організації з регулювання інвестиційного менеджменту;
- ✓ Органу з регулювання індивідуальних інвестицій;
- ✓ Органу з регулювання ринку цінних паперів.

Сучасне біржове законодавство дозволило створення саморегулювальних організацій, що й сприяло утворенню Асоціації ф'ючерсних брокерів та дилерів. Правила цієї організації стосуються порядку ведення операцій, процедури збирання та переказу депозитів, встановлення фінансових вимог до учасників ринку.

Великобританія впродовж кількох сотень років утримує статус фінансового центру. Для того, щоб підтримати цей статус, держава намагається удосконалювати своє законодавство і тому уряд вніс певні зміни в 2011 та 2012 р.

Зокрема, проект Закону «Про фінансові послуги» був винесений на розгляд парламенту в 2012 р. Очікували, що закон набуде чинності в 2013 р.

Серед основних пропозицій до змін Закону «Про фінансові послуги» можна визначити такі:

- 1) зміна системи регуляторів;
- 2) розширення можливості для регуляторів накладати санкції за порушення на ринку.

Замість Комісії з фінансових послуг планується запровадження двох інших регуляторів: Комісії з пруденційного¹³ регулювання та Комісії з фінансової поведінки. Комісія з пруденційного регулювання буде займатися питаннями системних ризиків на фінансовому ринку, а Комісія з фінансової поведінки здійснюватиме спостереження за компаніями і займатиметься питаннями лістингу. Крім того, очікується створення Комітету з фінансової політики при Банку Англії для здійснення макропруденційного нагляду¹⁴.

¹² Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків [Електронний ресурс] / О. Ю. Ромашко // Бібліотека економіста. – Режим доступу : <http://library.if.ua/book/123/8165.html>.

¹³ Пруденційне регулювання (пруденційний нагляд) – це регулювання, спрямоване на забезпечення банку від банкрутства.

¹⁴ Великобританія: предстоящие изменения финансового законодательства [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2325>.

У 2012 р. Комісія з фінансових послуг опублікувала консультаційний документ із пропонування змін щодо правил лістингу, а саме: лістинг при угодах «зворотного злиття»; уточнення статусу спонсора при лістингу і введення його нових обов'язків; спрощення процедури викупу власних акцій; захист інвесторів.

Більш жорстким стало останнім часом регулювання ф'ючерсних ринків у **Франції**. Діюча *Комісія з ф'ючерсних товарних бірж* зобов'язала біржі та їх членів надавати клієнтам більшу за обсягом інформацію про ринки та рух цін. Підвищено розмір мінімального капіталу зареєстрованих членів бірж до 500 тис. євро.

Найбільше привертають увагу дві реформи французького ринку цінних паперів – дематеріалізація цінних паперів (1984) та впровадження системи «поставки проти платежу» (1991), які вплинули на систему регулювання ринку.

Усі рахунки в цінних паперах ведуться в електронній формі, для чого відкривається поточний рахунок, який дублюється в SIKOVAM (центральний депозитарій). Тобто цінних паперів у документарній формі у Франції не існує.

У 1999 р. ринок звичайних акцій інтегрується в євроринок, зокрема акції котируються в євро. Також конвертуються в євро державні боргові папери, а нові випускаються тільки в євро.

У Франції присутня така структура регулювання:

- ✓ Міністерство економіки і фінансів: здійснює загальне регулювання фінансових ринків; затверджує акти Ради з фінансових ринків (CMF) після консультацій з Комісією з біржових операцій;
- ✓ Комісія з біржових операцій (COB) – незалежний адміністративний орган, який здійснює нагляд за дотриманням законодавства з цінних паперів; розглядає скарги інвесторів; укладає угоди з контролюючими органами інших країн;
- ✓ Банківська комісія має повноваження по нагляду за грошовим ринком. Вона здійснює: моніторинг за дотриманням нормативних актів CRBF; моніторинг фінансового стану кредитних установ та інвестиційних компаній; нагляд за їх платоспроможністю;
- ✓ Комітет з банківського та фінансового регулювання (CRBF) встановлює: правила для кредитних установ та інвестиційних фірм; вимоги щодо: мінімального капіталу; придбання частки в інвестиційних фірмах; здійснення певних видів діяльності; норми: ліквідності; платоспроможності; розподілу ризику;
- ✓ Комітет по кредитних установах та інвестиційних компаніях (CECEI) приймає окремі рішення щодо: видачі дозволів на надання інвестиційних послуг інвестиційним фірмам та кредитним установам; скасування дозволів інвестиційним фірмам, що не є компаніями з управління портфелем; здійснює нагляд за інвестиційними фірмами в процесі їх ліквідації¹⁵.

У травні 2010 р. фінансова комісія французького парламенту підготувала проект змін у фінансове законодавство. Проект в тому числі імплементує рекомендації глав-держав Великої двадцятки, подані у вересні 2009 р. Проект пропонує введення в законодавство положень про: режим прозорості коротких продажів; посилення контролю над позабіржовим ринком похідних фінансових інструментів; встанов-

¹⁵ Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків [Електронний ресурс] / О. Ю. Ромашко // Бібліотека економіста. – Режим доступу: <http://library.if.ua/book/123/8165.html>.

лення відповідальності рейтингових агентств у разі вчинення ними помилки при присвоєнні рейтингу; збільшення розмірів відповідальності за порушення на фінансовому ринку¹⁶.

У Німеччині ф'ючерсна торгівля базується на Торговельному кодексі й Законі «Про біржі та біржові угоди», прийнятому у новій редакції в 1989 р. Укладання строкових угод стало можливим лише у 1990 р., коли була відкрита Німецька строкова біржа. До того часу, від кризи 1931 р., укладання строкових контрактів було заборонено. І лише останнє десятиліття ХХ ст. стало переломним для німецької ф'ючерсної торгівлі. Саме Німецька ф'ючерсна біржа, об'єднавшись з швейцарською та бельгійською, створила EUREX – найбільший сучасний ф'ючерсний майданчик світу.

У 1994 р. було ухвалено Закон «Про торгівлю цінними паперами», в якому впроваджені положення про заборону операцій з цінними паперами з використанням інформації, невідомої широкому загалу. В результаті прийняття Закону був створений федеральний орган – Комісія з цінних паперів (BaWe), що налічувала в середині 1999 р. понад 150 працівників, основним завданням яких є боротьба з використанням інсайдерської інформації на ринку цінних паперів¹⁷.

Відомства з нагляду за ринком:

- ✓ Федеральне відомство з нагляду за торгівлею цінними паперами;
- ✓ Федеральне управління фінансового нагляду (BaFin);
- ✓ земельні органи біржового нагляду;
- ✓ біржові органи з нагляду за торгівлею¹⁸.

У 2010–2012 рр. у Німеччині було схвалено кілька важливих нормативних документів щодо фондовому ринку, які регулюють похідні фінансові інструменти. Крім того, було прийнято кілька важливих судових рішень відносно похідних фінансових інструментів і розкриття інформації на ринку. У травні 2010 р. BaFin опублікував три накази, згідно з якими деякі незабезпечені кредитно-дефолтні свопи і незабезпечені короткі продажі певних цінних паперів були заборонені¹⁹.

У лютому 2012 р. Франкфуртська фондова біржа оголосила про плани закриття сегмента «Відкритий ринок» для акцій, починаючи з третього кварталу 2012 р. Дотепер цей сегмент дозволяв торгувати акціями або депозитарними розписками без зобов'язань прозорості для їх емітентів. Однак у цьому сегменті сталося кілька серйозних зловживань і ринкових маніпуляцій, тому біржа була змушена оголосити про закриття відповідного сегмента²⁰.

З березня 2012 р. з набуттям чинності ст. 30-ї Закону «Про торгівлю цінними паперами» розширюються вимоги щодо розкриття інформації щодо «коротких» позицій. Якщо раніше ці вимоги поширювалися відносно акцій десяти відібраних ком-

¹⁶ США, Великобританія, Германия и Франция: реформирование финансового рынка [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу: <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=808>.

¹⁷ Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків [Електронний ресурс] / О. Ю. Ромашко // Бібліотека економіста. – Режим доступу : <http://library.if.ua/book/123/8165.html>.

¹⁸ Там само.

¹⁹ Германия: новое законодательство [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1595>.

²⁰ Германия: последние изменения законодательства [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2561>.

паній, то тепер вони поширюються на всі акції, які торгуються на регульованому ринку німецької біржі. ВаFin має право накладити адміністративний штраф у розмірі до 250 тис. євро за порушення компаніями даної заборони²¹.

У **Швейцарії** біржове законодавство, яке виробляли кантони, об'єднувало риси двох моделей правового регулювання біржової торгівлі. Кантони Базеля та Женеви мали закони, характерні для континентального (німецького) права, тобто регулювалися єдиним законодавчим актом. Кантон Цюріх донедавна притримувався романського права, тобто мав кодифіковані акти в галузі громадянського, торговельного та судового права і особливий статус біржових маклерів. У 1995 р. прийнято Федеральний закон про біржі та фондову торгівлю, тобто обрано першу модель державного регулювання біржової торгівлі. Створена єдина електронна Швейцарська біржа. Наглядові функції передані *Об'єднаній банківській комісії*.

У 2011 р. урядом Швейцарії було внесено пропозицію дозволити іноземним трейдерам, які не регулюються іноземними фінансовими регуляторами, бути членами швейцарської біржі. Ця норма дозволить забезпечити відповідність з регулюванням у Європейському Союзі²².

В **Японії** ф'ючерсні ринки створені доволі давно і є фрагментарними структурами з високим рівнем державного регулювання. Органами регулювання діяльності ф'ючерсних бірж виступають Міністерство фінансів, Міністерство зовнішньої торгівлі та промисловості, Міністерство сільського та лісового господарств та рибальства. Асоціації біржовиків мають доволі вузькі повноваження. На Японському ф'ючерсному ринку є окремі режими регулювання щодо товарних та фінансових ф'ючерсів, оскільки контролюються різними відповідними міністерствами, які практично не мають конструктивних зв'язків між собою, тому будь-які узгодження є довготривалими та мають політичний підтекст.

Товарні ф'ючерсні ринки регулюються Законом про товарні біржі, ринок фінансових ф'ючерсів – Фінансовим кодексом Японії. На японських ф'ючерсних ринках практикується найвищий у світі рівень маржі (до 30% від вартості контрактів), високими також є фіксовані розміри комісійних. 16 японських бірж поки продовжують залишатися «провінційними» та периферійними ринками світової ф'ючерсної торгівлі.

У **Сінгапурі** ф'ючерсна біржова торгівля регулюється Міністерством фінансів. Всі її учасники повинні мати ліцензію. Торгівля без ліцензії є досить небезпечною, оскільки порушники можуть отримати штраф від 30 тисяч сінгапурських доларів або тюремне ув'язнення до 3 років. Значними є покарання й за порушення правил торгівлі.

Сінгапурська біржа (Singapore Exchange) є однією з лідируючих торгових майданчиків світу. І це не випадково, враховуючи, що в одному з останніх складених ранкінгів²³ світових фінансових центрів Сінгапур займає четверте місце. Попереду

²¹ Германия: последние изменения законодательства [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2561>.

²² Швейцария [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1804>.

²³ Ранкінг (англ. «to rank» – «ранжувати», «рангувати») – це список будь-яких об'єктів (наприклад, компаній, країн, людей і т. ін.), який можна упорядкувати за будь-яким з наявних ранжуючих показників. На відміну від рейтингу, це не зафіксована форма або методика розрахунку, а база даних для отримання всіх необхідних варіантів ранжування вихідного списку.

Сінгапуру стоять тільки Лондон, Нью-Йорк і Гонконг. В кінці 2009 р. – на початку 2010 р. сінгапурська біржа внесла деякі зміни у свої правила щодо корпоративної політики в компаніях, захисту інтересів акціонерів, розкриття інформації та прозорості, допуску на секції біржі²⁴.

У грудні 2010 р. Сінгапурська біржа запропонувала розширити членство на ринку цінних паперів за рахунок іноземних брокерів, розташованих за кордоном. Ці брокери будуть розглядатися як віддалені члени і повинні будуть дотримуватися правил, встановлених в їх країні, та зможуть працювати тільки для іноземних інвесторів²⁵.

У серпні 2012 р. Управління грошової політики Сінгапуру випустило консультаційний документ до Закону «Про похідні фінансові інструменти». Пропонується ввести обов'язковий кліринг та обов'язкову звітність для позабіржових похідних фінансових інструментів²⁶.

14.4. Державне регулювання біржової торгівлі в Україні

Залучення економіки України до світового ринку не буде реальним без створення сучасного строкового ринку, ринку форвардних та ф'ючерсних біржових контрактів. Щоб у системі біржової торгівлі брала участь достатня кількість продавців та покупців, необхідно відпрацювати чіткий механізм, пов'язаний із захистом інтересів усіх його учасників. Вони мають бути впевненими, що ліквідність біржових угод є максимальною, а ризик непоставок або неплатежів – мінімальний.

Зарубіжний досвід свідчить, що державний контроль біржової діяльності полягає у дотриманні таких принципів:

- ✓ громадська користь;
- ✓ гласність та відкритість біржових торгів;
- ✓ довіра;
- ✓ саморегулювання;
- ✓ гарантія прав учасників біржової торгівлі.

На державу покладається забезпечення правової бази, що підтримує ефективний контроль з боку держави за біржовою діяльністю як одного із аспектів управління економікою загалом. Вироблення чітких правил та норм біржової діяльності органами управління країни необхідне професійним посередникам, а ще більше їх клієнтам, накази яких вони виконують при укладенні біржових угод. Особливе значення це має на ринку цінних паперів і похідних фінансових інструментів, ф'ючерсів та опціонів, оскільки інвестори не працюють на біржі, не беруть участі у торгах, а довіряють свої права та кошти біржовим брокерам. Саме тому має бути гарантований захист інтересів.

²⁴ Сингапур: изменения в правилах листинга [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=650>.

²⁵ Сингапур: последние изменения в регулировании [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1249>.

²⁶ Сингапур: последние изменения законодательства [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2798>.

Державне регулювання не повинно мати заборонного характеру, його завданням є забезпечення однакових прав усіх учасників біржової торгівлі, стимуляції участі у торгах, суворий контроль дотримання встановлених правил, вимог, положень. Держава повинна створити єдину правову основу для функціонування бірж, контролю за їх діяльністю зі сторони державних органів, ліцензування діяльності як бірж, так і учасників біржової торгівлі, встановити відповідні системи оподаткування.

В Україні досі не вироблено державної політики щодо біржового будівництва. Саме цей фактор став однією з вирішальних причин кризи універсальної біржі реального товару в Україні. У всіх країнах, де існують біржі, особливо ф'ючерсні, при урядах створюються спеціальні органи, як правило, комісії з високим державним статусом, що регулюють та контролюють ф'ючерсні ринки та ринок цінних паперів. Становлення та функціонування окремо товарної, фондової та валютної бірж в Україні, причому регульованих окремими недосконалими законодавчими актами та положеннями, не привело до впорядкування ринків сировини, цінних паперів, іноземної валюти. Орієнтація товарних, фондових та Міжбанківської валютної біржі на укладення переважно спотових угод з реальним (фізичним) товаром та валютою, на наш погляд, є суттєвим гальмом для становлення строкового ринку.

Для регулювання вітчизняного біржового ринку та координації діяльності його учасників в Україні створена і функціонує система органів влади та державного управління, а саме: Верховна Рада України, Кабінет Міністрів України, Президент України, Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Антимонопольний комітет України, Фонд державного майна України, Міністерство праці та соціальної політики України, інші державні органи.

На державному рівні були запроваджені, як тепер виявилось, безперспективні заходи щодо організації бірж як потужних гуртових товарних ринків, які на Заході сьогодні перетворилися у центри вивчення кон'юнктури та укладання строкових фінансових контрактів. Такий перебіг подій зумовлювався прийняттям недосконалого біржового законодавства та супутніх сфер, яке включає такі закони і законопроекти України: ЗУ «Про товарну біржу» (1991 р.), ЗУ «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (1996 р.), ЗУ «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» (1998 р.), ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» (2002 р.), ЗУ «Про цінні папери і фондовий ринок» (2006 р.).

У названих законах не передбачалося використання у біржовій торговельній практиці строкових контрактів. Це починають робити лише тепер, виробляючи нові законопроекти, наприклад, проект ЗУ «Про похідні цінні папери», проект ЗУ «Про строкові фінансові інструменти», проект ЗУ «Про похідні (деривативи)».

Після 20 років незалежності Україна все ж таки прийшла до розуміння необхідності удосконалення відповідних законів для запровадження економічних реформ. Прикладом є Закон України «Про товарну біржу», запроваджений 01.01.1992 р., який не відповідає вимогам, що висуваються на фінансовому ринку до біржової торгівлі в сучасному економічному середовищі.

У 2012 р. Кабінетом Міністрів України внесений на розгляд до Верховної Ради новостворений законопроект, який має за мету внести до Закону України «Про то-

варну біржу» зміни, виклавши його в новій редакції за назвою Закон України «Про товарний біржовий ринок».

Міністерство економічного розвитку і торгівлі України розробило нову редакцію ЗУ «Про товарні біржі», що вводить державне регулювання біржового товарного ринку.

Розроблений міністерством законопроект, який за розмірами вчетверо більший від існуючого, чітко регламентує коло осіб, які не є професійними учасниками, але можуть бути допущені до здійснення біржових операцій товарами на товарній біржі; а також визначає вимоги до діяльності інших учасників товарного біржового ринку.

Запропонований документ також зобов'язує проводити всі грошові розрахунки за біржовими угодами, укладеними на товарній біржі, винятково через Розрахунковий центр у встановленому Національним банком України порядку. Цей центр в даний час створюється Нацбанком, чия частка в ньому повинна перевищувати 75%, на базі Всеукраїнського депозитарію цінних паперів у рамках виконання закону про депозитарну систему, прийнятого в 2012 р. за активної участі глави ради НБУ і глави Мінекономрозвитку І. Прасолова²⁷.

Прийняття законопроекту дозволить удосконалити організацію функціонування інфраструктури товарного біржового ринку, здійснювати державі контроль і нагляд за діяльністю його учасників.

Цей закон визначає правові та організаційні засади діяльності на товарному біржовому ринку, створює умови для розвитку конкурентоспроможного товарного біржового ринку, правове забезпечення єдиної державної політики у сфері регулювання професійної діяльності учасників товарного біржового ринку та правові основи захисту їх законних прав та інтересів²⁸.

Згідно зі ст. 21 вищезазначеного законопроекту України державне регулювання товарного біржового ринку здійснюється з метою:

- 1) забезпечення проведення єдиної державної політики у сфері біржової торгівлі біржовими активами;
- 2) створення умов для формування ринкових цін на товарному ринку;
- 3) дотримання учасниками товарного біржового ринку вимог актів законодавства;
- 4) одержання учасниками товарного біржового ринку інформації, яка впливає на формування попиту та пропозиції, ціни на біржові активи;
- 5) здійснення контролю за прозорістю та відкритістю товарного біржового ринку та захисту прав учасників товарного біржового ринку;
- 6) запобігання проявам недобросовісної конкуренції, монополізації на біржовому та позабіржовому ринку матеріальних та нематеріальних активів.

Державне регулювання товарного біржового ринку здійснює центральний орган виконавчої влади з питань економічної політики²⁹.

Практика функціонування бірж в Україні доводить, що як не можна повернути минуле, так не можна у сучасних умовах вибухового розвитку інформаційних техно-

²⁷ Міністерство економічного розвитку підвищило контроль товарного біржового ринку [Електронний ресурс] / Gazeta.ua. – Режим доступу : http://gazeta.ua/articles/politics/_ministerstvo-ekonomichnogo-rozvitku-pidvischilo-kontrol-tovarnogo-birzhovogo-rin/476653.

²⁸ Проект ЗУ «Про товарний біржовий ринок» [Електронний ресурс] / МЕРТУ. – Режим доступу : <http://www.me.gov.ua/>.

²⁹ Там само.

логій, зростання обсягів торгівлі ставити завдання організації основного товарообігу реального товару та фінансових інструментів через біржі. Це було можливим і доцільним на початку двадцятого століття. У двадцять першому ж виникає гостра необхідність створення бірж у вигляді ринків цінних і курсових ризиків, які функціонують окремо від ринків реальних активів, даючи змогу ефективно управляти фінансовими потоками на макро- та мікрорівнях у умовах підвищеної цінової змінності.

Як показано у другому розділі, створені у 1991–1992 рр. біржі впродовж наступних років були поставлені перед проблемою впровадження строкових контрактів. Одночасно на державному рівні приймалися дещо несподівані для біржовиків та органів державного регулювання ринку цінних паперів (Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку – далі ДКЦПФР) недосконалі законодавчі акти, такі як ЗУ «Про оподаткування прибутку підприємств», в якому вперше зустрічається визначення строкових контрактів – товарних, валютних, фінансових ф'ючерсів, форвардів та опціонів.

ДКЦПФР випускала свої нормативні документи та готувала законопроект «Про похідні цінні папери», який, однак, так і не був розглянутий Верховною Радою України. Наразі цей законопроект доопрацьовують. Натомість 21 грудня 2001 р. у першому читанні було прийнято законопроект «Про строкові фінансові інструменти», запропонований головою підкомітету з питань господарського законодавства Комітету з питань економічної політики, управління народним господарством, власності та інвестицій С. Москвіним.

За цим законопроектом до строкових фінансових інструментів відносились лише ф'ючерси та опціони, причому біржові, але не вводились поняття *строкового ф'ючерсного ринку, строкових ф'ючерсних цін*, не подавався вичерпний перелік учасників, було відсутнім тлумачення суті ф'ючерсного ринку.

У 2008–2011 рр. ряд законопроектів спочатку було впроваджено, а потім відкликано Постановами ВР України. Перший з них – проект Закону «Про внесення змін до деяких законів України щодо укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів на фондових біржах». Даний законопроект передбачав внести зміни до ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», які містять адміністративні вимоги щодо укладення договорів купівлі-продажу акцій відкритих акціонерних товариств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, підприємств-монополістів, підприємств, державна частка у статутному фонді яких становить більше 50%, на організаційно оформленому ринку цінних паперів та санкції за їх невиконання³⁰.

Другим був зареєстрований у 2009 р. проект Постанови «Про сприяння розвитку в Україні ринку позабіржових «альтернативних» фінансових інструментів». Постанова передбачала доручити Кабінету Міністрів України ініціювати, розробити і подати до Верховної Ради України проекти законодавчих актів щодо сприяння розвитку в Україні ринку позабіржових «альтернативних» фінансових інструментів. Проекти даних актів мали відповідати сучасним тенденціям розвитку ринків капіталів в умовах виходу із світової фінансової кризи та поєднуватися з директивами

³⁰ Проект Закону про внесення змін до деяких законів України щодо укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів на фондових біржах [Електронний ресурс] / Офіційний сайт ВР України. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=33083.

Європейського Союзу у цій сфері, зокрема з Директивою Євросоюзу «Про ринки фінансових інструментів» (The Markets in Financial Instruments Directive – MiFID)³¹. У 2010 р. Постановою Верховної Ради України даний законопроект було відхилено.

У вересні 2010 р. Проект Закону про внесення змін до Закону України «Про податок на додану вартість» (щодо біржової торгівлі зерном), ініційований народним депутатом України VI скликання Л. І. Грачем, не був включений у порядок денний та не був розглянутий Верховною Радою України. Законопроект передбачав доповнення ст. 7 пунктом 7.4.6, а саме йдеться про не включення суми податку сплаченої платником податку при придбанні зерна, якщо його закупівля здійснювалась не на біржах, акредитованих Міністерством аграрної політики України, що не включається до складу податкового кредиту та відноситься до складу валових витрат³².

Законопроект «Про похідні (деривативи)» внесений на розгляд Верховної Ради у 2011 р. народним депутатом України, головою підкомітету парламентського комітету з питань фінансів та банківської діяльності І. Прасоловим та спеціалістами ДКЦПФР (Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку), а також учасниками вітчизняного фондового ринку (біржею «ПФТС» та «Українською біржею»). Законопроект «Про похідні (деривативи)» визначає основні види інструментів, учасників ринку та порядок здійснення ними такої діяльності, регулювання та контроль всього процесу з боку Комісії. Так, із прийняттям Закону у Комісії з'являться додаткові функції регулювання, ліцензування, нагляду та моніторингу ринку деривативів (похідних)³³. Даний законопроект досі знаходиться на розгляді Верховної Ради України.

У 2012 р. в першому читанні було прийнято два законопроекти – про внесення змін до Податкового кодексу України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів та про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо подальшого удосконалення адміністрування податків і зборів. Ці документи мають за мету боротьбу з сегментом «сміттєвих» цінних паперів і спрямовані на розвиток цивілізованої біржової торгівлі.

Зокрема, Міністерство фінансів України і Державна податкова служба, які де-факто ініціювали нововведення, запропонували ввести акциз на операції з відчуження цінних паперів і операції з деривативами: для угод, проведених на фондовій біржі, – на рівні 0%, для цінних паперів, що знаходяться у біржовому реєстрі, але угоди з якими здійснені на позабіржовому ринку, – 0,1% і для позабіржових угод – 3%. Крім цього, передбачено зниження податку на прибуток від операцій з цінними паперами до 10% з 20%.³⁴

³¹ Проект Постанови про сприяння розвитку в Україні ринку позабіржових «альтернативних» фінансових інструментів [Електронний ресурс] / Офіційний сайт ВР України. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=35480.

³² Проект Закону про внесення змін до Закону України «Про податок на додану вартість» (щодо біржової торгівлі зерном) [Електронний ресурс] / Офіційний сайт ВР України. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=38511.

³³ Законопроект «Про похідні (деривативи)» зареєстровано у Верховній Раді [Електронний ресурс] / SMIDA. – Режим доступу : [http://smida.gov.ua/news/allnews/zakonoprojekt_pro_pokhidni_\(derivativi\)_zareehstrovano_u_verkhovnijj_radi](http://smida.gov.ua/news/allnews/zakonoprojekt_pro_pokhidni_(derivativi)_zareehstrovano_u_verkhovnijj_radi).

³⁴ Реальна економіка [Електронний ресурс] / Режим доступу : <http://real-economy.com.ua/publication/22/30206.html>.

Оподаткування операцій з цінними паперами існує в десятках країн світу і спрямоване на стимулювання переходу позабіржового ринку в біржовий сегмент. Наприклад, у Польщі його ставка становить 1% від угод з позабіржовими цінними паперами³⁵.

Проте дані законопроекти вимагають суттєвого доопрацювання, оскільки визначення операцій з відчуження цінних паперів та деривативів як підакцизних є спірним і потребує додаткового обґрунтування.

Сьогодні можна констатувати той факт, що в Україні поволі відбувається відновлення ринкової біржової культури та наукової школи, оскільки у системі вищої економічної освіти відсутня підготовка нового покоління фахівців, здатних діяти у динамічному біржовому середовищі.

На цьому фоні неодноразові спроби становлення строкових сегментів на валютному та зерновому біржових ринках України були приречені на провал. Такий стан справ зумовив суттєве відставання вітчизняної науки з проблем новітніх технологій управління фінансовими ризиками в умовах підвищеної цінової змінності, визначення місця та ролі строкових фінансових ринків у прогнозуванні майбутнього профілю економіки тощо.

Показовим є той факт, що саме у цей час суттєво активізували свою діяльність європейські ф'ючерсні біржі, більшості з яких десять років тому взагалі не існувало. Сьогодні ж Європейська біржа, Паризька біржа фінансових ф'ючерсів суттєво наростили обсяги торгівлі, причому річні темпи зростання кількості укладених контрактів становили більше 500%.

Спостерігається процес злиття та інтеграції європейських строкових бірж, які успішно конкурують з американськими. Так, в 2000 р. на перше місце у світі за обсягами укладених контрактів вийшла електронна біржа EUREX (European Derivatives Exchange)³⁶, створена лише у 1998 р. у результаті злиття німецької Deutsche Terminbourse (DTB) та Швейцарської SOFFEX. Цей процес супроводжувався інтенсивними дослідженнями, вивченням нових інструментів та технологій науковцями та практиками біржових та позабіржових ринків. У цьому напрямі наукової діяльності ми суттєво відстали і від країн Східної Європи та Росії, чий ф'ючерсні майданчики сьогодні включено до світової мережі.

Сучасна ф'ючерсна товарна біржа – це фінансовий інститут, що істотно спрощує торгівлю, здешевлює її. Деякі західні економісти вважають виникнення такої біржі комерційною революцією, вбачають у ній організаційну та плануючу силу, що динамізує всю економіку.

Завдяки діям як торговельних, так і промислових транснаціональних корпорацій (ТНК), концентрується і централізується виробництво, особливо сільськогосподарської та промислової сировини. Це підвищує товарність виробництва. Товарна продукція надходить на ринок як товарний капітал, що підлягає ризикові зміни ринкової кон'юнктури, а це, в свою чергу, зумовлює його страхування через біржовий механізм. Ф'ючерсна торгівля постійно вдосконалюється, концентрується у провідних фінансових центрах світу. Проте, трагічні події 11 вересня 2001 р. показали,

³⁵ Реальна економіка [Електронний ресурс] / Режим доступу : <http://real-economy.com.ua/publication/22/30206.html>.

³⁶ Пензин К. EUREX – слагаемые успеха / К. Пензин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 3 (186). – С. 75–78.

наскільки незахищеною у плані фізичного знищення вона може бути. Однак світова фінансова еліта знайшла оптимальне вирішення цієї проблеми через запровадження одночасних електронних торгів у різних фінансових центрах у режимі реального часу, що дало можливість під час американської трагедії здійснювати операції на європейських та азійських торговельних майданчиках.

Роль ф'ючерсного ринку в економіці постійно змінюється. Питання це викликає не лише теоретичний інтерес, воно має практичне значення. Однак його вирішення є надзвичайно складним та багатоплановим. Будучи специфічним фінансовим інститутом, що обслуговує потреби товарного та віднедавна і фінансового ринку, ф'ючерсна біржа є *ринком цін*, вона формує біржові котирування, а через хеджевий механізм фактичні ціни реального товару або фінансового інструменту.

У концепції розвитку сільськогосподарського ринку України³⁷ відведено значне місце товарній біржі сільськогосподарської сировини зі спотовими та форвардними угодами. Жодного посилання на створення товарної біржі як фінансового органу для визначення майбутніх центральних ринкових цін на сільськогосподарську сировину (*futures prises*) та проведення страхових операцій для сільськогосподарських виробників немає. Міністерство економіки планувало створення енергетичної біржі, через яку збиралося налагодити гуртовий обіг енергоносіїв, однак насправді створило державний енергоринок.

Лише у 2010 р. в Україні створена Товарна біржа «Українська енергетична біржа», предметом діяльності якої є продаж електроенергії, вугільної продукції, твердого біопалива та нафтопродуктів. Українська енергетична біржа створена на виконання положень Концепції функціонування і розвитку гуртового ринку електроенергії України, затвердженої урядовою Постановою № 1789 від 16 листопада 2002 р.

Як показує практика українського законодавства, досі немає положення про функціонування такої біржі, а також не ухвалений відповідний закон. Сьогодні дана біржа в своїй діяльності керується чинним законодавством України, внутрішніми нормативними актами біржі та іншими нормативно-правовими актами України, що регламентують діяльність енергетичних ринків.

Заходи щодо створення бірж реальних активів, на наш погляд, є нереальними. Вони значно запізнилися у часі. Зазначимо, що менш ніж за п'ять років існування агробірж ця ідея абсолютно дискредитувала себе. Україна за територією не така мала країна, тому концентрація в одному місці всього обороту наявної сировини є невинуватою. Як товарна біржа, так і валютна, для забезпечення потреб у реальному товарі та валюті не потрібна або якщо потрібна, то в дуже незначних обсягах.

Простіше і швидше (та й дешевше, враховуючи транспортні видатки) купити товар у торговельного посередника, який знаходиться якомога ближче до покупця. А біржа з її невеликою кількістю сертифікованих складів, розміщених у визначених місцях, може і повинна обслуговувати строковий (ф'ючерсний) ринок, на якому угод з реальним товаром укладається небагато. На цій біржі повинен прийти сертифікований брокер, що, співпрацюючи з аналітиками ринку, зможе здійснювати ризикові інвестиції у ф'ючерсні та опціонні контракти, беручи на себе ризик продав-

³⁷ Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку // Постанова Кабінету Міністрів України № 916 від 17 листопада 1995 р.; Концепція розвитку біржового ринку // Постанова Кабінету Міністрів України № 848 від 5 серпня 1997 р.

ців та покупців майбутніх реальних товарів. Біржовий спекулянт як на валютному, так і на товарно-сировинному ринках України, гостро необхідний саме як учасник біржового ринку, що зможе взяти на себе ризик негативної зміни цін та курсів із виробника, торговця, переробника, банку тощо.

Проте активізація держави щодо питань біржового будівництва свідчить про те, що ринок сільськогосподарської сировини потрібно створювати швидкими темпами. Про посилену увагу до цієї сфери свідчать намагання провідних учасників сільськогосподарського ринку та державних органів у 2012 р. розробити Концепцію розвитку вітчизняного біржового аграрного ринку, яка б відповідала всім сучасним потребам України. Сьогодні всім зрозуміло, що біржові торги є негайною необхідністю, перш за все, для середніх та великих аграрних підприємств, які мають високу потребу в оперативній реалізації та купівлі товарів.

Зокрема, фахівці зазначають, що для забезпечення надійних умов торгівлі необхідно створити процедуру торгівлі з внесенням гарантійного забезпечення, яка вже розроблена на Аграрній біржі, проте вимагає доопрацювання.

Для України повний перехід на біржовий ринок наразі не є можливим. Для нашої країни сьогодні є нормальним явищем, коли на біржовому ринку реалізується якась частина продукції, а також є сегмент позабіржового ринку. Проблема в тому, що та частина, яка продається на біржовому ринку, мізерно мала і не відображає його настроїв. Біржові торги повинні бути індикатором економіки, і саме за результатами торгів на біржі як інституту ціноутворення повинні коректуватися позабіржові ціни.

Більшість експертів сходиться на думці, що якщо на прозорому біржовому ринку реалізується 15–25% продукції, то цього цілком достатньо для визнання ціноутворення прозорим і ринковим. Плюси від такого принципу торгівлі, в першу чергу, отримують виробники і покупці. Україна повинна прагнути до організованого ринку сільгосппродукції³⁸.

Теперішня складна ситуація в економіці спричинена не лише великим податковим тягарем. До головних проблем можна віднести те, що економічне середовище не може гарантувати ні для виробника, ні для покупця, ні для посередника ринку використання важелів захисту своїх заощаджень від інфляції, кредитів та інвестицій у майбутньому.

На сировинних та фінансових ринках України не завжди є відомою спотова ціна з негайною поставкою. Укладення форвардних угод з віддаленим терміном поставки сировини несе надзвичайно великий ризик негативної зміни цін та валютних курсів у майбутньому. Це вказує на відсутність інфраструктури та законодавчого поля для структурування ринку по вертикалі, а саме на ринок спот і строковий ринок (ф'ючерсний).

Для впровадження державної політики щодо строкового ринку слід здійснити наукове обґрунтування необхідності становлення такого сегменту ринкової економіки України. В Україні досі не узаконено жодним законодавчим актом діяльність хеджерів, біржових спекулянтів та арбітражерів.

На рівні теоретичних досліджень, на нашу думку, необхідно прийняти концепцію створення строкового ринку всіх основних активів через становлення ф'ючерсної бір-

³⁸ Біржа [Електронний ресурс] / Аграрна біржа. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/birzha-eto-tolko-instrument-povysheniya-effektivnosti-vedeniya-biznesa-i-tolko-uchastniki-agrarnogo-ryinka-mogut-vdohnuti-v-nego-zhizn-a-maryuhnich/>.

жі, яка повинна функціонувати не для забезпечення економіки сировиною, капіталами і валютою, а для організації самих ринків сировини, капіталу і валюти.

Впродовж останнього століття строковий ринок отримав небувалий розвиток. Його найвідомішими дослідниками стали Дж. Кейнс, Дж. Хікс, Н. Калдор. Вони заклали основи аналізу строкового ринку. Цей аналіз відображає роль учасників строкового ринку, вивчає процес ціноутворення майбутньої ціни та її співвідношення із спотовою ціною.

Так, Дж. Кейнс вважав, що в країнах із нестійкими валютними курсами, особливо там, де стабілізація цін – справа майбутнього, можливо пом'якшити коливання курсів через організацію строкового (ф'ючерсного) валютного ринку. Він пропонував центральним банкам вийти на ринок валютних ф'ючерсів і купувати та продавати валюту на термін, формуючи майбутній курс валюти та відсоткові ставки за вкладками в іноземній валюті. На наш погляд, таке побажання є надзвичайно актуальним для України. В епіцентрі формування строкового ринку валюти, де стихійно впроваджуються ф'ючерсні контракти, повинен бути Національний банк України.

Строковий ринок потрібен для запровадження механізму хеджування, де діють три категорії учасників: хеджери, спекулянти та арбітражери. Хеджери страхують свої позиції реальних ринків, спекулянти працюють лише на ф'ючерсному ринку і беруть на себе основний ризик хеджерів. Арбітражери – це учасники, що забезпечують собі прибуток без ризику, поєднуючи дії на різних ринках. Ф'ючерсну (майбутню) ціну в короткостроковій перспективі повинні визначати арбітражери, на середньо- та довготривалій період – спекулянти. Ці ціни слід коректувати на розмір премії за ризик. У результаті природного відбору на ринку залишаються лише такі спекулянти, що здатні достатньо точно визначати кон'юнктуру. Без таких учасників вертикально структурувати ринок на спотовий та ф'ючерсний в Україні буде неможливо. Необхідно на теоретичному рівні та в законотворчому процесі визначитися щодо застосування концепцій хеджування, а отже, узаконення професії хеджерів, вироблення податкових пільг і пільг з кредитування хеджевих операцій. Проте, і у цій малодослідженій сфері продовжується практика вироблення законопроектів обмеженою групою осіб та прийняття їх без організації широкого обговорення з науковцями і біржовиками. Йдеться про прийнятий 21 грудня 2000 р. у першому читанні ЗУ «Про строкові фінансові інструменти», текст якого не був опублікований в економічній пресі.

Строковий ринок в Україні необхідний як реакція на ряд гострих проблем, які не може вирішити спотовий ринок, а саме проблему фінансового страхування позицій учасників економічних відносин та координації їх майбутніх планів. Строковий ринок потрібен для більш ефективного функціонування спотового ринку. Ф'ючерсні ціни несуть інформацію про майбутню кон'юнктуру, допомагають приймати рішення про обсяги виробництва і величину товарних запасів, вони найбільше впливають на попит та пропозицію спотового ринку.

Інформація про майбутні курси валюти допомагає визначитись із плануванням зовнішньоекономічної діяльності. При недостатній інформації ціни стають менш гнучкими. Ф'ючерсні ціни роблять гнучкими спотові, зменшується амплітуда їх коливань, що дає можливість цілеспрямовано вести бізнес, планувати його розвиток на перспективу. Ресурси на спотовому ринку розміщуються більш оптимально.

Одним із головних завдань держави є підтримка макроекономічної рівноваги економічних параметрів. Для вирішення завдань економічної рівноваги держава застосовує важелі фіскальної та кредитно-грошової політики. Однак відповідно до становлення крім організованого економічного механізму цих важелів стає недостатньо, більше того, зловживання ними призводить до зворотного ефекту. Потрібні нові елементи державного втручання.

Економічна діяльність – це діяльність людини, орієнтована і спрямована в майбутнє, а майбутнє пов'язується із раціональними сподіваннями суб'єкта господарювання. Загалом проблема управління економікою, економічною активністю зводиться до управління сподіваннями суб'єктів економіки. Лише підтримуючи у рівновазі сподівання, можна підтримувати спотовий ринок у стані динамічної рівноваги. Ф'ючерсний (строковий) ринок є органічною частиною сучасної ринкової економіки, його інструменти держави використовують для формування майбутніх сподівань, майбутньої економічної кон'юнктури. Оскільки ф'ючерсні та опціонні контракти укладаються на стратегічні види сировини і основні фінансові активи, зокрема іноземну валюту та основні економічні ресурси, то вплив держави через укладення таких операцій може бути суттєвим.

Державне замовлення як одна із форм укладання строкових угод (форвардів) є негнучким, нееластичним щодо кон'юнктури та доволі затратним. Політика України щодо учасників сільськогосподарських ринків за всі роки реформ була саме такою. Активна участь держави в операціях на строковому ринку могла би сформувати систему гнучкого держзамовлення, що буде постійно уточнюватися. Використання такої системи дало би державі додаткові важелі регулювання розвитку окремих галузей, економіки загалом.

Крім безпосередньої участі на строковому ринку зернових, цукру, енергоносіїв тощо, операції на ринку фінансових ф'ючерсних контрактів (особливо на державні цінні папери) дозволять, на наш погляд, отримати ще один суттєвий важіль регулювання відсоткових ставок. Знизити їх можливо шляхом викупу Національним банком України державних цінних паперів за більш високими курсами або зменшивши норму резервів для банків чи саму величину облікової ставки.

Перевага другого методу – формування майбутньої кон'юнктури без суттєвого посилення інфляційних процесів, коли традиційні методи, навпаки, спричиняють їх. На цьому ринку, крім держави через Національний банк України, повинні активно працювати банки та інші фінансові посередники, які через проведення арбітражних операцій будуть формувати відповідний спотовий ринок – продавати ф'ючерсні контракти державі і викуповувати облігації, що є основою цих контрактів, за більш високими цінами на спотовому ринку.

Операції на ф'ючерсному (строковому) ринку є цікавими для держави тим, що дозволяють стимулювати економічну активність сьогодні і, таким чином залучити додаткові кошти в бюджет, тоді як кошти на майбутні закупівлі будуть потрібні в майбутньому і їх частково можна було б отримати за рахунок цих надходжень.

Концентрація розробки законопроектів та налагодження функціонування інфраструктури ф'ючерсних ринків має відбуватись через єдиний державний орган – Комісію з питань функціонування ф'ючерсних ринків всіх видів активів. Названі функції можна було б покласти на існуючу Державну комісію з цінних паперів та

фондового ринку, яка має певні напрацювання. Нею було розроблено один із законопроектів про фондові деривативи. Однак її діяльність в останні роки не сприяла такому розвитку подій. Їй не вдалося організувати співпрацю з Національною асоціацією бірж України, Асоціацією банків України, НБУ та галузевими міністерствами щодо вироблення єдиних підходів до створення строкових ринків основних активів. Натомість продовжується безперспективна практика створення фрагментарних законопроектів та нормативних актів щодо впровадження строкових контрактів на зерно, валюту тощо.

Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку³⁹.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку як правонаступниця ДКЦПФР утворена Указом Президента України №1063/2011 від 23.11.2011 р. з метою комплексного правового регулювання відносин, що виникають на ринку цінних паперів, забезпечення захисту інтересів громадян України та держави, запобігання зловживанням та порушенням у цій сфері. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку є державним колегіальним органом, підпорядкованим Президенту України, підзвітним Верховній Раді України. До системи органу входять Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, її центральний апарат і територіальні органи⁴⁰.

Одним із головних елементів державного регулювання ринку цінних паперів є контроль за діяльністю емітентів, професійних учасників ринку цінних паперів, саморегульованих організацій. Проведення перевірок є одним із заходів реалізації виконання завдань комісії відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Контроль комісії здійснюється з метою виявлення та попередження порушень законодавства про цінні папери, сприяє справедливості та упорядкованості ринку цінних паперів, є основою правозастосування⁴¹.

Асоціація «Союз бірж України» є саморегульовальною організацією на біржовому ринку України, до її складу входять основні аграрні та аграрно-сировинні біржі. Асоціація веде велику роботу щодо становлення біржового сировинного, в т. ч. і ф'ючерсного ринку, впроваджує нові електронні технології біржових торгів. Асоціація «Союз бірж України» активно співпрацює з «NYSE Euronext». Головною метою співпраці є подальша організація українського ринку біржових товарних деривативів.

³⁹ Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [Електронний ресурс] / Офіційна база даних Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.

⁴⁰ Опис НКЦПФР [Електронний ресурс] / Офіційний сайт НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/about/description>.

⁴¹ Контрольно-ревізійна діяльність [Електронний ресурс] / Офіційний сайт НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/controlaudit>.

Резюме

Сучасна біржова торгівля регламентується законодавчими актами та контролюється державними та громадськими комісіями. Залежно від ступеня державного регулювання біржової діяльності розрізняють три основні національні моделі:

- ✓ американська модель – це самоорганізоване співтовариство професійних посередників з переважаючим внутрішньобіржовим регулюванням. Відповідний державний орган – Комісія з товарної ф'ючерсної торгівлі – виконує спостережні та дорадчі функції, займається загальнонаціональною координацією біржових ринків і проводить юридичну експертизу біржової документації;
- ✓ англійська модель – це поєднання сильної ролі уряду з широким членством бірж та брокерів у неурядовій некомерційній організації – Управлінні з цінних паперів і ф'ючерсів;
- ✓ французька модель – контроль уряду за діяльністю бірж та ринку.

Також можна виділити ще й четверту – східноєвропейську модель, яка відрізняється міжнародним характером та властива країнам з перехідною економікою, передусім для східноєвропейських. Дана модель характеризується відсутністю чіткої правової основи для діяльності бірж та жорстким і непослідовним регулюванням ринкових процесів з боку державних структур.

В Україні прийнята перша (американська) модель державного регулювання біржових ринків. Однак на державному рівні були запроваджені, як тепер виявилось, безперспективні заходи щодо організації бірж як потужних гуртових товарних ринків, які на Заході сьогодні перетворилися у центри вивчення кон'юнктури та укладання строкових фінансових контрактів. Такий перебіг подій зумовлювався прийняттям недосконалого біржового законодавства, яке включає Закон України «Про товарну біржу», Закон України «Про цінні папери і фондову біржу», Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» і низку законопроектів, серед яких слід виділити такі: «Про похідні цінні папери», «Про строкові фінансові інструменти».

Кабінетом Міністрів України внесений на розгляд до Верховної Ради новостворений законопроект, який має за мету внести до Закону України «Про товарну біржу» зміни, виклавши його в новій редакції за назвою Закон України «Про товарний біржовий ринок».

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

В Україні функціонує саморегульована організація – Асоціація «Союз бірж України», а до її складу входять основні аграрні та аграрно-сировинні біржі.

Контрольні запитання

1. У чому полягає сутність державного регулювання ф'ючерсних ринків?
2. Які моделі державного регулювання ф'ючерсних ринків Ви знаєте?
3. Які категорії учасників ф'ючерсної торгівлі США підлягають реєстрації?
4. Які форми регулювання ф'ючерсних ринків у США Ви знаєте?
5. Яке призначення лімітів на відкриті позиції за ф'ючерсними контрактами?
6. Яка роль саморегульованих організацій на ф'ючерсному ринку?
7. У чому полягає особливість державного регулювання у Великобританії?
8. Які напрями біржового регулювання існують в Японії?
9. У чому специфіка участі держав у ф'ючерсних ринках Європи?
10. Які законодавчі акти регулюють біржову торгівлю в Україні?

Рекомендована література

1. Берлач А.І. Біржове право України : навч. посіб. / А. І. Берлач. – К. : Ун-т «Україна», 2007. – С. 21.
2. Біржа [Електронний ресурс] / Аграрна біржа. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/birzha-eto-tolko-instrument-povysheniya-effektivnosti-vedeniya-biznesa-i-tolko-uchastniki-agrarnogo-ryinka-mogut-vdohnut-v-nego-zhizn-a-maryuhnich/>.
3. Великобританія: предстоящие изменения финансового законодательства [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2325>.
4. Відрахування фінокмпаній США [Електронний ресурс] / Фінансовий портал Finance.ua. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/~1/0/all/2012/04/06/275140>
5. Германия: новое законодательство [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1595>.
6. Германия: последние изменения законодательства [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2561>.
7. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 174.
8. Законопроект «Про похідні (деривативи)» зареєстровано у Верховній Раді [Електронний ресурс] / SMIDA. – Режим доступу: [http://smida.gov.ua/news/allnews/zakonoprojekt_pro_pokhidni_\(derivativi\)_zareehstrovano_u_verkhovnijj_radi](http://smida.gov.ua/news/allnews/zakonoprojekt_pro_pokhidni_(derivativi)_zareehstrovano_u_verkhovnijj_radi).
9. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [Електронний ресурс] / Офіційна база даних Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.
10. Зарубежный опыт правового регулирования деятельности саморегулируемых организации [Електронний ресурс] / Информационный ресурс Общественного совета по вопросам развития саморегулирования. – Режим доступу : http://www.sro.org.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=568&Itemid=177.
11. Контрольно-ревізійна діяльність [Електронний ресурс] / Офіційний сайт НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/controlaudit>.

12. Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку // Постанова Кабінету Міністрів України № 916 від 17 листопада 1995 р. ; Концепція розвитку біржового ринку // Постанова Кабінету Міністрів України № 848 від 5 серпня 1997 р.
13. Котирло О. О. Біржове право : навч. посіб. / О. О. Котирло – К. : Центр уч. л-ри, 2012. – С. 15.
14. Міністерство економічного розвитку підвищило контроль товарного біржового ринку [Електронний ресурс] / Gazeta.ua. – Режим доступу : http://gazeta.ua/articles/politics/_ministerstvo-ekonomichnogo-rozvitku-pidvischilo-kontrol-tovarnogo-birzhovogo-rin/476653.
15. Опис НКЦПФР [Електронний ресурс] / Офіційний сайт НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/about/description>.
16. Пензин К. EUREX – слагаемые успеха / К. Пензин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 3 (186). – С. 75–78.
17. Проект Закону про внесення змін до деяких законів України щодо укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів на фондових біржах [Електронний ресурс] / Офіційний сайт ВР України. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=33083.
18. Проект Закону про внесення змін до Закону України «Про податок на додану вартість» (щодо біржової торгівлі зерном) [Електронний ресурс] / Офіційний сайт ВР України. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=38511.
19. Проект ЗУ «Про товарний біржовий ринок» [Електронний ресурс] / МЕРТУ. – Режим доступу : <http://www.me.gov.ua/>
20. Проект Постанови про сприяння розвитку в Україні ринку позабіржових «альтернативних» фінансових інструментів [Електронний ресурс] / Офіційний сайт ВР України. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=35480.
21. Реальна економіка [Електронний ресурс] / Режим доступу : <http://real-economy.com.ua/publication/22/30206.html>.
22. Резго Г. Я. Биржевое дело : учеб. / Г. Я. Резго. – М. : Финансы и статистика, 2005. – С. 60.
23. Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків [Електронний ресурс] / О. Ю. Ромашко // Бібліотека економіста. – Режим доступу : <http://library.if.ua/book/123/8165.html>.
24. Саблук П. Т. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / за ред. П. Т. Саблука та О. М. Шпичака. – К. : 1997. – С. 52.
25. Сингапур: изменения в правилах листинга [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=650>.
26. Сингапур: последние изменения в регулировании [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1249>.
27. Сингапур: последние изменения законодательства [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2798>.
28. США, Великобритания, Германия и Франция: реформирование финансового рынка [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=808>.
29. Циганов О. Р. Закордонний досвід державного регулювання діяльності товарних бірж та напрями його використання в Україні / О. Р. Циганов, С. М. Повний // Менеджер. – 2004. – № 4 (30). – С. 119.
30. Швейцария [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1804>.
31. CFTC [Електронний ресурс] / Victory Investors – портал для трейдеров. – Режим доступу : <http://www.victoryinvestors.com/komissija-po-torgovle-tovarnymi-fjuchersami-cftc>.

Тести для перевірки знань до розділу 14

- 1. Розрізняють такі моделі державного регулювання ф'ючерсних ринків:**
 - а) американська, європейська, японська;
 - б) американська, англійська, французька;
 - в) українська, європейська, російська;
 - г) англо-американська, європейська континентальна.

- 2. У французькій моделі державного регулювання переважає:**
 - а) державне регулювання;
 - б) саморегулювання, внутрішній контроль;
 - в) громадський контроль;
 - г) зовнішній контроль.

- 3. В американській моделі державного регулювання переважає:**
 - а) державне регулювання;
 - б) саморегулювання, внутрішній контроль;
 - в) громадський контроль;
 - г) зовнішній контроль.

- 4. Регламентація з боку держави повинна виявлятися у:**
 - а) створенні прозорих правил торгівлі;
 - б) створенні законодавства;
 - в) створенні органів нагляду за ринками;
 - г) перерахованому вище.

- 5. Основним державним органом США, який регулює ф'ючерсні ринки, є:**
 - а) Комісія з цінних паперів;
 - б) Комісія з товарних ф'ючерсних ринків;
 - в) Міністерство сільського господарства;
 - г) Міністерство фінансів.

- 6. Комісія з питань товарних та ф'ючерсних ринків США підпорядковується:**
 - а) Конгресу США;
 - б) Президенту США;
 - в) Міністерству фінансів США;
 - г) Федеральній резервній системі.

- 7. Ф'ючерсні комісійні торговці – це:**
 - а) фізичні особи, які укладають угоди за власний рахунок;
 - б) особи, які безпосередньо укладають угоди у біржовій залі;
 - в) фізичні особи та організації, які укладають угоди на замовлення клієнтів та ведуть їх рахунки;
 - г) службовці, пов'язані з процедурою приймання замовлень.

8. Асоційовані особи – це:

- а) фізичні особи, які укладають угоди за власний рахунок;
- б) особи, які безпосередньо укладають угоди у біржовій залі;
- в) фізичні особи та організації, які укладають угоди на замовлення клієнтів та ведуть їх рахунки;
- г) службовці, пов'язані з процедурою приймання замовлень.

9. Ліміти відкритих позицій за ф'ючерсними контрактами встановлюються для:

- а) хеджерів;
- б) асоційованих осіб;
- в) спекулянтів;
- г) службовців бірж.

10. Основними принципами діяльності ф'ючерсних бірж Великобританії є:

- а) гласність, електронні торги;
- б) самоуправління та самоконтроль;
- в) державне регулювання;
- г) участь держави як агента.

11. Головним регулюючим органом ф'ючерсних ринків Великобританії є:

- а) Рада з цінних паперів;
- б) Міністерство фінансів Великобританії;
- в) Управління з цінних паперів і ф'ючерсів;
- г) Центральний банк Англії.

12. У Німеччині біржова ф'ючерсна торгівля регулюється:

- а) Торговельним кодексом та Законом про біржі і біржові угоди;
- б) Міністерством сільського господарства Німеччини;
- в) законодавством федеральних земель;
- г) правилами біржової торгівлі.

13. В Україні на державному рівні біржові ринки регулюються:

- а) НКУПФР;
- б) відсутній відповідний орган;
- в) НБУ;
- г) Мінпромполітики України.

14. Основним законодавчим актом, що регулює біржову діяльність в Україні, є:

- а) ЗУ «Про цінні папери і фондовий ринок»;
- б) ЗУ «Про оподаткування прибутку підприємств»;
- в) ЗУ «Про заставу»;
- г) ЗУ «Про товарну біржу».

15. Саморегулювальною організацією біржового ринку України є:

- а) Асоціація «Союз бірж України»;
- б) ПФТС;
- в) відсутня;
- г) НБУ.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ державне регулювання;
- ✓ американська, англійська, французька та східноєвропейська модель державного регулювання;
- ✓ саморегулювання;
- ✓ державні комісії;
- ✓ ліміти відкритих позицій.

Частина III

ОСНОВИ Ф'ЮЧЕРСНОЇ ТА ОПЦІОННОЇ ТОРГІВЛІ

Розділ 15.

Товарний ф'ючерсний контракт
як інвестиційний інструмент біржового ринку

Розділ 16.

Торгівля опціонами

Розділ 17.

Фінансові ф'ючерси

Розділ 18.

Біржова спекуляція на ф'ючерсних ринках

Розділ 19.

Хеджування цінових та курсових ризиків
за допомогою ф'ючерсної торгівлі

Розділ 20.

Перспективи становлення ф'ючерсних ринків в Україні

Розділ 15.

ТОВАРНИЙ Ф'ЮЧЕРСНИЙ КОНТРАКТ ЯК ІНВЕСТИЦІЙНИЙ ІНСТРУМЕНТ БІРЖОВОГО РИНКУ

Компанії, які купують та продають сировину та одночасно спекулюють нею на ф'ючерських ринках, отримують дві переваги: вони володіють конфіденційною інформацією про попит та пропозицію та не мають обмежень за відкритими позиціями.

О. Елдер, біржовий трейдер

Теоретична частина

- ✓ *Товарні ф'ючерси як фінансові інструменти*
- ✓ *Порядок укладання та виконання ф'ючерських контрактів*

15.1. Товарні ф'ючерси як фінансові інструменти

Як зазначалось у розділі 4, ф'ючерсний контракт – це біржовий контракт-зобов'язання купівлі/продажу активу в майбутньому (валюти, цінних паперів, інших фінансових інструментів, сировини) із встановленими стандартними параметрами за ціною, погодженою у момент його укладання. Це винятково біржовий контракт, навіть коли він продається через торговельно-інформаційні комп'ютерні системи.

Учасниками ф'ючерсного ринку є потужні трейдери або фінансові інституції. До них належать торговці-дилери, що купують і продають ф'ючерсні контракти для

власних потреб, брокери, які виконують замовлення клієнтів на купівлю-продаж контрактів, та арбітражери, тобто спекулянти, які купують або продають контракти з метою отримання доходу від різниці у цінах.

Товарні ф'ючерсні контракти – це угоди про завчасну купівлю або продаж сільськогосподарської чи промислової сировини, або строкові товарні угоди.

У розділах 3 та 4 доволі детально наведено приклади видів біржових товарів, основних товарних ф'ючерсів та ф'ючерсних бірж, де вони котируються.

Подвійна природа ф'ючерсного контракту полягає в тому, що, з одного боку, продавцям і покупцям товару надаються надійні матеріальні гарантії виконання укладених угод (через купівлю-продаж відповідного типового контракту з відстроченою поставкою), а з іншого – з'являється можливість проведення суто спекулятивних інвестицій у забезпечені реальним товаром сертифікати на пред'явника, а саме цим і є ф'ючерсні контракти, з наступним їх використанням у біржовій торгівлі.

Професійні біржові учасники (інвестиційні компанії, банки, брокерські фірми, незалежні трейдери-спекулянти) використовують ф'ючерсний ринок для прогнозування ціноутворюючих факторів, гри на різницях цін і тенденціях зміни цін у майбутньому. Строковий ф'ючерсний ринок понад два десятиліття є повноважним елементом фінансового ринку. Послуги з управління інвестиціями у ф'ючерси, опціони, валютні операції давно перетворились на окрему галузь фінансової індустрії (*Management Futures*). Розшифровується цей термін як професійно керовані інвестиції у похідні фінансові інструменти.

На глобальному фінансовому ринку сьогодні є строкові фінансові інструменти, які відображають динаміку товарних ринків. Це ф'ючерсні та опціонні контракти на індекс цін товарних ф'ючерсів. Найвідомішим із таких індексів є «The Goldman Sachs Commodity Index» (GSCI), до бази розрахунку якого входять 26 найбільш ліквідних ф'ючерсних контрактів на основні сировинні товари, що є об'єктами міжнародної торгівлі. Цей індекс відображає зміну цін основних товарних ф'ючерсів найближчих місяців поставки. Використовується інституційними інвесторами для портфельних спекуляцій, хеджування від інфляції та товарних цінових ризиків сукупно з процентними, валютними та ф'ючерсами на фондові індекси (рис. 15.1).

Показовим є той факт, що динаміка зміни названого та інших аналогічних індексів, як правило, збігається з індексом інфляції¹.

Проілюстрований графік показує суттєве зростання цін на основні сировинні товари за 1993–2013 рр., різке падіння їх у 2008 р. і знову тенденцію до зростання у 2009 р. Тобто спостерігаємо унікальну властивість строкових фінансових інструментів, до яких належать ф'ючерсні та опціонні контракти на сировинні товари, – бути індикатором світового товарного ринку.

Обсяги світової торгівлі товарними ф'ючерсними та опціонними контрактами на біржах світу впродовж останніх років залишаються доволі стабільними і коливаються на рівні 300 млн. контрактів на рік, що пояснюється відносно невисокими темпами зростання сировинних і сільськогосподарських галузей та стабільністю складу основних учасників цих ринків².

¹ Market data and news. офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.finwin.com.

² Пензин К. Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов / Пензин К. Стандартные биржевые контракты // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 16–23.



Рис. 15.1. Динаміка зміни ціни ф'ючерсного контракту на товарний індекс «GSCI Index» (\$GNX) з 1993 по 2013 р.

Як вказувалося вище, ф'ючерсні контракти стандартизовані. Відповідно до них покупець зобов'язується сплатити, а продавець – поставити (вказується місяць поставки і ціна) певну кількість стандартної сировини, валюти, кредитних ресурсів, цінних паперів. Контракт може виконуватись через поставку товару у встановлені терміни. Однак здебільшого контракти виконуються шляхом сплати (отримання) різниці у цінах – між ціною, вказаною в контракті на момент його укладання, та ціною, за якою цей товар можна купити зараз, – у момент поставки або ліквідації позиції через обернену (офсетну) угоду.

На сучасних ф'ючерсних біржах щоденний обсяг операцій з фінансовими ф'ючерсами – валютою, кредитами, фінансовими індексами – багатократно перевищує такий самий обсяг операцій на всіх ринках товарних ф'ючерсів та опціонів. Продавці (виробники) і покупці (споживачі) працюють на біржі з метою страхування своїх товарів, які вони планують продавати (купувати) в майбутньому від непередбачених змін ціни або для того, щоб зафіксувати сприятливу для себе цінову кон'юнктуру.

За період з 1950 по 1976 р. інвестиційний портфель з 20 товарними ф'ючерсними контрактами порівнювався з диверсифікованим портфелем із звичайних акцій. Середній рівень дохідності такого портфеля становив майже 13% річних, ризик оцінювався на 5% вище від портфеля із звичайних акцій.

Коли інституційні інвестори, а саме інвестиційні банки, фонди, брокерські фірми, вкладають кошти у ф'ючерсні контракти, – це, як правило, інвестиції у валютні ф'ючерси, ф'ючерси на цінні папери та індекси фондових бірж (рис. 15.2). Товарних ф'ючерсів такі інвестори практично не використовують. Однак, як зазначалося

вище, загальні обсяги торгівлі товарними ф'ючерсами, використання їх хеджерами та спекулянтами ф'ючерсних ринків цукру, зернових, кави, нафти з 70–80-х рр. XX ст. до початку XXI ст. не зменшилися.

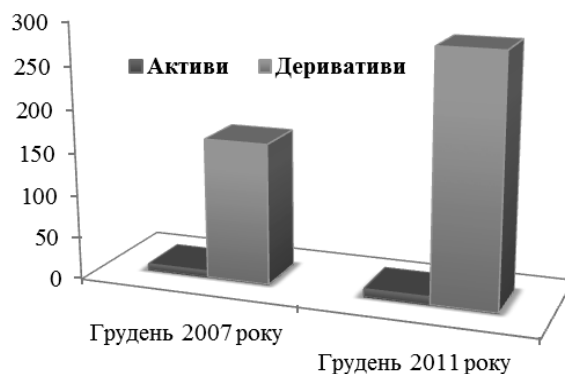


Рис. 15.2. П'ять найбільших банківських холдингів США: активи та деривативи, трлн. дол.

Джерело: побудовано згідно з офіційною звітністю³.

Співвідношення обсягів торгівлі на користь фінансових ф'ючерсів змінилося завдяки тому, що за останні 10 років інституційні інвестори створили величезний їх ринок, який суттєво перевищив обсяги ринку товарних ф'ючерсів. Інституційні інвестори використовують фінансові ф'ючерси як для хеджування портфелів з реальними цінними паперами, так і для спекуляцій.

Для сучасних зарубіжних ф'ючерсних ринків актуальною залишається проблема залучення інституційних інвесторів до процесу інвестування у товарні ф'ючерси. Для цього на західних ринках брокерські аналітичні фірми започаткували торгівлю контрактами з індексами на товарні ф'ючерси.

Таким найбільш поширеним індексом є «Goldman Sachs Commodity Index» (GSCI), який запровадила авторитетна Нью-Йоркська брокерська фірма «Goldman Sachs», орієнтуючись на потреби інституційних інвесторів. Індекс складається із товарних ф'ючерсів, на які існують активні ліквідні ринки, причому за базу індексу вважаються лише ф'ючерсні контракти з найближчими термінами поставок на момент його розрахунку. До цього індексу входять контракти на 26 товарів, це, як правило, енергоресурси, жива худоба, зернові, що відповідно розміщуються в індексі з питомою вагою 50, 25, 15%.

Динаміка зміни індексу «GSCI» до 1992 р. показує, що інвестиції у товарні ф'ючерси були більш дохідними, ніж інвестиції у прості акції. Вони є інструментами для диверсифікації портфелів активів та хеджування від інфляції. Однак ці інструменти не мали широкого застосування серед інституційних інвесторів, які й надалі надають перевагу інвестиціям у фінансові ф'ючерси.

³ U.S. Comptroller of the Currency [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.occ.gov/>

Ф'ючерсна ціна активу у найбільш загальному вигляді визначається за формулою:

$$P_f = P_s + I - B + C, \quad (15.1)$$

де P_f – ф'ючерсна ціна;

P_s – спотова ціна;

$I - B + C$ – ціна доставки активу за ф'ючерсним контрактом;

I – відсоткова ставка, яку втрачає інвестор, володіючи активом;

B – отримана вигода;

C – витрати власника.

Для фінансових ф'ючерсів на відсоткові інструменти ф'ючерсна ціна визначається так:

$$P_f = P_s(1 + R), \quad (15.2)$$

де R – безризикова ставка для казначейських векселів США.

На сучасних ф'ючерсних біржах різниця між цінами продавців та покупців становить 0,1% від ціни товару або фінансового засобу. Для порівняння: на фондовому ринку ця цінова різниця становить 0,5% від вартості цінних паперів (акцій), на ринку нерухомого майна – до 10% від ціни. Така незначна різниця збільшує рівень ліквідності ф'ючерсного ринку, підвищує його популярність серед інвесторів. Крім того, ф'ючерсний ринок дозволяє перенести ризик з тих учасників, що бажають уникнути або зменшити його, на тих, хто може прийняти цей ризик. За умови успішного функціонування ф'ючерсного ринку зменшуються цінові коливання, підвищується кредитоспроможність клієнтів. За допомогою фінансових ф'ючерсів банки мають можливість кредитувати учасників ринку на більш сприятливих умовах. Щоденні ф'ючерсні котирування дозволяють прогнозувати майбутні ціни на сировину та фінансові інструменти.

Ф'ючерсні контракти існують на визначені види товарів та фінансових інструментів. Одні з них дуже популярні, наприклад, ф'ючерсні контракти на нафту, зернові, казначейські облігації, векселі тощо; інші використовуються дуже рідко, наприклад на кольорові метали.

Наведемо приклад біржового котирування популярного ф'ючерсного контракту на нафту Нью-Йоркської товарної біржі (NYMEX) за 06.03.2013 р. з газети «The Wall Street Journal Europe» (табл. 15.1)⁴.

Як свідчать дані біржового котирування, глибина контрактів, тобто місяці поставок, охоплюють період з квітня 2013 по грудень 2014 р. Рівень участі у торгах надзвичайно високий. Велика кількість контрактів з віддаленими термінами поставки свідчить про значну кількість хеджерів і спекулянтів на цьому ринку. Дані біржового котирування виявляють значні діапазони коливання цін на нафту з різними термінами поставки у майбутньому в межах 88,41 і 92,12 дол./за барель, що вимагає від виробників та споживачів операцій страхування цінних ризиків, а біржовим спекулянтам та інституційним інвесторам дозволяє спекулятивні операції з великим розмахом.

⁴ The Wall Street Journal Europe [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://online.wsj.com>.

Таблиця 15.1

Приклад котирування ф'ючерсного контракту на нафту
Нью-Йоркської товарної біржі

Petroleum Futures								
LIGHT CRUDE OIL (NYM) 1,000 bbls.; \$ per bbl.								
Month	Last	Chg	Open	High	Low	Volume	OpenInt	Exchange
Apr '13	90,64	-0,18	90,83	91,17	90,51	15164	245870	NYME
May '13	91,10	-0,18	91,23	91,60	90,98	1462	192047	NYME
Jun '13	91,45	-0,24	91,61	92,01	91,41	1655	162340	NYME
Jul '13	91,80	-0,20	91,98	92,25	91,80	377	129382	NYME
Sep '13	92,12	-0,03	92,33	92,33	92,11	189	74158	NYME
Dec '13	91,24	-0,30	91,46	91,80	91,24	633	189458	NYME
Jan '14	90,94	-0,30	91,42	91,43	90,94	7	40015	NYME
Jun '14	89,70	-0,25	89,70	89,70	89,70	12	65382	NYME
Dec '14	88,41	-0,36	88,92	88,92	88,41	157	155859	NYME

У розділі 3 наводилася коротка характеристика біржових котирувань. Тут подано ще одне котирування на цукор Нью-Йоркської біржі кави, цукру та какао-бобів. Це котирування не так просто прочитати та зрозуміти, оскільки в США на цьому ринку використовують свої міри ваги, а саме англійські фунти (табл. 15.2).

Таблиця 15.2

Приклад котирування ф'ючерсного контракту на цукор
Нью-Йоркської біржі кави, цукру та какао

Food and Fiber Futures									
Sugar-World, (CSCE)-112,000 lbs.; cents per lb.									
	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime		Open interest	Exchange
						High	Low		
Oct	6,75	6,96	6,69	6,92	,17	8,50	4,82	67,138	NYME
Mr	6,45	6,60	6,37	6,58	,18	8,00	5,20	79,970	NYME
May	6,13	6,25	6,08	6,25	,17	7,65	5,20	14,699	NYME
July	5,81	5,93	5,75	5,90	,14	7,35	5,09	20,168	NYME
Oct	5,75	5,80	5,72	5,80	,08	6,60	5,20	12,194	NYME

Отже, колонки котирування містять таку інформацію:

- ✓ «Open» – ціна першої угоди, укладеної у період офіційного відкриття торгів;
- ✓ «High» – найвища ціна біржового дня;
- ✓ «Low» – найнижча ціна біржового дня;
- ✓ «Settle» – розрахункова ціна дня. Визначається за формулою із врахуванням вартості ф'ючерсного контракту на момент закриття біржі. Ця ціна не обов'язково є ціною останньої угоди дня;
- ✓ «Change» – зміна розрахункової ціни відносно вчорашнього дня;
- ✓ «Lifetime: High/Low» – найвища та найнижча ціни даного контракту, зафіксовані з моменту відкриття торгівлі цим контрактом;
- ✓ «Open Interest» – число відкритих позицій на момент закриття у попередній день;
- ✓ «Volume» – загальна кількість контрактів, укладених упродовж дня.

Покажемо на конкретному прикладі (15.1), як може використати ф'ючерсний ринок нафти, наприклад, російська нафтова компанія «Роснефть», яка постачає нафту японському переробному підприємству на умовах 6-місячного форвардного контракту.

Приклад 15.1

Російська нафтова компанія «Роснефть» у березні підписала контракт на поставку 100 000 барелів нафти японському нафтопереробному підприємству через 6 місяців (тобто у вересні). Ціна у контракті зафіксована на рівні березневої ціни 19,00 дол./барель. Фінансовий директор російської компанії, передбачаючи зростання цін на нафту, до моменту поставки через брокера NYME відкриває позицію покупця на 100 нафтових ф'ючерсних контрактів за ціною 16,95 дол./барель. Прогнози підтвердилися: на момент поставки спотові ціни на вересневі контракти становили відповідно 20,58 дол./барель, ф'ючерсні – 21,05 дол./барель.

Японська сторона має виграшну позицію на реальному ринку, оскільки сплачує за форвардним контрактом лише по 19,00 дол./барель при існуючих на момент поставки 20,58 дол./барель. Однак російська компанія, відвантаживши нафту до Японії, не має збитків, оскільки її фінансисти отримали на ф'ючерсній біржі прибутки від ф'ючерсної позиції, заклавши яку, компанія отримує 3,90 дол./барель виграшу, що суттєво перекидає 1,5 дол./барель програшу на форвардному контракті.

Учасників ринку, які використовують товарні ф'ючерсні контракти з метою страхування купівлі-продажу реальних цінностей, називають *хеджерами*, а їх діяльність *хеджингом* (*hedging*). Тих, що отримує дохід тільки від купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів і реально не зацікавлений у фізичному товарі, називають *трейдерами-спекулянтами* (*scalpers, day traders, position traders, spreaders*). Як ті, так і інші проводять операції через певну брокерську фірму, що має місце на найважливіших біржах світу. Нижче детальніше розглянемо операції хеджингу з прикладами біржової практики як далекого, так і близького зарубіжжя.

Трейдери за суттю є інвесторами у ф'ючерсні контракти. Їх основна маса працює на ринках кредитів, валют та індексів. Завжди виникає запитання про джерела прибутків трейдерів, оскільки при торгівлі ф'ючерсами виграє одна сторона за рахунок іншої.

Оскільки основну масу учасників ринку становитимуть хеджери, що виходять на цей ринок з метою захисту прибутків своїх клієнтів, отриманих від інших видів діяльності, то отримати цей захист вони можуть лише за рахунок іншої сторони, яку представляють біржові спекулянти. Трейдери-спекулянти відіграють роль страхової компанії, що за певну плату приймають на себе ризик несподіваної зміни ціни. Професійні трейдери ніколи не вкладають всіх або більшої частини своїх коштів у контракти одного типу. Результати не визначаються однією угодою. Прибутковість забезпечується тим, що вдалих операцій більше, ніж невдалих.

Це цікаво!

У 70-х рр. XX ст. О. Елдер, вислови якого неодноразово наводив автор як епіграфи до розділів, будучи на той час корабельним лікарем радянського торговельного судна, покидає його в одному із портів Африки та просить політичного притулку у США.

У Нью-Йорку він продовжує займатися психіатрією, викладає у Колумбійському університеті та починає гру на фондовій біржі. Його книга «Trading for a Living» стала міжнародним бестселером, а він сам – відомим успішним біржовим трейдером.

У цій книзі, перекладеній на 8 мов, у т. ч. і на його рідну – російську, О. Елдер пише, що його шлях до біржового успіху був довгим. Траплялися запаморочливі успіхи та болючі падіння. Рухаючись уперед, або петляючи, він набивав ґулі та розорив свій біржовий рахунок. Після кожної невдачі він повертався до роботи у клініці, збирав гроші, читав, обмірковував, уточнював методикку, а потім знову починав грати. І тепер, незважаючи на те, що, як правило, багато заробляє на біржових операціях, серед яких переважно ф'ючерсні контракти, він кілька днів на тиждень після закриття біржі продовжує приймати хворих.

О. Елдер⁵ резонно зазначає, що гроші на біржі з'являються з єдиної причини: їх приносять туди трейдери. Саме на кошти трейдерів існує біржа та біржові брокери.

Ф'ючерсна торгівля технічно нескладна справа. Необхідно лише знайти біржового брокера, укласти договір на брокерське обслуговування, ознайомитися із системою депозитних та маржевих вкладів, вкласти їх і розмістити замовлення на купівлю або продаж ф'ючерсних контрактів. Такі замовлення можуть виконуватися протягом кількох хвилин. На зарубіжних ф'ючерсних ринках є тисячі брокерських домів та багато незалежних брокерів, що допомагають інвесторам вкласти інвестиції у ф'ючерсні контракти відомих бірж.

Спекулятивні операції з різними видами активів на українському фінансовому ринку виконує обмежена кількість банків, виробники та споживачі сировинних товарів практично цього ринку ще не освоїли. З валютними цінностями, в тому числі через систему FOREX, працюють АКБ «Україна», АППБ «Аваль», «Приватбанк», «Промінвестбанк», «Ва-Банк». Вони використовують кредитне плече цієї системи 1:20, 1:50 для операцій на спотовому валютному ринку, застосовують форвардні контракти. Однак навіть ці структури не працюють з ф'ючерсними та опціонними контрактами, не виконують хеджевих операцій.

Останні наукові дослідження західних вчених, зокрема теорія оптимального портфеля інвестицій, розроблена лауреатом Нобелівської премії професором Г. Марковіцем, подальші дослідження професора Дж. Літнера (Гарвард) показали, що похідні фінансові інструменти можуть стати ідеальними доповненнями до традиційного портфеля інвестицій, що складається з акцій та облігацій. У період економічних спадів, глобальних потрясінь ринок похідних фінансових інструментів компенсує зменшення доходів від інших інвестицій. Похідні фінансові інструменти можна застосовувати для страхування інвестицій у сировину – страхуючи спад

⁵ Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2001. – 352 с.

або зростання цін у майбутньому, в акції – страхуючи їх від спаду курсу, в облигації – від впливу зміни ставок банківських відсотків; у цінні папери інших держав – від зміни валютного курсу. Подібні операції з ф'ючерсними контрактами є доступними лише для фахівців високого професійного рівня, а для індивідуального інвестора такі операції можливі, як правило, через інвестиційного дилера, яким може бути як інвестиційний фонд, компанія, банк тощо, якщо є членом ф'ючерсної біржі.

Оскільки в Україні укладання товарних ф'ючерсних контрактів з метою страхування цінкових ризиків на зарубіжних ф'ючерсних біржах майже не практикується, наведемо приклад використання ф'ючерсних контрактів при визначенні планів виробництва і збуту в умовах Росії. Російські виробники сировинних товарів, насамперед нафти та природного газу, кольорових металів, можуть відкрити ф'ючерсні позиції через брокерів на міжнародних ф'ючерсних біржах.

Будь-який ф'ючерсний контракт має обмежений час існування. Наприклад, ф'ючерсний контракт на пшеницю Чиказької торговельної палати СВОТ існує близько одного року. Припустимо, що з 1 серпня 2002 р. на цій біржі почали продаватися ф'ючерси з поставкою у липні 2003 р. Це так звані липневі ф'ючерси на пшеницю врожаю 2003 р., які будуть продаватися чотири останні місяці 2002 р. та сім місяців 2003 р.

Відповідно до умов контракту наперед відомо, коли наступить останній день торгівлі і до якого часу цього дня буде здійснюватися торгівля, тобто поставка товару та розрахунки за нього. Оскільки у кожен торговельний день на біржі ведеться торгівля ф'ючерсними контрактами з різними місяцями поставки, існує спеціальний біржовий календар на один, два і навіть три роки вперед, в якому чітко фіксуються дні виконання всіх ф'ючерсних контрактів.

Ф'ючерсний контракт, укладений з метою поставки за ним будь-якого товару, за сутністю є форвардним контрактом. Ф'ючерсний контракт, укладений з метою отримання різниці в цінах, тобто у його власника немає на меті отримання або поставки товару, – це фінансовий інструмент, тобто інструмент фінансового ринку, третинним сегментом якого і є ринок ф'ючерсів.

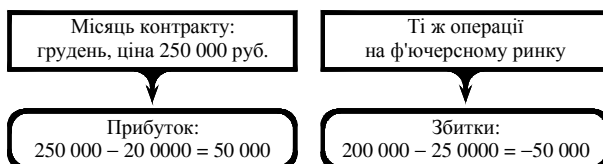
Ф'ючерсні контракти – один із механізмів переливу капіталу, вони найбільше відповідають сучасному ринковому господарству з точки зору обсягів фінансових засобів та термінів їх обороту. Тобто *товарні ф'ючерси є повноправними інвестиційними інструментами, які укладаються на біржовому ринку*. Оскільки гра на різниці в цінах незначно пов'язана з національними кордонами, то *ф'ючерсний контракт є міжнародним фінансовим інструментом*. Ф'ючерсний контракт – це сучасний інструмент швидкого вирівнювання цін, гасіння їх коливань на різних ринках, інструмент миттєвого усереднення грошового попиту без зміни поточної пропозиції. Саме завдяки ринку товарних ф'ючерсів не всі зміни на ринку грошей мають прямий вплив на виробництво та обіг реальних активів і цим підвищується стійкість ринкової економіки.

Приклад 15.2

Підприємство-виробник шляхом операцій на ринку реального товару і ф'ючерсному отримує можливість страхування цінового ризику за схемою, поданою нижче.

Схема використання ф'ючерсного ринку

Баланс: $-50\ 000 + 50\ 000 = 0$

Протилежний варіант

У момент укладання ф'ючерс є форвардом, спотовим він стає у разі, якщо завершується поставкою. Власне ф'ючерсним він залишається у проміжку часу між укладанням та ліквідацією через укладанням офсетної угоди.

15.2. Порядок укладання та виконання ф'ючерсних контрактів

Ф'ючерсні біржі організують власний порядок укладання ф'ючерсних контрактів. Він різний для кожної біржі, однак є певні етапи технологічного процесу, спільні для всіх:

- ✓ *рішення клієнта.* Клієнт проводить аналіз динаміки потрібного йому ринку, конкретної біржі, ліквідності конкретного контракту через можливість його швидко купити чи продати, розраховує витрати на участь у ф'ючерсному ринку (депозити, комісійні брокеру, податки тощо). Після цього приймається рішення щодо участі у ф'ючерській торгівлі;
- ✓ *укладання договору на брокерське обслуговування.* Згідно з договором, який розглянуто у розділі 9, клієнт доручає брокеру укладати угоди купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів від імені та за рахунок клієнта або від власного імені і за рахунок клієнта, здійснювати всі розрахунки, пов'язані з ф'ючерсними контрактами, оформляти необхідні для цього документи. Клієнт підписує договір про ризики ф'ючерсної торгівлі, разом з брокером встановлює розмір комісійних, обумовлює всі питання, пов'язані з порядком виконання замовлень;
- ✓ *укладання договору на обслуговування з членом розрахункової палати;*
- ✓ *кошти резервування для ф'ючерсної торгівлі;*
- ✓ *замовлення клієнта;*
- ✓ *виконання замовлення клієнта;*
- ✓ *звіт про проведені торги;*
- ✓ *розрахунки за проведеними угодами;*
- ✓ *перерахунок маржі;*
- ✓ *додаткове внесення маржі;*
- ✓ *поставка за ф'ючерсним контрактом.*

Торгівля ф'ючерсними контрактами базується на таких правилах:

- ✓ покупець контракту завжди розраховує на зростання ф'ючерсних цін;
- ✓ продавець контракту завжди розраховує на падіння ф'ючерсних цін.

Фінансові розрахунки у ф'ючерській торгівлі ґрунтуються на двох балансових рішеннях:

- 1) якщо виграє покупець ф'ючерсного контракту – програє продавець;
- 2) сума виграшів одних членів розрахункової установи дорівнює сумі програшів іншої сторони.

Кожен товар, на який укладаються ф'ючерсні контракти, має спотову ціну, або ціну товару з негайною поставкою. У розділі 6 зазначалося, що такі ціни називаються спотовими. Наявні на даний момент ринкові спотові ціни можуть бути різними на один і той самий товар. Наприклад, ціни на пшеницю в Україні залежать від регіону. Ціни на нафту в Європі відрізняються від нафтових цін у США, Японії тощо. Для того, щоб коректно порівнювати наявні спотові ціни з ф'ючерсними котируваннями, потрібно знати умови поставки за ф'ючерсним контрактом. Якщо нафта Міжнародної нафтової біржі поставляється у терміналі порту Роттердама, то порівнювати її необхідно з ціною реального ринку саме цього регіону.

Ціни на коштовні метали, такі як золото та срібло мало залежать від місця розташування, оскільки зберігаються у кількох відомих фінансових світових центрах, і тому ф'ючерсні котирування відображають реальний попит та пропозицію на цей товар.

У зв'язку з вищезазначеним стає можливим проведення арбітражних операцій на двох ринках – спотовому та ф'ючерсному одночасно. В результаті таких операцій можна отримати суттєві доходи. Надбавка, на яку ф'ючерсні ціни перевищують спотові, називається витратами поставки (cost – of carry). Ці витрати, як вказувалося у розділі 6, включають витрати на зберігання, страхування, транспортування та інші, пов'язані із зберіганням реального товару до моменту реалізації в майбутньому. Величина фінансових втрат становитиме суму, яка буде використана або отримана у кредит для купівлі реального товару, помножену на відповідну відсоткову ставку за період, коли товар був у наявності⁶.

У спрощеному вигляді це виглядає так:

- ✓ не існує інформаційних і трансакційних витрат, пов'язаних з операціями на ф'ючерсному та спотовому ринках;
- ✓ існує необмежена можливість отримання кредитів;
- ✓ не існує кредитного ризику;
- ✓ товари можуть зберігатися довготривало без втрати якості;
- ✓ не існує податків, ф'ючерсні ціни повинні точно відповідати спотовим плюс витрати поставки.

Якщо таке співвідношення порушується, то торговці через здійснення арбітражних операцій знову відновлюють його.

Приклад 15.3

У січні ціна на срібло становить 590 центів за трійську унцію. Тримісячна ставка за євродоларами дорівнює 10% річних. Ціна з повними витратами на квітень становитиме 630 центів за трійську унцію. Ф'ючерсна ціна на квітневу поставку у січні становить 640 центів за унцію. В результаті торговець здійснить такі операції:

- ✓ у січні: продаж квітневого ф'ючерса – по 640, отримання кредиту – на 590 центів, купівля реального срібла – по 590 центів;
- ✓ у квітні: поставка за ф'ючерсом – по 640, повернення кредиту – (590 + 15), прибуток на арбітражі – 35 центів на унції.

Якщо ціни на квітневі ф'ючерси нижчі від спотових плюс витрати на зберігання, також є можливість для проведення арбітражу між реальним і ф'ючерсним ринками.

Приклад 15.4

У січні ціна на срібло становить 590 центів за трійську унцію. Тримісячна ставка за євродоларами дорівнює 10% річних. Ціна з повними витратами на квітень становитиме 630 центів за трійську унцію. Ф'ючерсна ціна на квітневу поставку у січні становить 610 центів за унцію. В результаті торговець здійснить такі операції:

- ✓ в січні: купівля квітневого ф'ючерса – по 610, продаж срібла – по 590 центів, інвестування виручених від продажу коштів – під 10% річних терміном на три місяці;
- ✓ у квітні: прийом поставки за ф'ючерсом – по 610, отримання доходу від інвестицій – (590 + 15), прибуток на арбітражі – 5 центів на унції.

⁶ Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 249.

Ф'ючерсні ціни дають можливість розрахувати *зручність, що дає дохід* (*convenience yield*). Така можливість з'являється при дефіциті реального товару (беквардейшн), коли торговці, що ним володіють, не бажають його продавати. У цьому випадку вони за допомогою ф'ючерсних цін бачать свій потенційний вигреш, або прихований дохід, який фірма отримує від своїх можливостей здійснювати постійні поставки товару, ціни на який є високими.

Резюме

Товарні ф'ючерсні контракти – це угоди про завчасну купівлю або продаж сільськогосподарської або промислової сировини, або строкові товарні угоди.

Подвійна природа ф'ючерсного контракту полягає в тому, що, з одного боку, продавцям та покупцям товару надаються надійні матеріальні гарантії виконання укладених угод (через купівлю-продаж відповідного типового контракту з відстроченою поставкою), а з іншого – з'являється можливість проведення суто спекулятивних інвестицій у забезпечені реальним товаром сертифікати на пред'явника, а саме цим і є ф'ючерсні контракти, з наступним їх використанням у біржовій торгівлі.

Професійні біржові учасники (інвестиційні компанії, банки, брокерські фірми, незалежні трейдери-спекулянти) використовують ф'ючерсний ринок для прогнозування ціноутворюючих факторів, ари на різницях цін та тенденціях зміни цін у майбутньому. Строковий ф'ючерсний ринок понад два десятиліття є повноважним елементом фінансового ринку. Послуги з управління інвестиціями у ф'ючерси, опціони, валютні операції давно перетворились на окрему галузь фінансової індустрії (Management Futures). Розшифровується цей термін як професійно керовані інвестиції у похідні фінансові інструменти.

Торгівля ф'ючерсними контрактами базується на таких правилах:

- ✓ покупець контракту завжди розраховує на зростання ф'ючерсних цін;
- ✓ продавець контракту завжди розраховує на зниженні ф'ючерсних цін.

Фінансові розрахунки у ф'ючерській торгівлі ґрунтуються на двох балансових рівняннях: якщо виграє покупець ф'ючерсного контракту, то програє його продавець; сума виграшів одних членів розрахункової установи дорівнює сумі програшів іншої сторони.

Контрольні запитання

1. Дайте визначення товарному ф'ючерсному контракту.
2. Чому обсяги товарних ф'ючерсних контрактів впродовж багатьох років залишаються відносно стабільними?
3. Чому товарний ф'ючерсний контракт є інвестиційним інструментом?
4. Назвіть основні правила, на яких базується ф'ючерсна торгівля.
5. Які балансові рівняння використовуються при розрахунках за ф'ючерсними контрактами?
6. У чому полягає подвійна природа ф'ючерсного контракту?
7. Які фінансові ф'ючерсні контракти репрезентують сировинні товарні ринки?
8. Як можна використати ф'ючерсні контракти при плануванні виробництва та збуту?
9. Які можливості арбітражу існують на реальному та ф'ючерсному ринках?
10. Назвіть порядок укладання ф'ючерсного контракту.

Рекомендована література

1. Пензин К. Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов / Пензин К. Стандартные биржевые контракты // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 16–23.
2. Кравченко Ю. Я. Ринок цінних паперів : навч. посіб. / Ю. Я. Кравченко. – К. : Дакор : КНТ, 2008. – 664 с.
3. Шарп У. Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 1024 с.
4. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2001. – 352 с.
5. Галанова В. А. Биржевое дело / В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
6. Дегтярева О.И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] /О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С. 249.
7. Лофтон Т. Основы торговли фьючерсами / Т. Лофтон. – М. : ИК «Аналитика», 2001. – 280 с.
8. Салыч Г. Г. Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: Сверхприбыльные инвестиции в период инфляции / Г. Г. Салыч – М. : РУПФИ, 1994. – 160 с.
9. The Wall Street Journal Europe [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://online.wsj.com>
10. U.S. Comptroller of the Currency, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : доступу : <http://www.occ.gov/>
11. Market data and news [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.finwin.com
12. Банк міжнародних розрахунків, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bis.org

Тести для перевірки знань до розділу 15

1. **Ф'ючерсний контракт є контрактом:**
 - а) на реальний товар;
 - б) винятково позабіржовим;
 - в) винятково біржовим;
 - г) як біржовим, так позабіржовим.
2. **Товарні ф'ючерси – це:**
 - а) угоди на кредитування товару;
 - б) угоди на обмін товарами;
 - в) угоди на завчасну купівлю/продаж сировини;
 - г) бартерні угоди.
3. **Товарні ф'ючерси – це:**
 - а) забезпечені реальним товаром сертифікати на пред'явника;
 - б) матеріальна гарантія виконання форвардної угоди;
 - в) інвестиційний фінансовий інструмент;
 - г) все зазначене вище.

4. Обсяги торгівлі товарними ф'ючерсами на сучасних зарубіжних ринках:

- а) залишаються стабільними;
- б) різко зростають;
- в) різко падають;
- г) змінюються циклічно.

5. Найпоширенішим індексом товарних ф'ючерсів є:

- а) DJIA;
- б) GSCI;
- в) FTSE;
- г) S&P 500.

6. Біржові котирування товарних ф'ючерсів дозволяють:

- а) отримувати інформацію про ціну;
- б) отримувати інформацію про динаміку цін;
- в) отримувати інформацію про ціни та обсяги торгівлі;
- г) отримувати інформацію про кількість відкритих позицій.

7. Товарні ф'ючерси дають можливість виробнику сировини:

- а) страхувати ціновий ризик;
- б) отримувати прибуток від арбітражу на ф'ючерсному та товарному ринках;
- в) планувати виробництво та збут;
- г) здійснити все зазначене вище.

8. «Open» – це:

- а) ціна останньої угоди;
- б) ціна першої угоди;
- в) максимальна ціна дня;
- г) мінімальна ціна дня.

9. «High» – це:

- а) ціна останньої угоди;
- б) ціна першої угоди;
- в) максимальна ціна дня;
- г) мінімальна ціна дня.

10. «Settle» – це:

- а) максимальна ціна дня;
- б) мінімальна ціна дня;
- в) розрахункова ціна дня;
- г) ціна відкриття біржі.

11. «Volume» – це:

- а) кількість укладених за день ф'ючерсних контрактів;
- в) зміна ціни відносно попереднього дня;
- б) кількість відкритих позицій;
- г) ціна закриття біржі.

12. Гроші на біржу приносять:

- а) брокери;
- б) трейдери;
- в) правління;
- г) службовці.

13. Ф'ючерсний контракт є:

- а) міжнародним інвестиційним інструментом;
- б) регіональним інвестиційним інструментом;
- в) національним інвестиційним інструментом;
- г) локальним інвестиційним інструментом.

14. Ф'ючерсна торгівля базується на таких правилах:

- а) програш продавця є виграшем брокера;
- б) програш продавця є виграшем покупця;
- в) виграш покупця є програшем брокера;
- г) виграш покупця є програшем розрахункової установи.

15. Ф'ючерсна торгівля базується на такому балансовому рівнянні:

- а) сума програшів продавців є сумою виграшів покупців;
- б) сума виграшів одних членів є сумою програшів інших;
- в) сума комісійних є сумою програшу трейдерів;
- г) сума комісійних є сумою виграшу трейдерів.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ ф'ючерсний контракт;
- ✓ контракт-зобов'язання;
- ✓ ф'ючерсна індустрія;
- ✓ ф'ючерсні позиції;
- ✓ товарні ф'ючерси.

Розділ 16.

ТОРГІВЛЯ ОПЦІОНАМИ

Першим, хто правильно зрозумів угоду з премією, був Гарайс. Він висловив думку, що зміст угоди сконцентрований у записі: «Право вибору за премією».

О. Штілліх, дослідник бірж

Теоретична частина

- ✓ *Суть опціонів та їх характеристика*
- ✓ *Товарні опціони*
- ✓ *Основні стратегії з товарними опціонами*
- ✓ *Опціони з фінансовими інструментами*

16.1. Суть опціонів та їх характеристика

Ринок опціонів, або угод з *преміями*, є одним із найзначніших та найцікавіших явищ на світових фінансових ринках з моменту появи на них ф'ючерсних контрактів у їх сучасному вигляді. Діапазон застосування опціонів величезний, угодами з ними можуть займатися будь-які учасники біржової та позабіржової діяльності: біржові маклери, спекулянти, арбітражери, хеджери. Операції з опціонами передбачають величезні можливості, однак мають значний елемент ризику та складності. Той, хто не зрозумів усіх можливостей та небезпек опціонів, неодмінно матиме втрати і, навпаки, той, хто опанував цю складну науку, заробить на них великі гроші.

Опціони з ф'ючерсними контрактами ще більше відрізняються від основного ринку реальних товарів, на який орієнтується ф'ючерсний. Хоча ф'ючерсні угоди з реальним товаром точно реагують на ринок реального товару і форвардні прогнози

цих ринків, проте вони мають свою динаміку та існують самі собою. Опціони ж, якщо їх розглядати у ціновій динаміці, ще складніше співвідносяться з основним інструментом, ніж ф'ючерси з реальним товаром.

Опціони з ф'ючерсними контрактами запроваджені на біржових ринках Заходу відносно недавно. Офіційно вони з'явилися у 1982 р. – саме тоді у біржову практику було запроваджено опціонний контракт на облігації Казначейства США. За нетривалий проміжок часу цей контракт набув популярності, що сприяло розповсюдженню опціонів на інші цінні папери, валюту та ф'ючерсні товарні контракти.

Термін «**опціон**» (*option*) у сьогоденній економічній практиці впроваджено через законодавчі акти України (ЗУ «Про оподаткування прибутку») і нормативні документи Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Термін «**опціон**» є звичайною калькою англійського терміна «*option*», що перекладається як вибір.

На провідних біржах світу опціони на ф'ючерсні контракти практикуються з 70-х рр. ХХ ст. У 1973 р. створюється Чиказька біржа опціонів (Chicago Board Options Exchange), яка впровадила стандартизовані опціонні контракти та кліринговий механізм для забезпечення фінансової цілісності ринку. Сьогодні на цій біржі переважно практикуються опціони на цінні папери.

У зростанні обсягів опціонної торгівлі неабияку роль відіграють банки, які шукають можливості використання опціонних контрактів з метою зменшення ризику при фінансуванні проектів, пов'язаних з видобутком нафти та її переробкою, кредитуванням сільськогосподарських виробників та переробників зернових культур, кави, цукру, какао тощо.

Опціон – це право купити або продати визначену цінність (товар, цінний папір, ф'ючерсний контракт) на особливих умовах в обмін на сплату винагороди – **премії** (*premium*). В економічній літературі вживається кілька визначень опціонного контракту. Наведемо два з них¹:

1) опціон – це право, але не зобов'язання, купити (у випадку опціону на купівлю) або продати (у випадку опціону на продаж) обумовлений в опціоні об'єкт за встановленою ціною у визначений термін або протягом цього терміну в обмін на сплату премії;

2) опціон – це форвардний або ф'ючерсний контракт, який одна із сторін може перервати до вказаного терміну за власною ініціативою. Стороною, що має такий привілей, є покупець опціону.

Об'єктом опціону може бути реальний товар – сировина, цінні папери, валюта та ф'ючерсні контракти на вказані активи. За технологією виконання розрізняють три види опціонів:

- ✓ **опціон з правом купити** (*option call*);
- ✓ **опціон з правом продати** (*option put*);
- ✓ **подвійний опціон** (*double option; put and call option*).

¹ Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева, О. А. Кандинская. – М. : Банки и биржи : ЮНИТИ, 1997. – 507 с.; Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 62–93.

Опціон на купівлю – **опціон «кол»** – дає його покупцеві право, але не зобов'язання, купити ф'ючерсні контракти за відповідною ціною протягом терміну дії опціону.

Опціон на продаж – **опціон «пут»** – дає його покупцеві право продати ф'ючерсні контракти за відповідною ціною протягом терміну дії опціону.

Подвійний опціон – «кол» і «пут» – це комбінація опціонів на купівлю та продаж. Він дозволяє покупцеві або купити, або продати за погодженою ціною. Використовується за умови невизначеності кон'юнктури ринку. Такі опціони активно котирувалися в минулому столітті, сьогодні вони збереглися на біржах Великобританії.

Ціна, за якою покупець «кола» зможе купити, а покупець «пута» – продати ф'ючерсний контракт, називається **базисною ціною** (*basis price*), **ціною виконання** (*exercise price*), або **ціною зіткнення** (*strike price*).

Суттєва відмінність біржових опціонів від позабіржових полягає у їх стандартизації. Визначаються певні стандартизовані ціни основного ринку, за якими укладаються та виконуються опціонні контракти. Крім того, визначаються дати, до яких може діяти опціон, вони також стандартизовані.

Ще одним основним поняттям опціонного контракту є *термін* його дії. В економічній літературі застосовуються такі терміни для його позначення: *період*, *термін закінчення* та *дата закінчення*. Термін закінчення опціону чітко фіксується (наприклад, 3, 6, 9 місяців тощо).

Стандартизація основного інструменту, ціни, типу опціону (їх два: на купівлю та на продаж), кінцевого терміну дії, кількості дозволяє опціонові існувати самостійно. Він стає обмінним, може вільно переходити з рук в руки. Саме із створенням вторинного ринку опціон отримав нову якість.

До основних характеристик опціонів належать:

- 1) основний інструмент (товар, валюта, ф'ючерс і т. ін.);
- 2) кінцевий термін дії;
- 3) ціна, за якою власник (*holder*) опціону може купити або продати інструмент – страйкова ціна;
- 4) тип опціону – «кол» (*call*) або «пут» (*put*);
- 5) бажана ринкова ціна або інструкція.

Перша позиція є досить зрозумілою.

Щодо другої, то саме вона є першим елементом стандартизації даного контракту. Наприклад, для векселів, що зараховуються у банку, термін дії опціонів закінчується за два тижні до дати поставки за ф'ючерсними контрактами.

Страйкова ціна – це ціна, за якою власник опціону може вимагати поставки ф'ючерсного контракту. Це друга основна вимога стандартизації торгівлі опціонами. Страйки визначаються біржами відносно ринкової ціни основного інструменту з визначеними інтервалами. Інтервали теж мають стандартну величину.

Наприклад, якщо на ф'ючерсні контракти з векселями зафіксовано ринковий курс по 88.00, то біржа може встановити такі страйкові ціни з діапазоном 0.5 базисного пункту: 87.50, 88.00, 88.50. Зі зміною цін основного інструменту на ринку біржа може впроваджувати іншу послідовність страйкових цін.

У табл. 16.1 подано приклад біржового котирування опціонних контрактів на ф'ючерсний контракт на 5000 бушелів пшениці, що котируються на CBOT («The Wall Street Journal Europe», September 13, 2002).

Таблиця 16.1

Котирування опціону на пшеницю Чиказької торговельної палати

Friday, September 13, 2002						
Wheat (CBT) 5, 000 bu; cents per bu.						
Strike price	Calls – settle			Puts – settle		
	Oct	Nov	Dec	Oct	Nov	Dec
370	24,250	29,500	34,000	1,500	6,750	11,250
380	16,000	23,250	28,375	3,250	10,500	15,625
390	9,250	18,000	23,750	6,500	15,500	21,000
400	5,250	14,000	19,750	12,000	...	27,000
410	3,250	11,000	16,750	20,250	28,000	33,750
420	1,750	8,500	14,000	28,750	35,500	41,000
Est vol 13,070 Th 3,225 calls 2,571 puts						
Op int Thur 67,728 calls 76,817 puts						

Позиції відкриваються і закриваються аналогічно з виконанням угод із ф'ючерсними контрактами. Всі опціони з різними страйками, кінцевими термінами дії на купівлю та продаж, що котируються за цим основним інструментом, називаються **класами**. **Серія** визначає певний контракт, наприклад: опціон «call» на ф'ючерсний контракт з пшеницею (5 000 бушелів) із страйковою ціною 360 ¢/бушель терміном до вересня 1997 р. коштує 43 ¼ ¢/бушель.

Особа, що купує опціон, є **власником опціону**. Особа, що продає опціон, називається продавцем, або **емітентом** опціону, або особою, що **виписує опціон**. Власники опціонів використовують свій опціон і так купують продану або куплену позицію: продану для власників опціонів «пут» і куплену для власників опціонів «кол» за основним ф'ючерсним контрактом. Власникові опціону немає необхідності чекати закінчення терміну дії серії, щоб використати свій опціон. Тоді, коли тримач використає свій опціон, продавцеві передається обернений ф'ючерсний контракт.

Опціони бувають двох видів – **європейські** та **американські**.

Європейські опціони можуть використовуватися тільки у день закінчення терміну дії, **американські** – будь-коли до дати кінцевого терміну дії або в останній день. Термін дії американського опціону та його виконання не збігаються. Він базується на термінах поставки за ф'ючерсними контрактами. В Лондоні на опціони припадає 5% від обсягів з ф'ючерсними операціями (наприклад, з алюмінієм), тоді як у США – до 30% (з валютою, державними цінними паперами).

16.2. Товарні опціони

На ранніх біржових ринках використовувалися опціони з реальним товаром. Після заборони у 30-х рр. ХХ ст. у США торгівля опціонами відновлюється лише у 1974 р., на опціони із ф'ючерсними контрактами – тільки з 1982 р. Опціонні угоди з реальним товаром називаються **емітентом** опціону (укладаються переважно з коштовними металами і поза біржами). Найбільш поширені в США біржові опціони з ф'ючерсними контрактами.

У табл. 16.2 подано деякі відомості про опціонні контракти з ф'ючерсами основних бірж США.

Таблиця 16.2
Найбільш поширені товарні опціонні контракти бірж США*

Біржа	Чикаго Бординг Трейд	КОМЕКС	Нью-Йоркська біржа кави, цукру і какао
Ф'ючерсний контракт	Довгострокові казначейські зобов'язання 100000 дол., 8% купон	Золото, 100 трійських унцій	Цукор-сирець, 112000 англ. фунтів
Місяці припинення дії опціонів	Березень, червень, вересень, грудень	Квітень, серпень, грудень	Березень, липень, жовтень
Останній день торгівлі	Остання п'ятниця в останні п'ять днів місяця, що передує місяцеві поставки за ф'ючерсним контрактом	Друга п'ятниця місяця, що передує місяцеві опціону	Друга п'ятниця місяця, що передує місяцеві опціону
Час припинення права на опціон	10:00 у суботу після останнього дня торгівлі	Останній день торгівлі	Субота після останнього дня торгівлі
Інтервали цін укладення угод	Два пункти (мін. $\frac{1}{64}$) 1 = 100 дол.	Залежно від ціни 10 дол. при 300 дол. за унцію 30 дол. при 300–500 дол. за унцію 40 дол. при 500–800 дол. за унцію	Залежно від ціни 0,5 цента для найближчих місяців, 1 цент для віддалених місяців поставки

* Перед початком роботи з брокерами цих бірж рекомендується зробити звірку, оскільки у правила бірж щорічно вносяться зміни.

Покупець опціону (holder), сплативши продавцеві обумовлену премію, більше не робить депозитних внесків до розрахункової (клірингової) палати біржі. Після реалізації опціон стає ф'ючерсним контрактом і вимагає внесення звичайного депозиту. Якщо ж покупець вирішує не реалізовувати опціон, він не робить більше нічого. Його втрати обмежуються розміром премії.

Продавець опціону (writer) отримує **премію** від покупця опціону, однак згідно з правилами біржової торгівлі опціонами він має зробити гарантійний депозитний внесок, причому значно більший за розмірами, ніж при відкритті позиції за

ф'ючерсними контрактами. Його можливі втрати не обмежені, тоді як прибуток обмежений розміром премії.

Зауважимо ще один аспект, відображений у специфічній термінології, – це співвідношення страйкової ціни опціонної угоди і ринкової ціни основного ф'ючерсного контракту.

Опціон, що дає його покупцеві прибуток від своєї реалізації, називається **«опціоном в грошах»** (*in the money*), або грошовим, або виграшним опціоном. Наприклад, якщо золото за ф'ючерсним контрактом котирується за ціною 390 дол. за унцію, а опціон «кол» дає право його покупцеві купити золото за 370 дол., то опціон виграшний. Для опціону «пут» страйкова ціна повинна бути вищою за ринкову. Наприклад, право продати золото за 390 дол. при ринковій ціні ф'ючерсного контракту 370 дол.

Якщо ціни ф'ючерсних контрактів збігаються зі страйковими, то такий опціон називається **нульовим, паритетним, або опціоном «при своїх»**, або **«опціоном на грошах»** (*at-the money*).

Опціон, від реалізації якого немає прибутку, називається **програшним опціоном, або опціоном «без грошей»** (*out-of-the money*). Це відбувається за умови, коли страйкова ціна опціону «кол» вища від ринкової ціни ф'ючерсного контракту або нижча за умови купівлі опціону «пут» (рис. 16.1).

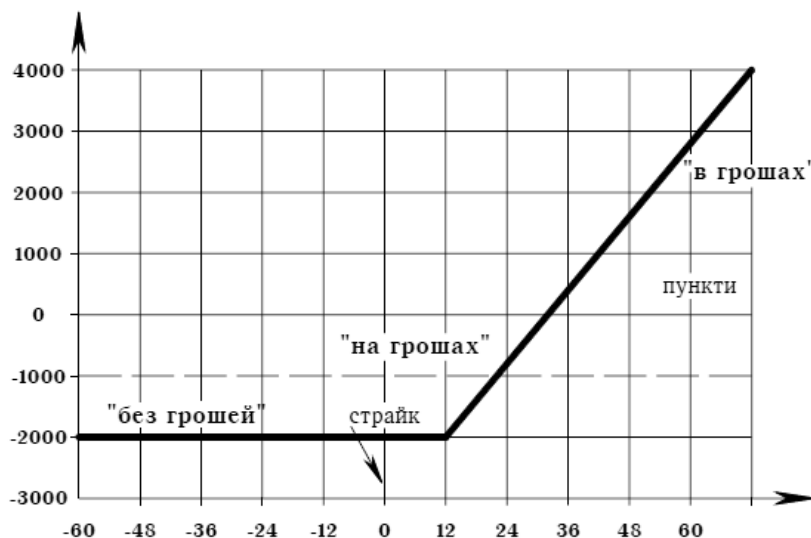


Рис. 16.1. Опціони «в грошах», «без грошей» та «на грошах»

Премії за опціоном складаються із двох основних елементів: *внутрішньої вартості та часової*.

Це цікаво!

Опціон на золото страйком 360 дол. за трійську унцію матиме внутрішню вартість 25, якщо такий самий ф'ючерсний контракт продається за 385 дол. за трійську унцію. Коли страйк опціону 350, то він не має внутрішньої вартості. Премія за таким опціоном складатиметься з тимчасової премії, яку ще називають зовнішньою вартістю. Саме вона насправді є мірою вартості чистої ціни опціону.

Отже, зробимо такі висновки: опціон до моменту закінчення строку не матиме часової вартості, а відобразатиме лише внутрішню вартість, інакше кажучи, величину, на яку ціна основного ф'ючерсного контракту більша за страйкову ціну за опціоном (рис. 16.2).



Рис. 16.2. Зв'язок між часовою та внутрішньою вартістю опціонів

З рис. 16.2 видно, що премія не має внутрішньої вартості, доки ціна основного інструменту не перевищує ціни угоди для опціону на купівлю, а при ціні угоди, вищій від ціни основного інструменту, внутрішня вартість лінійно зростає залежно від збільшення (або зменшення у випадку опціону на продаж) ціни основного засобу. Верхня крива (нелінійна) відображає завершальну премію, заштрихована частина – зовнішню. З рис. 16.2 видно, що найбільша величина часової премії, як правило, для опціонів «на грошах», тобто коли страйк для опціону і ціна основного інструменту приблизно однакові. В міру переміщення опціону «в гроші» або «поза грошіма» прогресивно зменшується складова часової премії за опціоном.

Учасники опціонних ринків визначають для себе два параметри: **ціну зіткнення** (*strike*) та **премію** (*premium*). Страйкову ціну для біржових опціонів визначають самі біржі, причому серія страйкових цін змінюється разом із зміною кон'юнктури

основного інструменту, що забезпечує опціонний контракт. Премія є предметом торгу в біржовій залі. Оскільки учасники ринку опціонів не є рівними і можливість вигравів та втрат у кожного з них своя, великого значення набуває визначення реальної ціни опціонів. Багато економістів Заходу працюють над вирішенням цієї проблеми, їх праці настільки фундаментальні, що висувалися на одержання Нобелівської премії. Саме за працю з визначення вартості опціонів її одержали у 1997 р. М. Шоулс (M. Scholes) та Р. Мертон (R. Merton).

Для оцінки розміру премії, тобто цінності права на купівлю-продаж, або відмови від купівлі-продажу, використовуються деякі основні правила. Ціна опціону, як вказувалося вище, складається з двох частин:

- ✓ внутрішньої вартості (*interinsic value*);
- ✓ часової вартості (*time value*).

Однак важливе значення для визначення ціни опціону має нестабільність (*volatility*) ринку, що визначається як певна складова ціни опціону – змінний компонент, що найважче прогнозується. Співвідношення ціни опціону і ціни ф'ючерсного контракту або іншого активу, що є основою опціону, виражається показником *дельта* (Δ). Дельта змінюється від 0 до 1,0: Δ наближається до 0 при опціоні «без грошей», становить майже 0,5 для опціону «при своїх» та майже 1,0 – для опціону «в грошах». Δ відіграє важливу роль при виконанні опціонних операцій і показує, на скільки змінюється ціна премії при зміні ціни основного інструменту або ф'ючерсного контракту.

За допомогою Δ обчислюють коефіцієнт хеджування своїх позицій на реальному та ф'ючерсному ринках. Якщо користуватися опціонами «в грошах» з $\Delta = 1$, то для хеджу вистачить одного контракту. Якщо $\Delta=0,1$ при опціоні «без грошей», то для хеджування кожної позиції реального ринку потрібно відкривати 10 позицій на ф'ючерсному. Показник Δ дозволяє оцінити ризик, оскільки він не постійний для кожного опціону, і при ретельному аналізі змін на ринку основного інструменту біржовики відносно легко прогнозують його зміну.

Зміна Δ у співвідношенні до зміни цін активу, що є основою опціону, називається показником *гамма* (Υ), його значення коливається від 0 до ∞ . Невелике значення Υ означає, що число опціонів, необхідних для хеджу, не буде суттєво змінюватися при зміні ф'ючерсних або спотових цін базового активу. Високий показник Υ означає, що число опціонів для хеджу треба постійно коректувати при зміні цін на активи. Υ має найменше значення для опціонів «в грошах» з великою різницею між ринковою та страйковою цінами і найвище значення за умови опціонів «при своїх», а також для опціонів, термін дії яких завершується.

Часова вартість залежить від часу, що залишається до припинення права на опціон. Ця вартість і є тією сумою, яку покупець опціону готовий заплатити понад внутрішню вартість з надією, що вартість опціону підніметься і дозволить реалізувати його з прибутком.

Часова вартість залежить від амплітуди коливання цін самого базового активу, що є основою опціонного контракту та часу, який залишається до завершення дії опціону. За інших рівних умов, чим більшими будуть коливання цін, тим вищим є

розмір премії. Розмір премії зменшується при завершенні дії опціону. Таку залежність можна показати графічно (рис. 16.3).

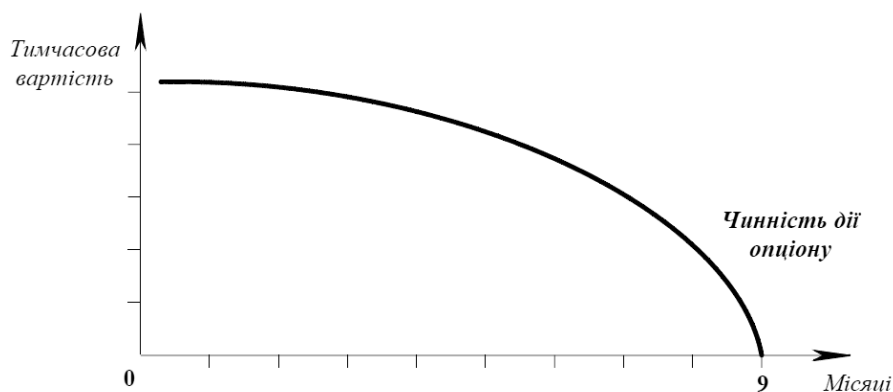


Рис. 16.3. Залежність між часовою вартістю та терміном дії опціону

Вартість опціону щоденно зменшується, цю зміну називають **розпадом часу в ціні опціону**. Коефіцієнт, що показує швидкість спаду ціни опціону при наближенні строків дії контракту, називається **тета (θ)**. Тета показує вартісну зміну ціни опціону.

Часова премія визначається такими факторами:

- ✓ попит та пропозиція на опціони даної серії;
- ✓ абсолютний період до завершення кінцевого терміну;
- ✓ передбачувана змінність ціни основного інструменту на термін дії опціону.

Оскільки продавець робить суттєвий депозит при відкритті позиції, на ціни опціонів впливають розміри ставок банківських відсотків. Показник, що пов'язує зміну ціни опціонів та банківських відсоткових ставок, позначається грецькою буквою **ро (ρ)**. Третя складова премії – волатильність – нестабільність змінюється від 0 до ∞ , однак на практиці нестабільність понад 45–50% трапляється рідко. Співвідношення нестабільності до ціни опціону позначається грецькою буквою **каппа (χ)** і змінюється від 0 до ∞ . Існує два види нестабільності: **історична** та **передбачувана**. Історична нестабільність визначається за допомогою аналізу минулого і є **стандартним відхиленням – сігма (σ)** – мірою ризику. Цей показник використовують при обчисленні теоретичної величини премії опціону. Проте більш важливою складовою є очікувана нестабільність, вона відображає зміну цін, яка очікує ринок. Наприклад, зустрічі глав держав, які розглядають питання про створення пільгових умов для експорту або імпорту зерна, нафти тощо, викликають адекватну реакцію на ринку негайно.

Ф. Шварц² звертає увагу сучасних біржовиків на неприпустимість нехтування значенням та впливом часової премії на успіх торгівлі опціонами. Він наголошує,

² Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – 172 с.

що співвідношення ф'ючерсних цін та реальних активів допомагає належно оцінити ринок опціонів. Премія за опціоном відображає як рух цін основних ф'ючерсних контрактів, реальних активів, так і правильний прогноз зміни тимчасової вартості у загальній премії за опціоном, що й відзначає успіх або невдачу в угодах з опціонами на біржах.

16.3. Основні стратегії з товарними опціонами

Головна перевага, яку використовують торговці опціонами, полягає в обмеженому ризикові тримати «довгі» або «короткі» позиції. Ця альтернатива унікальна, оскільки наявність ризику, з одного боку, обмежується премією початкового опціону. З іншого боку, потенціал прибутку не обмежується як при прямій ф'ючерсній позиції.

Навіть торговець з незначною сумою грошей в обігові, використовуючи опціони, зберігає стійкість як найбільший інституційний інвестор. Це треба пам'ятати, порівнюючи ф'ючерси з опціонами на ф'ючерси. Незалежно від того, наскільки ф'ючерс, що є основою опціону, відхиляється від обумовленої ціни, його можна тримати до самого закінчення терміну дії; максимальна втрата при цьому – премія за опціоном.

Ця унікальна особливість опціону полягає в можливості відмовитися від виконання операції з ф'ючерсами при цінах, що не влаштовують торговця. Інша унікальна риса опціонів – їх гнучкість. На нестабільних ринках ф'ючерсні операції виконуються при вищому діапазоні цін. При статичності ринків, як правило, прибутків немає або вони незначні. При прямій ф'ючерсній позиції інвестор повинен прогнозувати ринковий курс протягом певного проміжку часу.

Використовуючи опціони, можна застосовувати стратегії з великим потенціалом прибутку навіть без прогнозу ринкового курсу. При придбанні надається великий вибір опціонів з різними термінами дії. Зауважимо ще одну характерну рису опціонів – нелінійний характер опціонних доходів. В опціонній стратегії можна використати опціони і продавця, і покупця. Вони комбінуються з метою отримання доходів. В іноземній літературі аналізується стратегія опціонів, зокрема подаються рекомендації до використання конкретних моделей встановлення опціонних стратегій для прогнозування опціонного прибутку³.

Опціонний прибуток залежить від зміни будь-якого з вказаних нижче факторів:

- ✓ ф'ючерсної ціни;
- ✓ нестабільності;
- ✓ без ризикової процентної ставки;
- ✓ ціни «спот»;
- ✓ дивідендів.

³ Коннолли К. Б. Покупка и продажа волатильности / К. Б. Коннолли. – М. : ИК «Аналитика», 2001. – 264 с.

Оскільки саме ф'ючерсна ціна найбільше впливає на опціон, вона завжди відома (в найбільш читабельних виданнях щоденно публікуються ф'ючерсні ціни на основні види товарів). В українських умовах такої ціни просто немає: немає ринку – немає ціни. Працювати з опціонами на нашому ринку неможливо і вкрай небезпечно. Одиначним прикладом була спроба відкрити торгівлю опціонними контрактами на Українській фондовій біржі у 1994–1995 рр. на валютний курс долара США до українського карбованця, що закінчилася невдало, зокрема й тому, що на той момент не був сформований ринок опціонів, а учасники реального валютного ринку не відчували в цьому потреби. Опціонна стратегія полягає в одночасних купівлі та продажу одного або декількох опціонів та ф'ючерсних контрактів і контрактів на реальний товар. Оскільки ціни за двома різними контрактами на той самий товар, як правило, зростають або зменшуються одночасно, подібні угоди можуть служити захистом від втрат при непередбачених або значних коливаннях цін. Це відбувається тому, що втрати з однієї сторони угоди більш-менш відшкодовуються прибутком від другої частини угоди. Наприклад, якщо «коротка» позиція спричинює збитки через зростання цін, то «довга» позиція має принести прибуток, який компенсує більшу частину втрат.

Крім зменшення ризику при операціях, опціонні угоди мають також інші цілі: отримати вигоду від недооцінки або переоцінки одного опціону відносно другого при ринковій кон'юнктурі, підвищити прибуток від інвестованих коштів. Для досягнення своїх цілей учасники торгів можуть використовувати різні типи опціонних стратегій, а саме:

- ✓ вертикальні;
- ✓ горизонтальні;
- ✓ конверсійні;
- ✓ обернені;
- ✓ дельта-нейтральні.

При *вертикальних стратегіях*, які іноді називають грошовими, зменшення ризику супроводжується обмеженням доходності. Такі стратегії передбачають купівлю і продаж опціонів з одним терміном виконання, але з різними страйковими цінами. Є чотири види вертикальних стратегій:

- ✓ угода «бика» з опціоном «кол»;
- ✓ угода «ведмедя» з опціоном «пут»;
- ✓ угода «бика» з опціоном «пут»;
- ✓ угода «ведмедя» з опціоном «кол».

Угоди «бика» виконуються, коли очікується підвищення цін на ринку, угода «ведмедя» – при очікуванні їх пониження. Угода «бика» з опціоном «кол» полягає у купівлі опціону «кол» з однією страйковою ціною і одночасному продажу такого самого опціону, але з вищою страйковою ціною.

Приклад 16.2

У кінці червня кондитер очікує, що зростання цін на сільськогосподарську продукцію (пшеницю, сою, соєву олію) призведе до спаду його доходів від тільки що укладеного форвардного контракту на поставку кондитерських виробів мережі супермаркетів у грудні до Різдвяних свят. При спотовій ціні у червні соєвої олії 17,2 \$/фунт кондитер через брокера біржі починає втілювати вертикальну стратегію, використовуючи угоди «бика» з опціоном «кол». Він продає «кол» на соєву олію за страйковою ціною 18 \$/фунт з терміном виконання в грудні, премія становить 0,53 \$/фунт; одночасно він купує опціон «кол» за страйковою ціною 17 \$/за фунт на той самий термін з премією 0,96 \$/за фунт. До початку вересня ціна соєвої олії піднялася до 17,8 \$/фунт, кондитер робить закупи на реальному ринку і одночасно завершує вертикальну стратегію на опціонному ринку. Він виконує обернений продаж опціону за страйковою ціною 17 \$/фунт з премією 1,285 \$/фунт, тобто отримує прибуток від цієї операції 0,325 \$/фунт і одночасно від оберненої купівлі опціону за страйковою ціною 18 \$/фунт з премією 0,55 \$/фунт втрачає 0,015 \$/фунт.

Підсумок: збитки 0,6 \$/фунт на реальному ринку і чистий прибуток від опціонної стратегії – 0,31 \$/фунт.

Угода «бика» з опціоном «пут» полягає в купівлі цього опціону з однією страйковою ціною і одночасно продаж такого самого опціону з вищою страйковою ціною. Угода «ведмедя» з опціоном «кол» передбачає продаж опціону з однією страйковою ціною і одночасно придбання такого самого виду опціону з вищим страйком.

Горизонтальні стратегії відомі також за назвою *календарних*. Вони дозволяють отримати вигоду від відмінностей у графіках знецінення опціонів з різними страйками. Інакше кажучи, горизонтальна стратегія полягає у купівлі опціону одного типу і одночасно в продажу цього самого типу опціону, але з різними термінами виконання. Оскільки тимчасова вартість з віддаленим терміном виконання знижується швидше, ніж тимчасова вартість опціону на більш віддалений термін, при застосуванні таких стратегій найчастіше продається опціон на короткий термін і купується опціон з віддаленим терміном виконання. Горизонтальні стратегії з опціонами «кол», як правило, виконуються тоді, коли у довгостроковій перспективі очікуються більш стабільні ціни або їх підвищення. Горизонтальні стратегії з опціонами «пут», як правило, виконуються тоді, коли довгостроковий прогноз вказує на спад цін.

При *конверсійних угодах* торговець купує опціон «кол», продає опціон «пут» і відкриває «довгу» позицію за ф'ючерсним контрактом. Обидва контракти мають одну ціну і один термін виконання. Ф'ючерсний контракт повинен бути укладений на той самий термін, що й опціон «кол», а його ціна повинна максимально наблизитися до страйкової. Якщо в майбутньому ціна ф'ючерсного контракту буде більшою від страйкової ціни опціону «кол», то можна використати право на придбання і «довгу» позицію на ф'ючерсному ринку автоматично закрити. Якщо ж ціни ф'ючерсних контрактів спадають нижче від страйкової ціни, то торговець використовує право на продаж, чим автоматично ліквідує «довгу» позицію. Проданий опціон «пут» залишається невикористаним. Прибуток у цьому випадку обчислюється так:

$$\text{Прибуток} = (\text{Ціна опціону «кол»} - \text{Ціна опціону «пут»}) - \\ - (\text{Ціна ф'ючерсного контракту} - \text{Страйкова ціна}).$$

При **оберненій угоді** трейдер купує опціон «кол», продає опціон «пут» і відкриває «довгу» позицію за ф'ючерсним контрактом. Обидва опціони мають однакову страйкову ціну та термін виконання. Ф'ючерсний контракт має такий самий термін виконання, і його ціна має максимально наблизитися до страйкової. Якщо ціни ф'ючерсних контрактів більші за страйкову ціну до терміну закінчення, торговець реалізовує опціон «кол» і цим автоматично закриває «коротку» позицію за ф'ючерсом; опціон «пут» не використовується. Якщо ж ціни ф'ючерсних контрактів спадають нижче за страйкові, то торговець реалізовує опціон «пут», автоматично ліквідує «коротку» позицію за ф'ючерсом; опціон «кол» не використовується.

При **дельта-нейтральних угодах** потенційні прибутки-збитки за наявною опціонною позицією врівноважуються за рахунок однієї або кількох інших опціонних позицій, позицій із ф'ючерсними контрактами або з реальним товаром.

Товарні опціони є особливо гнучким інструментом для виробників, переробників, торговців, що використовують їх за допомогою брокерів-хеджерів. На зарубіжних біржах використовуються численні види стратегій, які можна використати для страхування втрат від зміни цін та курсів у діапазоні від дуже консервативних до високоспекулятивних.

Приклад 16.3

Купівля опціону «кол» (розрахунок на підвищення цін)

У січні трейдер, який очікує різкого підвищення цін на золото, купує квітневий «кол» зі страйковою ціною 450 дол. за унцію. В той момент ф'ючерси на квітнєве золото продаються за ціною 444 дол. за унцію. Сплатена премія становить 18 дол. за унцію, або 1800 дол. за контракт. Якщо ціни на квітнєве золото зростуть, наприклад до 525 дол. за унційов березні, інвестор зможе продати свій опціон «кол» з прибутком щонайменше 7500 дол. за контракт. З іншого боку, сценарій гри на підвищення передбачає матеріалізувати торгівлю квітневим золотом за ціною, нижчою від 450 дол. за унцію. В цьому випадку термін чинності опціону значення не має, втрати обмежуються початковою премією 1800 дол. за контракт. У даному випадку застосовується інша опціонна концепція – дельта. Дельта – це співвідношення кількості опціонних змін, які подаються через зміну контрактних характеристик. Коли ціна на квітнєве золото зростає понад 450 дол. за унцію, ціна одного долара опціону «кол» не зростає, коли ж квітнєві ф'ючерси знизяться до 444 дол. за унцію, ціна одного долара опціону зростає в майбутньому. У цьому випадку збільшення дельти має становити 16 одиниць.

Приклад 16.4

Купівля опціону «пут» (розрахунок на зниження цін)

Якщо 1 липня трейдер очікує, що ціни на липневий цукор значно відрізняться від їх звичайного рівня 8 \$/фунт, він може купити жовтневий «пут» зі страйковою ціною 8 \$/фунт з премією 0,9 \$/фунт. Якщо ціни на липневий цукор знизяться, наприклад, до 6,5 \$/фунт, то «пут» матиме вартість 1680 \$/за контракт. Якщо ж ціни будуть вищими за 8 \$/фунт на момент закінчення дії опціону, то останній не має вартості, і спекулянт втрачить початкову премію 1008 дол. за контракт.

Приклад 16.5**Продаж опціону «пут»**

Торговець, який у квітні передбачає, що спотова ціна на золото 450 дол. за унцію, можливо, зросте, але має обмежений нижній потенціал, продає без відшкодування червневий «пут» зі страйковою ціною 450 дол. за унцію премією 22 дол. за унцію. Якщо дія опціону закінчується, і ціна на червневне золото вища від 450 дол. за унцію, торговець намагатиметься отримати премію. Якщо опціон «втрачає силу» за умови, що червнева ціна золота стає вищою за 428 дол. за унцію, продавець отримає частину премії. За умови, що червнева ціна золота стає нижчою від 428 дол. за унцію, продавець опиниться в ризиковій ситуації. На рис. 16.4 показано результати, які можна отримати на момент припинення дії опціону «пут».

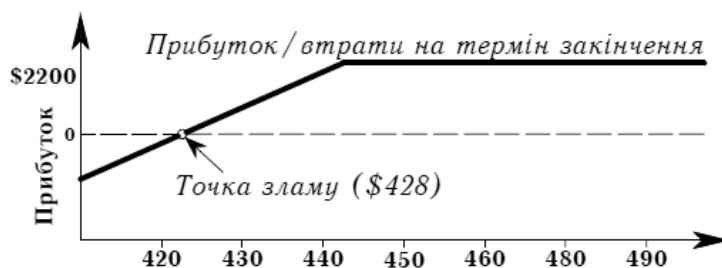


Рис. 16.4. Залежність між фінансовими результатами і термінами виконання опціону

Опціонні спреди забезпечують інші шляхи вирішення проблем на ринку. В спредах «биків» трейдер купує опціон «кол» за низькою страйковою ціною, як правило, «в грошах» або «на грошах» і продає «кол» з високою страйковою ціною, як правило, «без грошей». Це створює дебетовий спред, тому що премія сплачується лише за куплений «кол». Перевага подвійних спредів «биків» полягає в тому, що премія сплачується для того, щоб зменшити суму, яку продавець повинен сплатити для отримання вигоди на реальному ринку. Якщо ринок має тенденцію до зростання цін, то коли «в грошах» зростають швидше, ніж коли «без грошей». Ризик спредів такого роду обмежений до рівня премії, яка виплачується, коли обидва опціони закінчуються програшем. Потенційний прибуток обмежується різницею між двома страйковими цінами за винятком чистої премії.

Приклад 16.6

На реальному ринку прийнято липневий цукор за ціною 8 \$/фунт. Одночасно купується липневий «кол» за страйковою ціною 8 \$/за фунт з премією 0,8 \$/фунт (896 дол. за контракт) та продається липневий «кол» за страйковою ціною 9 \$/за фунт з премією 0,4 \$/фунт (448 дол. за контракт). Прибуток та втрати на термін закінчення дії контракту подані на рис. 16.5.

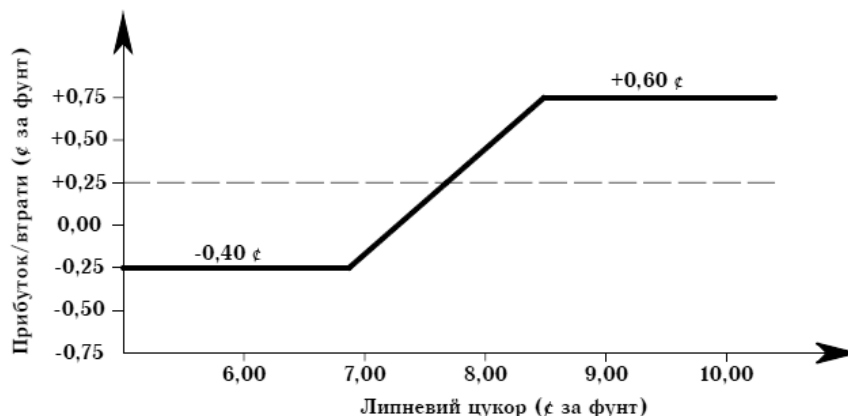


Рис. 16.5. «Колові» спреди «биків» (дебетовий спред)

Трейдери можуть також мати перевагу на ринку «биків», використовуючи «путіві» спреди. У цьому випадку торговець продає «пути» з високими страйками і продає з низькими. Цю стратегію прийнято називати *кредитний спред*, тому що премія, отримана від продажу «путів» з високими страйками більша, ніж премія, виплачена за «пути» з низькими страйками. Ризик у «путівому» спреді «биків» обмежений до різниці між страйковою ціною і чистою отриманою премією. Потенційна винагорода – чиста отримана премія.

На зарубіжних біржових опціонних ринках товарних опціонів використовуються такі стратегії в операціях «биків» та «ведмедів».

Ринки «биків»:

- ✓ купівля «кола». Прибуток потенційно необмежений. Ризик обмежений внесеною премією;
- ✓ купівля «кола»/продаж «пута». Еквівалент володіння повним ф'ючерсом, ризик і винагорода однаково необмежені;
- ✓ купівля «колів» із зниженими фіксованими страйками/продаж «колів» з фіксованими підвищеними страйками. Дебетовий спред. Винагорода обмежена різницею між фіксованими страйками і чистою сплаченою премією. Ризик обмежений чистою сплаченою премією;
- ✓ купівля «путів» із зниженими фіксованими страйками/продаж «путів» з підвищеними фіксованими страйками. Це поширений спред «пута» «бика». Винагорода обмежена чистою отриманою премією. Ризик обмежений до різниці між фіксованими страйками і чистою отриманою премією;
- ✓ продаж «пута». Прибуток потенційно обмежений отриманою премією. Ризик необмежений;
- ✓ продаж «кола»/купівля ф'ючерса. Так званий «покритий кол». Ризик необмежений. Максимальна винагорода – отримана премія.

Ринки «ведмедів»:

- ✓ купівля «пута». Прибуток потенційно необмежений. Ризик обмежений до сплаченої премії;

- ✓ купівля «кола»/продаж ф'ючерса. Прибуток потенційно необмежений. Ризик обмежений до сплаченої премії;
- ✓ купівля «пута»/продаж «кола». Це еквівалент повного короткого продажу. Ризик і винагорода необмежені;
- ✓ купівля «колів» з високими фіксованими страйками/продаж колів з низькими фіксованими страйками. Так званий «коловий» «ведмежий» спред (кредит). Максимальна винагорода обмежена до чистої отриманої премії і трапляється, коли обидва опціони виходять за межі опціонів «у грошах». Ризик обмежений до різниці між фіксованою страйковою ціною і чистою отриманою премією;
- ✓ купівля «пута» з високими фіксованими страйковими цінами/продаж із зниженими. Так званий «путовий» «ведмежий» спред (дебет). Ризик обмежений до чистої сплаченої премії. Винагорода обмежена до різниці між фіксованим страйком і чистою сплаченою премією. Максимальна винагорода трапляється, коли закінчується дія обох опціонів.

16.4. Опціони з фінансовими інструментами

У табл. 16.3 показані провідні світові біржі опціонів.

Таблиця 16.3

Провідні біржі опціонів

Біржа	Країна
CBOE	США
AMEX	США
KSE	Корея
MONEP	Франція
EUREX	Німеччина
CME	США
LIFFE	Великобританія

В опціонному контракті обумовлюються чотири аспекти:

1. Компанія, акції якої можуть бути куплені.
2. Кількість акцій.
3. Страйкова ціна за одну акцію.
4. Дата, коли втрачається право (*expiration date*).

У США є ліквідний ринок біржових опціонів на акції. Торгівля здійснюється за допомогою **Клірингової корпорації опціонів (ОСС)**. Цією компанією спільно володіють декілька бірж, вона користується комп'ютерною системою, що відстежує опціонні позиції кожного інвестора. Принцип роботи аналогічний до клірингу із ф'ючерсними контрактами. Як тільки покупець і продавець вирішили укласти опціонну угоду і покупець сплатив премію, другою стороною для кожного з них стає ОСС, яка дозволяє покупцям та продавцям закривати їх позиції у будь-який час. Опціони «кол» та «пут» захищені від подрібнення акцій і виплати дивідендів акціями. На біржах торгівля новими опціонами на конкретну акцію відкривається через кожні три місяці. Нові опціони мають термін обертання майже дев'ять місяців до кінцевої дати. Як правило, одночасно розпочинається торгівля з двома опціонами

«кол», що мають всі однакові параметри за винятком страйкових цін. Одночасно пропонуються два опціони «пут». Торгівля проводиться до моменту закінчення дії контракту, тобто до 22:59 год. середньоамериканського часу в суботу після третьої п'ятниці відповідного місяця. Опціонами на акції торгують на Чиказькій біржі опціонів (СВОЕ) – філії СВОТ, а також на Американській, Тихоокеанській, Філадельфійській та Нью-Йоркській фондових біржах. У котирувальних таблицях вказують назву компанії, курс акції при закритті бірж, страйкову ціну, дату закінчення контракту, обсяг торгівлі, останні премії «кол» і дат, поданих лівіше, останні дві колонки містять інформацію для опціонів «пут».

У табл. 16.4 подано приклад біржового котирування опціонів на акції з газети «The Wall Street Journal Europe» від 13.09.2012 р.

Таблиця 16.4

Зведене котирування опціонів на акції відомих американських корпорацій

Option	Strike	Exp.	«Call»		«Put»	
			Vol.	4pm	Vol.	4pm
AOL TW	5	Apr	...	...	4712	0,35
12,89	10	Oct	1877	3,20	943	0,30
12,89	12,50	Sep	2296	0,75	1845	0,30
ATT Wrls	5	Sep	2444	0,35	4	0,25
AT&T	10	Oct	1681	2,75	22	0,25
12,72	17,50	Jan	1650	0,20	...	...
AdobeS	20	Sep	2069	1,20	746	0,50
Aetna	40	Sep	6651	0,85	344	1,50

У США є дві системи торгівлі біржовими опціонами. Акціями на біржах торгують за допомогою *спеціалістів*, що виконують функції як брокерів, так і дилерів. Як дилери вони мають певні запаси акцій, за які відповідають; як брокери вони ведуть книги лімітних замовлень і виконують їх. Саме таку побудову має і ринок опціонів на Американській фондовій біржі.

На інших біржах, наприклад, СВОЕ, немає спеціалістів, там діють *маркет-мейкери* (*market-makers*) та *тримачі лімітних книг* (*order book officies*). Тримач книги не має права торгувати, він може лише навчати інших членів біржі. Торгують усно – викриком. Ціна, що публікується, є останньою ціною дня, як і при укладенні ф'ючерсних контрактів. Клієнти сплачують комісійні: за опціонні контракти і при виконанні опціону аналогічно до спотових угод.

З продавця ОСС вимагає гарантійний платіж – *маржу*. У випадку виписки *покритого опціону «кол»* (*covered call writing*), тобто коли продавець випишує опціон на акції, власником яких він є, він не вносить грошового завдатку. На його рахунок перераховується *премія* від покупця, однак акції зберігатимуться у брокерській фірмі. Якщо покупець вирішить виконати опціон, то у брокера акції готові до поставки. Якщо продавець закrije позицію офсетною угодою, йому буде повернено акції. Якщо ж випишується *непокритий опціон «кол»* (*naked call writing*), тобто продавець не має акцій, на які випишує опціон, він повинен внести грошовий завдаток.

Гарантійний внесок (*маржа*) визначається на основі вибору з двох чисел, серед яких обирається більше. Перше число визначається сумою премії плюс 20% від

ринкової вартості акцій, мінус різниця між страйковою ціною і ринковим курсом (за умови, якщо страйкова ціна вища від ринкового курсу). Ці правила, прийняті на американських біржах, наводяться у підручнику лауреата Нобелівської премії В. Шарпа, професора Стентфордського університету Г. Александера та брокера-аналітика Дж. Бейлі.

Приклад 16.7

Інвестор виписує грудневий «кол» на акції компанії А. Страйкова ціна становить 60 дол. за акцію, ринковий курс – 55 дол. за акцію, премія – 5 дол. за акцію. Обчислимо необхідний розмір маржі.

Метод 1

Премія опціону: $5 \times 100 = 500$ дол. за опціон.

20% від ринкової вартості акцій: $0,2 \times 55 \times 100 = 1100$ дол. за опціон.

Страйк більший від ринкової вартості: $(60 - 55) \times 100 = 500$ дол. за опціон.

Маржа: $500 + 1100 - 500 = 1100$ дол. за опціон.

Метод 2

Премія опціону: $5 \times 100 = 500$ дол. за опціон.

10% від ринкової вартості акцій: $0,1 \times 55 \times 100 = 550$ дол. за опціон.

Маржа: $500 + 550 = 1050$ дол. за опціон.

Оскільки перший метод дає більшу суму, то інвестор повинен внести 1100 дол. маржі, але оскільки як продавець він отримує премію в розмірі 500 дол. за опціон, йому доведеться внести додатково лише 600 дол. ($1100 - 500$).

Гарантійні внески для опціонів «пут» аналогічні. Якщо на рахунку продавця опціону «пут» у брокерській фірмі є гроші або інші цінні папери в розмірі ціни виконання опціону, гарантійні внески не потрібні. Якщо ж грошей нема, то обов'язково вноситься маржа під непокритий опціон. Сума маржі обчислюється аналогічно до опціону «кол».

Приклад 16.8

Інвестор виписує грудневий опціон «пут». Страйкова ціна становить 50 дол. за акцію, ринковий курс – 45 дол. за акцію, премія 3 дол. за акцію. Обчислити необхідний розмір маржі.

Метод 1

Премія опціону: $3 \times 100 = 300$ дол. за опціон;

20% від ринкової вартості акцій: $0,2 \times 45 \times 100 = 900$ дол. за опціон;

Страйк більший від ринкової вартості: не враховується.

Маржа: $300 + 900 = 1200$ дол. за опціон

Метод 2

Премія опціону: $3 \times 100 = 300$ дол. за опціон;

10% від ринкової вартості акцій: $0,1 \times 45 \times 100 = 450$ дол. за опціон.

Маржа: $300 + 450 = 750$ дол. за опціон.

Оскільки перший метод дає більшу суму, то інвестор має внести 1200 дол. маржі, але оскільки як продавець він отримує премію в розмірі 300 дол. за опціон, йому доведеться внести додатково лише 900 дол. ($1200 - 300$).

Вартість опціонів залежить від ринкової вартості акцій і цей зв'язок стає більш помітним на момент закінчення строку дії опціону. Графічно це подано на рис. 16.6.

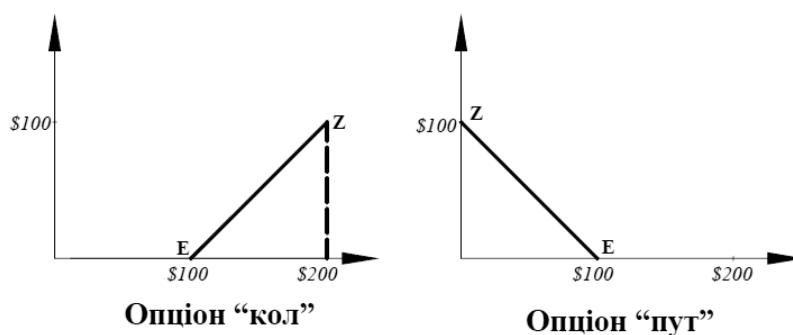


Рис. 16.6. Зв'язок вартості опціону та вартості акції

Якщо курс акцій буде нижчим за 100 дол., то опціон «кол» не має жодної цінності. Якщо ж ціна акцій вища за 100 дол., то опціон «кол» зі страйковою ціною 100 дол. можна виконати, отримавши акти, що він коштує дорожче. Чистий виграш покупця опціону – різниця між ринковою ціною і страйком. Для опціону «пут» ціна змінюватиметься протилежно до ціни опціону «кол».

Для оцінки вартості опціонів на зарубіжних ринках використовується **біноміальна модель** (ВОРМ). Цю модель запропонував В. Шарп у 1978 р., доробили Дж. Кокс, С. Рос, М. Рубінштейн у 1979 р.⁴ Головною особливістю біноміальної формули є те, що вартість опціонів не залежить від ймовірності підвищення цін активів, а визначається лише можливим відхиленням приросту ціни за один період. Вчені цю модель назвали біноміальною тому, що, за їх припущенням, майбутня ціна акції може розташовуватися на одному з двох розгалужень «дерева ціни». Наприклад, для опціону «кол» на акції «ІВМ» зі страйковою ціною 50 дол. за акцію терміном дії протягом року можливі такі варіанти розвитку подій. Ціна акцій сьогодні ($t = 0$) дорівнює 100 дол., через рік ($t = T$) ця акція може коштувати 120 дол. або 80 дол., тобто ціна акцій може зрости або знизитися. Вчені припускали, що неперервно нараховувана ставка без ризику в розрахунку на рік становить 8%, тобто інвестор може купувати або продавати державні облігації з такою ставкою доходу (кредитувати або отримувати позику).

Для того, щоб визначити внутрішню вартість опціону «кол» у момент $t = 0$, застосовується вказана модель. Для інвестора можливі три альтернативи:

- ✓ вкласти кошти в акції;
- ✓ вкласти кошти в опціон «кол»;
- ✓ придбати облігації без ризику та акції.

Існує так зване «дерево ціни», тому можливі два варіанти цін у майбутньому (рис. 16.7).

⁴ Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1999. – С. 624.

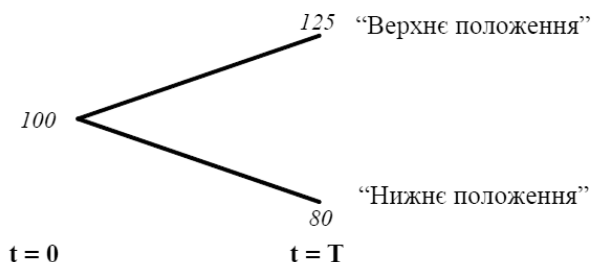


Рис. 16.7. «Дерево ціни»

Їх називають «верхнє положення», коли ціни повзуть догори, та «нижнє положення», коли ціни падають. Основні дані подано в табл. 16.5.

Таблиця 16.5

Ціни на акції, облігації та опціон «кол»

	Виплати у «верхньому положенні»	Виплати у «нижньому положенні»	Поточний курс
Акція	125	80	100
Облігація	108,33	108,33	100
Опціон «кол»	25	0	?

Курс опціону невідомий. Його значення вчені запропонували визначати через зведений портфель, що складається з акцій та безризикових облігацій. Для цього точно визначається портфель, який повинен повторити виплати за опціоном «кол» компанії А (в нашому випадку «ІВМ»). Нехай портфель складається з N_s акцій та N_b облігацій.

У «верхньому положенні» такий портфель отримає виплати:

$$125 N_s + 108,33 N_b. \quad (16.1)$$

У «нижньому положенні» відповідно:

$$80 N_s + 108,33 N_b. \quad (16.2)$$

Використавши основні дані табл. 16.5, порівнюємо виплати з ціною опціону.

У «верхньому положенні»:

$$125 N_s + 108,33 N_b = 25,$$

у «нижньому положенні»:

$$80 N_s + 108,33 N_b = 0.$$

Віднімаючи друге рівняння від першого, отримаємо $N_s = 0,5556$. Підставивши значення N_s в будь-яке із рівнянь, маємо:

$$125 \times 0,5556 + 108,33 N_b = 25, \text{ або} \\ N_b = -0,4103.$$

На фінансовій мові це означає, що, інвестувавши з 100 – 55,56 дол. в акції та продавши облігації за 41,03 дол., у майбутньому можна отримати ті самі виплати, що й з опціоном «кол». Потрібно лише 14,53 дол. власних коштів, що й буде **вартістю опціону**.

У загальному вигляді ціна опціону визначається за формулою:

$$V_o = N_s P_s + N_b P_b, \quad (16.3)$$

де N_s , N_b – кількість акцій та безризикових облігацій, з яких можна скласти портфель, що повторює виплати за опціоном;

V_o – вартість опціону;

P_s – ціна акцій;

P_b – ціна облігацій.

Якщо позначити: u – «верхнє положення», d – «нижнє положення», h – N_s (hedge ratio) коефіцієнт хеджування, то h визначається за такою формулою:

$$h = \frac{P_{ou} - P_{od}}{P_{su} - P_{sd}}, \quad (16.4)$$

де P – ціна акцій в кінці періоду, а індекси означають інструмент (o – опціон, s – акція).

Щоб репродукувати опціон «кол» в умовах біноміальної моделі, необхідно купити h акцій і одночасно отримати кошти під ставку без ризику шляхом «короткого продажу» облігацій. Ця сума становить:

$$B = PV(hV_{sd} - P_{od}), \quad (16.5)$$

де PV – дисконтована вартість суми облігацій на кінець періоду дії опціону.

Отже, вартість опціону «кол», за біноміальною моделлю, дорівнює:

$$V_o = hP_s - B. \quad (16.6)$$

Однак модель ВОРМ ґрунтується на припущенні, що курс акцій у кінці періоду володіння опціоном може мати одне з двох значень. Насправді ж значення може бути будь-яким із досяжної множини значень, але це не проблема, оскільки можна розвивати модель. Для цього рік ділиться на півріччя, квартал, місяць, для кожного періоду будується «дерево ціни». Модель можна використати і для оцінки опціонів «пут». За допомогою біноміальної моделі визначається паритет опціонів «кол» та «пут» (put-call parity).

$$P_p + P_s = P_c + \frac{E}{e^{RT}}, \quad (16.7)$$

де P_c , P_p – відповідний курс опціонів «кол» та «пут».

Біноміальну модель розвинули Ф. Блейк та М. Шоулс (Black-Sholes). У запропонованій моделі збільшується число періодів і зменшується довжина періоду. Крім того, припускається, що не було податків і витрат на операції (наприклад, комісійних тощо). Вартість опціону, згідно з припущеннями даної моделі, становитиме:

$$V_c = N(d_1)P_s - \frac{E}{e^{RT}} N(d_2), \quad (16.8)$$

де

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P_s}{E}\right) + (R + 0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}};$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{P_s}{E}\right) + (R - 0.5\sigma^2)T}{\sigma T} = d_1 - \sigma\sqrt{T},$$

P_s – поточна ринкова ціна базисного активу;

E – ціна виконання опціону;
 R – неперервно нараховувана ставка без ризику в розрахунку на рік;
 T – час до закінчення терміну дії опціону в розрахунку на періоди;
 σ – ризик базисної акції, що вимірюється стандартним відхиленням дохідності акції, у вигляді неперервно нараховуваного відсотка в розрахунку на рік;

$\frac{E}{e^{RT}}$ – дисконтована вартість ціни виконання опціону на базі неперервно нараховуваного відсотка;

$\text{Ln}\left(\frac{P_s}{E}\right)$ – натуральний логарифм, що позначає співвідношення ринкової ціни до страйку;

$N(d_1)$, $N(d_2)$ – ймовірність того, що при нормальному розподілі між середнім, нулем та стандартним відхиленням, що дорівнює одиниці, результат буде меншим, відповідно d_1 і d_2 .

Значення $N(d)$ занесені до таблиці, їх успішно використовують трейдери та аналітики опціонних ринків⁵.

Аналіз формули Блейка–Шоулса дозволяє визначити залежність вартості європейського опціону «кол» для акцій, за якими не виплачуються дивіденди, від п'яти змінних.

1. Чим вища ціна базисної акції P_s , тим вища вартість опціону «кол».
2. Чим вища страйкова ціна E , тим менша ціна опціону «кол».
3. Чим далі до закінчення терміну дії опціону T , тим вища вартість опціону «кол».
4. Чим вища ставка без ризику R , тим вища вартість опціону «кол».
5. Чим вищий ризик σ , тим вища вартість опціону «кол».

Із цих змінних три відомі. Четверту визначають на зарубіжних фінансових ринках на основі дохідності до відшкодування Казначейських векселів США (розглядатимуться в наступних параграфах). П'яту (ризик) визначають на основі методики оцінки динаміки попередніх цін, оцінки ринком ризику конкретної акції тощо.

Спробуємо пояснити вищезазначене на конкретному прикладі при торгівлі ф'ючерсним контрактом на індекс акцій на біржах Заходу.

Наприклад, торговець працює з опціоном ф'ючерсного контракту на індекс акцій. Контракт має такі параметри:

- ✓ термін дії – 4 місяці;
- ✓ нестабільність – 21%;
- ✓ ф'ючерсна ціна – 850;
- ✓ страйкові ціни – 800, 825, 850, 875, 900;
- ✓ безризикова процентна ставка – 15.

Застосовуючи формулу Блейка (варіант відомої формули Блейка–Шоулса), обчислюються величини для опціонних премій та коефіцієнт хеджу. Коефіцієнт хе-

⁵ Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : ЗАО «ОЛИМП» : Бизнес, 1997. – С. 1037–1041.

джу і дельта, що застосовуються для виміру ризику даного опціону, відносно ф'ючерсу є взаємозамінними.

Таблиця 16.6

Премії опціонів «кол» та «пут»

Страйк	Опціон «кол» (премія дельта)	Опціон «пут»
900	15,78 + 0,31	63,96 – 0,69
875	32,74 + 0,41	47,74 – 0,59
850	33,98 + 0,52	33,98 – 0,48
825	46,79 + 0,63	22,79 – 0,37
800	62,33 + 0,74	14,32 – 0,26

Шляхом процесу конверсії позицію опціону продавця можна успішно конвертувати на опціон покупця, і навпаки. Конверсія дозволяє укласти арбітражну угоду між опціонами продавця та опціонами покупця однакових страйків та терміну дії.

Використовуються чотири види конвертації:

- 1) + опціон покупця = опціон продавця + ф'ючерс;
- 2) – опціон покупця = – опціон продавця – ф'ючерс;
- 3) + опціон продавця = + опціон покупця – ф'ючерс;
- 4) – опціон продавця = – опціон покупця + ф'ючерс.

З першого рівняння випливає, що «довгу» ф'ючерсну позицію можна синтезувати шляхом комбінації «довгого» ф'ючерса та «короткого» опціону відповідно покупця та продавця однією страйковою ціною. Якщо впровадити позначення (F – ф'ючерс, C – опціон покупця, P – опціон продавця), то для визначення стратегії можна користуватися табл. 16.7.

Таблиця 16.7

Способи використання опціонів та ф'ючерсів для проектування нових інструментів

Синтетичні опціони «кол»	Синтетичні опціони «пут»	Синтетичні ф'ючерси
$C = F + P$	$P = C - F$	$F = C - P$
$-C = -F - P$	$-P = F - C$	$-F = P - C$

Для опціонів на цінні папери, як і для товарних опціонів, є різні стратегії:

- ✓ вертикальні, грошові або цінові спреди;
- ✓ горизонтальні, календарні або часові спреди.

Вертикальні спреди формуються за рахунок купівлі та продажу двох опціонів одного і такого самого виду і терміну дії, але з різними страйковими цінами.

Горизонтальні спреди використовуються при спробі отримати користь із тенденції тимчасової опціонної премії до більшого зниження із скороченням терміну дії.

Горизонтальні спреди формуються шляхом продажу опціону на найближчий термін і купівлі більш віддалених термінів закінчення терміну дії за однією і тією самою страйковою ціною.

Комбінація двох опціонів – «кол» і «пут» – з однаковими строками дії та страйковою ціною є повною аналогією ф'ючерсного контракту і називається **синтетичним ф'ючерсом**. Якщо інвестор купив «кол» та продав «пут» – це рівнозначне відкриттю «довгої» позиції. Продаж «колу» та купівля «пу» рівнозначне «короткій» ф'ючерсній позиції. Аналогічно з товарними опціонами. Опціони на акції можна

використовувати для хеджевих та спекулятивних операцій, суть яких розглядатиметься в наступних розділах. У цьому параграфі лише перерахуємо відомі опціонні стратегії трейдерів на біржових фондових ринках. Загальне правило, що використовується при виборі стратегій, полягає в тому, щоб купити опціон з ціною, нижчою від теоретичної або прогнозованої, та продати опціон з вищою премією. На основі опціонів інвестор може використовувати різноманітні комбінації. Найпростіші – це комбінації опціонів та акцій. До складних належать **комбінації** та **спреди**.

Комбінація – це портфель, що складається з опціонів різного виду на один і той самий актив з однаковими термінами закінчення контракту. Вони можуть бути «довгими» та «короткими», страйкова ціна однаковою або різною.

Спред – це портфель, що складається з опціонів одного виду на один і той самий актив, але з різними термінами закінчення та/або різними страйковими цінами, причому одні з них «довгі», інші «короткі».

Інвестор, що купив або продав опціон, як вказано вище, може закрити свою позицію шляхом укладення офсетної угоди. Коли укладається новий контракт, то число контрактів зростає на одну одиницю. При виконанні офсетної угоди лише одним інвестором кількість укладених контрактів залишається незмінною. Якщо ж два учасники опціонного ринку укладають офсетні угоди, а позиції їх були протилежними, то кількість контрактів зменшується на одиницю (open interest).

При укладанні угоди з опціоном клієнт сплачує брокерові комісійні, які сплачуються і в момент виконання опціону. Розглянемо конкретні приклади. Маржу обчислимо за спрощеним методом.

Приклад 16.9

Інвестор виписує п'ять опціонів «кол» на акції компанії А. Премія становить 3 дол. за акцію, страйкова ціна – 40 дол. за акцію, поточний курс – 45 дол. за акцію. Як гарантійну маржу біржа вимагає 20% від вартості ринкового курсу.

Перша частина маржі: $40 \times 500 \times 0,2 = 4000$ дол.

Виграш опціону «в грошах», тобто, друга частина маржі становить відповідно: $(45 - 40) \times 500 = 2500$ дол.

Загальний маржевий вклад: $4000 + 2500 = 6500$ дол.

Продавець може не вносити вказаної суми повністю, оскільки на наступний день вранці він отримає премію від покупця опціонів.

Премія становить: $3 \times 500 = 1500$ дол.

Отже, достатньо вкласти 5000 дол. ($6500 - 1500$).

За умови виписки на зазначених умовах опціонів «пут» його вклад дорівнює лише 2500 дол. ($4000 - 1500$).

За умови виписки покритого опціону, тобто якщо на момент укладання опціонного контракту продавець вже володіє акціями, він не вносить маржі, у брокера зберігаються його акції.

Приклад 16.10

Інвестор купує за рахунок кредиту брокера 500 акцій і одночасно виписує на ці папери п'ять опціонів «кол». Страйкова ціна становить 50 дол. за акцію, премія – 7 дол. за акцію, поточний курс – 58 дол. за акцію. Кредит брокера – 50% від вартості акцій мінус виграш за опціони.

Опціон «в грошах» становить $(58 - 50) \times 500 = 4000$ дол. Цю суму брокер не прокредитує при купівлі акцій за спотовою операцією.

Його кредит становить $(58 \times 0,5 - 8) \times 500 = 10500$ дол.

На купівлю акцій за спотівим контрактом продавець опціонів може використати отриману від покупця премію: $7 \times 500 = 3500$ дол.

Отже, інвестор авансує 15000 дол. $(58 \times 500 - 10500 - 3500)$, плюс комісійні за опціонним та спотівим контрактами.

У дод. 16.1 подано приклади біржових котирувань опціонних контрактів на основних біржах світу.

Резюме

Опціон – це право купити або продати визначену цінність (товар, цінний папір, ф'ючерсний контракт) на особливих умовах в обмін на сплату винагороди – премії (premium).

Об'єктом опціону може бути реальний товар – сировина, цінні папери, валюта та ф'ючерсні контракти на вказані активи. За технологією виконання розрізняють три види опціонів:

- ✓ опціон з правом купити (option call);
- ✓ опціон з правом продати (option put);
- ✓ подвійний опціон (double option; put and call option).

Опціон на купівлю – опціон «кол» – дає його покупцеві право, але не зобов'язання, купити ф'ючерсні контракти за відповідною ціною протягом терміну дії опціону.

Опціон на продаж – опціон «пут» – дає його покупцеві право продати ф'ючерсні контракти за відповідною ціною протягом терміну дії опціону.

Подвійний опціон – «кол» і «пут» – це комбінація опціонів на купівлю та продаж. Він дозволяє покупцеві або купити, або продати за погодженою ціною. Використовується за умови невизначеності кон'юнктури ринку. Такі опціони активно котирувалися в минулому столітті, сьогодні вони збереглися на біржах Великобританії.

До основних характеристик опціонів належать:

- ✓ основний інструмент (товар, валюта, ф'ючерс і т. ін.);
- ✓ кінцевий строк дії;
- ✓ ціна, за якою власник (holder) опціону може купити або продати інструмент – страйкова ціна;
- ✓ тип опціону – «кол» (call) або «пут» (put);
- ✓ бажана ринкова ціна або інструкція.

Найбільш поширеними на інвестиційних ринках Заходу, як біржових, так і позабіржових, є опціони з акціями відомих акціонерних компаній. Це опціони «кол» і «пут». Наприклад, опціон «кол» надає право купити («відкликати») певну кількість акцій конкретної компанії у продавця опціону за визначеною ціною (strike) у будь-який час, до кінцевої дати включно.

Контрольні запитання

1. У чому полягає суть опціону?
2. Які види опціонів Ви знаєте?
3. Назвіть основні характеристики опціонів.
4. Від чого залежить часова вартість опціону?
5. Що таке американський опціон?
6. Які фактори впливають на процес ціноутворення опціонів?
7. Які особливості товарних опціонів Ви знаєте?
8. Назвіть основні торговельні стратегії з товарними опціонами.

9. У чому полягає особливість процесу ціноутворення цін на опціони з акціями?
10. У чому полягає відмінність взаємовідносин з розрахунковою установою біржі у покупця та продавця опціонів?

Рекомендована література

1. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева, О. А. Кандинская. – М. : Банки и биржи : ЮНИТИ, 1997. – 507 с..
2. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 62–93.
3. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – 172 с.
4. Коннолли К. Б. Покупка и продажа волатильности / К. Б. Коннолли. – М. : ИК «Аналитика», 2001. – 264 с.
5. Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 1024 с.
6. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : ЗАО «ОЛИМП» : Бизнес, 1997. – С. 1037–1041.
7. Сохацька О. М. Застосування опціонів у корпоративному управлінні / О. М. Сохацька // Економіст. – 2001. – № 3. – С. 33, 34–39.
8. Сохацька О. М. Опціони – фінансові інновації міжнародних ринків / О. М. Сохацька // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 1001. – № 417. – С. 360–366.
9. Успенко В. Опціонне хеджування як один із засобів пониження впливу та управління ризиками / В. Успенко, О. Лактионов // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. Володимира Гнатюка. – 2000. – № 5. – С. 58–69. – (Серія «Економіка»).
10. Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій із ф'ючерсами і опціонами / С. Геворгян // Вісник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 44–48.
11. Сільченко М. В. Математичні ризики у хеджуванні ризиків у ринку опціонів / М. В. Сільченко // Фінанси України. – 2000. – № 11. – С. 100–105.
12. Шаповалов Є. А. Перспективи входження фінансового ринку України в світову систему торгівлі деривативами / Є. А. Шаповалов // Вісник НБУ. – 2001. – № 4. – С. 58–60.
13. Пензин К. Современное состояние и тенденция развития мирового рынка биржевых опционных контрактов / К. Пензин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 15 (198). – С. 46–50.
14. The Wall Street Journal Europe, Friday, September 13, 2002. – P.9.
15. The Wall Street Journal Europe [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://online.wsj.com>.
16. Банк міжнародних розрахунків, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org>.

Тести для перевірки знань до розділу 16

1. Опціон – це:

- а) угода з премією;
- б) строкова угода;
- в) право купити або продати актив у майбутньому;
- г) все зазначене вище.

2. Опціон – це:

- а) право купити;
- б) право продати;
- в) право відмовитися від купівлі або продажу;
- г) право вибору взамін на сплату премії.

3. Право вибору за опціоном має:

- а) продавець;
- б) покупець;
- в) брокер;
- г) спеціаліст.

4. За технологією виконання розрізняють такі види опціонів:

- а) опціон «кол»;
- б) опціон «пут»;
- в) «дубль»-опціон;
- г) всі зазначені вище види.

5. Ціна виконання опціонів ще називається:

- а) страйковою;
- б) відступною;
- в) ціною домовленості;
- г) ринковою.

6. Клас опціону – це:

- а) опціони з однаковими страйками на один інструмент;
- б) опціони з одними строками на один актив;
- в) всі опціони з різними страйками та строками дії за одним активом;
- г) конкретний опціонний контракт.

7. Серія опціону – це:

- а) опціони з однаковими страйками на один інструмент;
- б) опціони з одними термінами на один актив;
- в) всі опціони з різними страйками та термінами дії за одним активом;
- г) конкретний опціонний контракт.

8. Особа, що купує опціон, є його:

- а) власником;
- б) емітентом;
- в) кредитором;
- г) боржником.

9. Особа, що продає опціон, є його:

- а) власником;
- б) емітентом;
- в) кредитором;
- г) боржником.

10. Американський опціон закінчується:

- а) у кінці року;
- б) у будь-який із днів терміну дії, в т. ч. останній;
- в) в кінці місяця;
- г) в останній день терміну дії опціону.

11. Європейський опціон закінчується:

- а) в кінці року;
- б) у будь-який із днів терміну дії, в т. ч. останній;
- в) в кінці місяця;
- г) в останній день терміну дії опціону.

12. Опціони з реальним товаром називають:

- а) брокерськими;
- б) дилерськими;
- в) товарними;
- г) фінансовими.

13. Нульовий опціон – це опціон, в якого:

- а) ринкова ціна вища від страйкової;
- б) ринкова ціна нижча від страйкової;
- в) ринкова ціна дорівнює страйковій;
- г) відсутня ціна.

14. Опціони «в грошах» – це:

- а) ринкова ціна вища від страйкової;
- б) ринкова ціна нижча від страйкової;
- в) ринкова ціна дорівнює страйковій;
- г) відсутня ціна.

15. Опціон «без грошей» – це:

- а) ринкова ціна вища від страйкової;
- б) ринкова ціна нижча від страйкової;
- в) ринкова ціна дорівнює страйковій;
- г) відсутня ціна.

Ситуаційні задачі**Задача № 1**

Умова:

В кінці червня кондитер очікує, що зростання цін на сільськогосподарську продукцію (пшеницю, сою, соєву олію) призведе до зменшення його доходів від шойно укладеного форвардного контракту на поставку кондитерських виробів мережі супермаркетів у грудні до Різдвяних свят. При спотовій ціні у червні на пшеницю 320 ¢/бушель кондитер через брокера біржі починає втілювати вертикальну стратегію, використовуючи угоди «бика» з опціоном «кол». Він продає «кол» на пшеницю за страйковою ціною 330 ¢/фунт з терміном виконання в грудні, премія становить 20 ¢/бушель; одночасно він купує опціон «кол» за страйковою ціною 310 ¢/бушель на той самий термін з премією 5 ¢/бушель. До початку вересня ціна пшениці піднялася до 340 ¢/бушель, кондитер робить закупи на реальному ринку і одночасно завершує вертикальну стратегію на опціонному ринку.

Визначити: результати операції.

Задача № 2

Умова:

У січні трейдер, який очікує різкого підвищення цін на золото, купує квітневий «кол» із страйковою ціною 420 дол. за унцію. В той момент ф'ючерси на квітнєве золото продаються за ціною 435 дол. за унцію. Сплачена премія становить 10 дол. за унцію, або 1000 дол. за контракт.

Визначити: результати операції, якщо:

- ціни на квітнєве золото зростуть, наприклад до 525 дол. за унцію в березні;
- ціни на квітнєве золото зменшаться, наприклад до 380 дол. за унцію в березні.

Задача № 3

Умова:

Якщо 1 липня трейдер очікує, що ціни на липневий цукор значно відрізняться від їх звичайного рівня 9 ¢/фунт, він може купити жовтневий «пут» зі страйковою ціною 9 ¢/фунт з премією 0,9 ¢/фунт.

Визначити: результати опціонної стратегії, якщо ціни на липневий цукор знизяться, наприклад, до 6,5 ¢/фунт, і «пут» матиме вартість 1680 дол. за контракт.

Задача № 4

Умова:

Інвестор купує за рахунок кредиту брокера 800 акцій і одночасно виписує на ці папери вісім опціонів «кол». Страйкова ціна становить 60 дол. за акцію, премія – 5 дол. за акцію, поточний курс – 62 дол. за акцію. Кредит брокера – 50% від вартості акцій мінус вигреш за опціони.

Визначити: необхідний внесок інвестора у розрахункову установу.

Задача № 5

Умова:

Інвестор виписує три опціони «кол» на акції компанії А. Премія 5 дол. за акцію, страйкова ціна – 50 дол. за акцію, поточний курс – 45 дол. за акцію. Як гарантійної маржі біржа вимагає 20% від вартості ринкового курсу.

Визначити: маржеві внески інвестора.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ опціон;
- ✓ опціон «кол»;
- ✓ опціон «пут»;
- ✓ подвійний опціон («дубль»-опціон);
- ✓ страйкова ціна;
- ✓ часова вартість;
- ✓ внутрішня вартість опціону;
- ✓ опціон «у грошах»;
- ✓ опціон «без грошей»;
- ✓ опціон «на грошах»;
- ✓ опціонні стратегії.

Розділ 17.

ФІНАНСОВІ Ф'ЮЧЕРСИ

Фінансові ринки не можуть правильно враховувати майбутнє – вони взагалі не враховують майбутнього, вони допомагають сформуванню його.

Дж. Сорос

Теоретична частина

- ✓ Суть та види фінансових ф'ючерсів
- ✓ Відсоткові фінансові ф'ючерси
- ✓ Контракти на індекси фондових бірж
- ✓ Ф'ючерсні контракти з валютою
- ✓ Ф'ючерсні контракти на погоду

17.1. Суть та види фінансових ф'ючерсів

Строкові фінансові угоди, як зазначалося у попередніх розділах підручника, укладаються з моменту виникнення торговельних угод взагалі. Відомо, що історія зберегла згадку про те, як відомий грецький математик Фалес з Мілета заробив на опціонних контрактах величезний капітал, а в XVII ст. у Нідерландах зеленярі, які вирощували тюльпани використовували ф'ючерсні та опціонні контракти для захисту від значних коливань цін на цей екзотичний для того часу товар.

Зазначимо, що ф'ючерсні ринки вперше виникли на товарних ринках США. За час існування ф'ючерсних ринків з'явилося декілька різновидів ф'ючерсних конт-

рактів. Історично першими вважаються так звані товарні ф'ючерси, тобто ф'ючерси, базисом для яких є різні товари: пшениця, рис, деревина, метали і т. ін.

Спад цін на сільськогосподарську продукцію в 30-х рр. ХХ ст. призвів до прийняття в США Закону про товарні біржі (1933 р.), який дозволив значно упорядкувати торгівлю ф'ючерсами, передбачаючи обов'язкову реєстрацію брокерів, регулювання їх діяльності. Цим документом впроваджено обов'язкову реєстрацію великих спекулятивних позицій. Після Другої світової війни з'являються нові контракти на мідь, алюміній, свинець, живу худобу, особливо популярні у 60-х рр. ХХ ст.

Крах Бреттон-Вудської валютної системи і перехід до плаваючих курсів внаслідок зростаючого дефіциту торгового балансу США на початку 1970-х рр. зумовив створення Чиказькою товарною біржею (СМЕ) спеціалізованої біржі фінансових ф'ючерсів – Міжнародного валютного ринку (ІММ – International Monetary Market).

Постійні коливання співвідношень курсів валют забезпечили цій торгівлі великий успіх. Високий рівень інфляції та значний діапазон змін розмірів відсоткових ставок сприяли активній торгівлі відсотковими ф'ючерсами, строковими контрактами на іпотечні сертифікати США, короткострокові цінні папери Казначейства США, державні облігації та євродоларові депозити.

Казначейські облігації США сьогодні є визнаним фаворитом на ф'ючерсному ринку (майже 250 тис. контрактів на суму понад 25 млрд. дол. щоденно).

У 80-і рр. ХХ ст. зміна орієнтирів у грошовій політиці всіх західних емісійних банків, фіскальна експансія США, загальне зростання економічної кон'юнктури привели до біржового піднесення і відповідно впровадження торгівлі ф'ючерсами на індекси акцій.

Події 1987 р. зумовили у фінансових колах дискусії про користь та зло строкових фінансових інструментів. Однак у наступні роки обсяги торгівлі зростають.

Не викликає заперечень те, що фінансові ф'ючерси та опціони для професійного портфельного менеджера є сьогодні інструментами не лише страхування, а й збільшення ефективності управління інвестиціями.

На рис. 17.1, 17.2 та 17.3 показано обсяги світової біржової торгівлі основними строковими похідними фінансовими інструментами починаючи з 1997 по друге півріччя 2013 р., загалом та за економічними регіонами. Наведені діаграми показують збільшення обсягів укладених біржових угод в період світової фінансової кризи, що свідчить про зростання кредитного ризику на світовому фінансовому ринку¹.

Слід звернути увагу на той факт, що загальний обсяг заборгованості за позабіржовими контрактами з похідними фінансовими інструментами на кінець червня 2012 р. становив майже 639 трлн. дол., і таким чином знизився на 1% порівняно з кінцем 2011 р. Схожа ситуація відбувається з загальним обсягом заборгованості за контрактами з кредитними деривативами, сума яких знизилася до 27 трлн. дол.²

¹ Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2012: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives by risk category and instrument [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>.

² Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bis.org/publ/otc_hy1211.pdf.

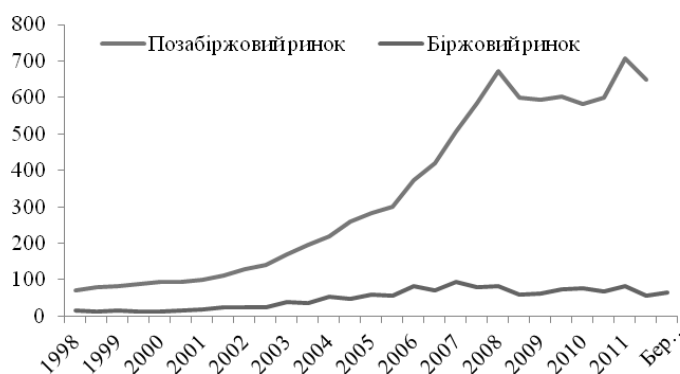


Рис 17.1. Обсяг торгівлі похідними фінансовими інструментами, млрд. дол.

Аналізуючи наведені дані, слід констатувати той факт, що загальна сума заборгованості позабіржових похідних фінансових інструментів порівняно з біржовим ринком демонструє активне зростання протягом 1998–2012 рр. Відносна стабільність в умовній вартості за станом на кінець 2008 р. контрастує з тенденціями, які були характерні для позабіржових похідних інструментів ринку за попередні 15 років. Дана ситуація пояснюється зростанням ризику контрагента деяких контрактів, зокрема CDS, що спровокував заклопотаність учасників ринку щодо системних ризиків, які пов'язані з позабіржовими деривативами.



Рис. 17.2. Обсяг торгівлі ф'ючерсними та опціонними контрактами за їх типами (за даними BIS за станом на 1.07.2013 р.), трлн. дол.

Крім того, на основі результатів аналізу, здійсненого Асоціацією ф'ючерсної торгівлі (Futures Industry Association) – відомою саморегулюючою організацією на світовому ф'ючерсному ринку, за даний період приріст обсягів строкових контрактів на світових біржах був забезпечений за рахунок європейських бірж. Приріст відбувався переважно на контрактах з відсотковими ставками. Цей процес свідчить про де-

яке монетарне послаблення на ринку грошей як у США, так і в Європі (падіння відсоткових ставок), а також про зміни в управлінні фінансовими ризиками. Азійські біржі, зокрема біржі Японії, так і не змогли повернути втрачені під час фінансової кризи 1997–1998 рр. позиції.

В період енергетичної кризи, що спричинила інфляцію, гострою була проблема страхування ризиків, пов'язаних зі зміною біржових курсів і процентних ставок. Операції з ф'ючерсами та опціонами переважно вирішили цю проблему. Спекулятивні операції з ф'ючерсами допомогли зменшити коливання біржової кон'юнктури. І сьогодні на біржових ринках світу зберігається висока ефективність інвестицій у ф'ючерсні контракти. Так, у період підвищення біржових курсів акцій (Франкфурт-на-Майні) з лютого до вересня 1989 р. можна було отримати процентні прибутки 25–40%, тоді як на ф'ючерсному ринку прибуток становив 500–1000%. Послуги з управління інвестиціями у ф'ючерси та опціони, валютні операції останніми роками стали окремою галуззю фінансової індустрії.

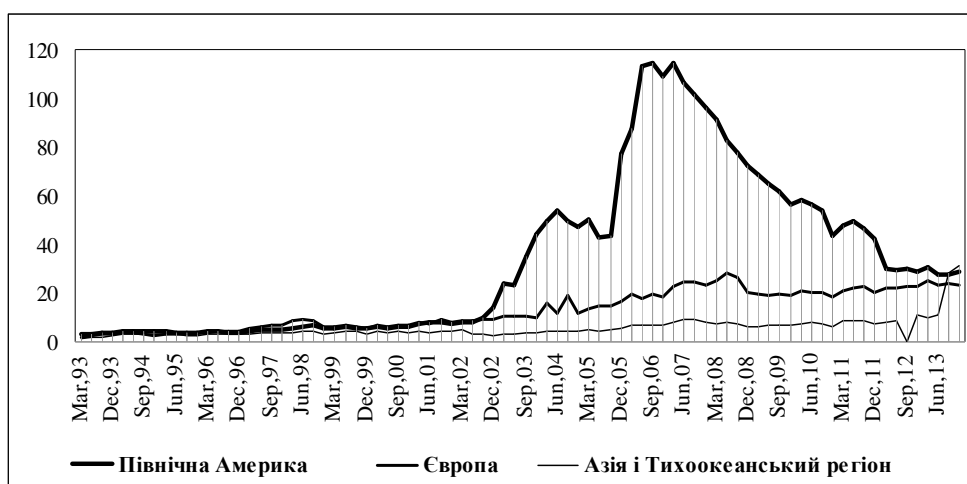


Рис. 17.3. Обсяг торгівлі ф'ючерсними контрактами, що торгуються на організованих біржах регіонів світу (за станом на 31.06.2013 р.), млн. контрактів

Поява на західних фінансових ринках таких інструментів, як фінансові ф'ючерси та опціони, є визначною інновацією. Ф'ючерсні ринки є вертикальною складовою давніх спотових ринків. Так, строкові ф'ючерсні угоди відрізняються від касових тим, що у них розірвані в часі момент укладення угоди та момент виконання зобов'язань. Вище зазначалося, що предметом цих угод можуть бути різні активи. За цією ознакою виділяють два основних види ф'ючерсних контрактів:

- ✓ **товарні ф'ючерси** базуються на купівлі-продажі, як правило, сільськогосподарської, промислової сировини;
- ✓ **фінансові ф'ючерси** – базою контрактів є фінансові інструменти (депозити, облігації, валюта, індекси тощо).

Головна ідея будь-яких строкових угод – страхування ціни або курсу в даний момент часу на певну дату в майбутньому. Розвиток ф'ючерсного ринку передбачає:

- ✓ спрощення торгівлі шляхом стандартизації угод;
- ✓ централізовані ринки (біржі);
- ✓ використання клірингової організації як посередника між продавцем та покупцем при укладенні кожної угоди і, таким чином, необмежені можливості для вирівнювання позицій.

Фінансовий ф'ючерс – це договірне зобов'язання купити або продати до стандартної дати виконання контракту певну кількість фінансових інструментів за ціною, погодженою в момент укладення угоди під час біржової сесії.

Це визначення подається у багатьох зарубіжних джерелах, частина яких вказана у переліку використаних джерел³. Згадана стандартизація належить до обсягів угод. Ф'ючерсні контракти з однаковою базою мають ті самі обсяги. Терміни виконання фінансових зобов'язань, як правило, встановлюються щоквартально (наприклад, третя п'ятниця березня, червня, вересня, грудня поточного, іноді наступного або третього року).

Стандартизація в даному випадку є суттєвою умовою створення ліквідного активного ринку.

Фінансові інструменти, якими торгують на ф'ючерсних біржах, поділяються на дві групи:

- ✓ фінансові ф'ючерси з конкретною базою;
- ✓ фінансові ф'ючерси з абстрактною базою.

Фінансові ф'ючерси з конкретною базою ґрунтуються на реальних об'єктах торгівлі. При цьому реальна поставка базового фінансового інструмента, як правило, можлива. До фінансових ф'ючерсів з конкретною базою належать:

- ✓ **відсоткові ф'ючерси** (*interest rate futures*);
- ✓ **валютні ф'ючерси** (*currency futures*).

Відсотковий ф'ючерс – договірне зобов'язання продати (поставити) та відповідно купити (прийняти) відсотковий інструмент з обумовленими в контракті термінами та процентною ставкою за погодженим курсом (ставкою) на момент укладення угоди на певну стандартну дату в майбутньому.

До відсоткових ф'ючерсів відносяться ф'ючерси на банківські відсоткові ставки. Останні є специфічним базовим активом, і реальна поставка за даними ф'ючерсами неможлива.

Отже, ф'ючерси на відсоткові ставки не припускають будь-яких поставань активів, а угода закривається тільки через оплату різниці, що утворилася від руху ставки відсотка вгору або вниз. Початкова ціна контракту розраховується відповідно до величини відсоткової ставки. Далі розрахунки за цим видом фінансових ф'ючерсів здійснюються згідно зі зміною відсоткової ставки на певну величину, на підставі якої змінюється і ціна контракту.

³ Кандинская О. А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская – М. : Изд-во АО «Консалтбанкир», 2000. – 272 с.; Галанова В. А. Биржевое дело / В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 304с.; Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.; Киреев А. Международная экономика : в 2-х ч. Ч. 2. Международная макроэкономика: Открытая экономика и макроэкономическое программирование / А. Киреев. – М. : Междунар. отнош., 1999. – 484 с.; Примостка Л. Оперативі хеджування на строкових фінансових ринках / Л. Примостка // Банківська справа. – 1999. – № 1. – С. 41–43; Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.

Як базис відсоткового ф'ючерса можуть використовуватися відсоткові ставки міжбанківського ринку, а також ставки за різними депозитами і кредитами. При цьому такий ф'ючерс на відсоткову ставку застосовується не тільки позичальниками, а й кредиторами для страхування ризику зміни відсоткової ставки шляхом продажу або покупки відповідного числа ф'ючерсних контрактів. Ф'ючерси на відсоткові ставки можна також розподілити на контракти, що торгуються на короткострокові та довгострокові відсоткові ставки.

Зазначимо, що ф'ючерсні контракти на цінні папери з фіксованою дохідністю також належать до відсоткових ф'ючерсів, оскільки їх ціни значно залежать від поточних і прогнозованих відсоткових ставок. Предмет угод з такими ф'ючерсами – поставка цінних паперів з гарантованим фіксованим доходом.

Валютний ф'ючерс – договірне зобов'язання продати (поставити) та купити (прийняти) стандартну кількість валюти за курсом, погодженим на момент укладення угоди, на певну стандартну дату в майбутньому.

Валютний ф'ючерс – це контракт на поставку певного виду іноземної валюти на певну дату в майбутньому за курсом, встановленим на момент укладення угоди. Таким чином, валютний ф'ючерс припускає поставку однієї валюти в обмін на еквівалент в іншій валюті. Однак розрахунки за валютним ф'ючерсним контрактом можуть проводитися за компенсаційною (зворотною) угодою. У такій ситуації здійснюється ф'ючерсний контракт з параметрами, аналогічними до попереднього, але умови купівлі (продажу) валюти змінюються на протилежні.

Валютні ф'ючерси конкурують з форвардами і свопами на валюту. Ці інструменти однакові в тому, що, використовуючи їх, учасники торгівлі фіксують валютні курси, за якими в майбутньому будуть обмінені та отримані кошти. Ціни на кожен з типів інструментів створюються на одному фундаменті: різниця процентних ставок на ринках кожної з валют. Валютні ф'ючерси, свопи та форварди демонструють подібну картину і структуру ризиків.

Необхідно також зазначити, що при вираженій орієнтації валютних ринків на позабіржову торгівлю біржові контракти займають підлегле становище на цьому ринку.

До фінансових ф'ючерсів з абстрактною базою належать ф'ючерсні та опціонні контракти на фондові, товарні індекси та нещодавно впроваджені ф'ючерси на свопи.

Доцільно зазначити, що у світовій практиці ф'ючерсні контракти на фондові індекси з'явилися в 1982 р., коли біржа «Торгова палата Канзасу» відкрила торгівлю контрактом на індекс «Велью Лайн».

Нині ф'ючерси на біржові індекси використовуються як на первинному, так і на вторинному ринку. Ф'ючерси на біржовий індекс для власників великого портфеля акцій є засобом зниження ризику коливання цін на акціонерному ринку. Вони виконують дві важливі економічні функції:

1. Надають механізм хеджування ризиків.

2. Забезпечують єдність очікувань щодо можливих рухів ринку акцій. Нині основними (за величиною торговельного обороту і кількістю відкритих контрактів) є ф'ючерсні контракти на такі фондові індекси:

- ✓ «Standard & Poor's 500» (S&P 500);
- ✓ «Financial Times Share Indexes»;
- ✓ «FTSE 100»;

- ✓ «DAX 30»;
- ✓ «Nasdaq 100»;
- ✓ «Dow Jones Industrial Average»;
- ✓ «Nikkei 225».

Однак необхідно зазначити, що ф'ючерси на фондові індекси мають незначну цінність при хеджуванні портфеля, що включає лише незначну кількість цінних паперів, оскільки між рухом індексу і рухом цін окремих акцій може і не спостерігатися надійної кореляції.

Як показує світовий досвід та практика близького зарубіжжя (зокрема Росії), ліквідний ф'ючерсний ринок може виникнути лише на базі розвинутого ринку реального товару. Це твердження справджується для всіх видів ф'ючерсних ринків. У Росії, зокрема, дуже повільно встановлюється ринок сировинних ф'ючерсів і, навпаки, активно встає на ноги ринок валютних ф'ючерсів, ОВДП, МІВОР (середня відсоткова кредитна ставка московських комерційних банків). Це свідчить про те, що ринок грошей у Росії значно випереджує інші ринки. Тут до 1998 р. функціонували два достатньо ліквідних ринки – це МТБ (Московська товарна біржа) та МЦФБ (Московська центральна фондова біржа). Після фінансової кризи, яка на строковому майданчику була спричинена присвоюванням депозитних коштів керівництвом цих бірж, на перші позиції вийшла Санкт-Петербурзька валютна та Московська міжбанківська валютна біржі, а також відкритий ф'ючерсний майданчик у Російській торговельній системі комп'ютерного котирування цінних паперів – FORTS⁴. Бурхливе зростання операцій з похідними фінансовими інструментами припадає на кінець 70-х – початок 80-х рр. XX ст. у США, в Європі – на 80–90-ті рр. XX ст.

Таблиця 17.1

Загальні характеристики ф'ючерсів на акції на ринку FORTS

Спосіб виконання	Поставка акцій
Місяці виконання	Березень, липень, вересень, грудень
Ціна контракту	В рублях за 1 контракт
Крок ціни (тік)	1 руб. за 1 контракт
Останній день торгів	Торговий день, попередній 15 числу місяця виконання, в який у ВАТ «Фондова біржа РТС» реалізуються торги акціями
Дата виконання	Робочий день, який слідує за останнім торговим днем
Час торгів	10:30–18.45 за московським часом

Відповідно, становлення ринку в Україні, як і в інших постсоціалістичних країнах, супроводжувалося катастрофічним знеціненням грошових ресурсів, гіперінфляційними процесами. Проте світовий досвід свідчить, що є законні та ефективні механізми інвестицій у похідні фінансові інструменти. Саме вони в період нестабільності, різких коливань цін забезпечують стабільну роботу підприємств та організацій, примножуючи капітали приватних інвесторів.

Нині ринок цінних паперів України залишається однією з найважливіших складових української економіки, яка є показником розвитку не тільки ринку капіталу, а й загалом всієї фінансової системи країни. В сучасна структура та особливості фун-

⁴ Казарин М. Перевод ф'ючерсної торгівлі в РТС повысил надежность срочного рынка / М. Казарин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 219(2040). – С. 12.

кціонування вітчизняного ринку цінних паперів стали наслідком процесів трансформації економічної системи, які відбулися в Україні під впливом як внутрішніх факторів розвитку, так і зовнішніх – ситуації на світових фінансових ринках упродовж останніх років (табл. 17.2).

Таблиця 17.2

Структура випуску цінних паперів в Україні протягом 2002–2012 рр.

Вид цінного папера	Кількість різних видів цінних паперів по роках, млрд. грн.										
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Акції	12,79	18,021	28,33	24,815	43,54	50,014	46,159	101,06	40,59	57,79	46,88
Облігації підприємств	4,276	4,242	4,102	12,751	22,076	44,496	31,355	10,104	0	35,7	48,73
Облігації місцевих позик	0	0,15	0,069	0,347	0,084	0,159	0,965	0,374	9,49	0,58	6,09
Звичайні іпотечні облігації	0	0	0	0	0	0,053	0,276	0	0	0	0
Інвестиційні сертифікати КУА ПФ	0,021	0,965	2,016	23,054	16,604	31,139	65,389	47,216	36,6	75,75	19,96
Акції КІФ	0	0,143	0,139	0,837	1,53	5,479	8,895	3,905	8,87	8,77	14,08
Опціони	0,003	0,099	0,104	0,161	0,017	0,027	0,0003	0,008	0,003	0,003	0,007
Сертифікати Фонду операцій з нерухомістю (ФОН)	0	0	0	0,025	0,219	1,933	0,061	0,033	0	0	0
Всього:	17,09	23,62	34,76	61,99	84,07	133,3	153,1	162,7	95,55	178,6	135,8

Джерело: сформовано за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку⁵.

Згідно з чинним законодавством, емітентом ф'ючерса повинна бути створена фондовою (товарною) біржею або клірингово-розрахункова палата, або розрахунково-кліринговий банк, зареєстрований комісією. Фондові (товарні) біржі повинні зареєструвати правила торгівлі стандартизованими ф'ючерсними контрактами. Усі випуски обов'язково мають реєструватися в Комісії з цінних паперів і фондового ринку (Наказ № 13 від 24 червня 1997 р.).

Саме тому важливе значення має адекватне державне регулювання, яке, з одного боку, має створити умови для заохочення учасників ринку до використання деривативів, а з іншого – попередити можливі негативні наслідки їх застосування. Проте стан державного регулювання даного сегмента фінансового ринку в Україні не відповідає потребам учасників ринку: на сьогодні відсутній спеціальний закон, який встановив би особливості використання та регулювання деривативів або похідних цінних паперів. Незважаючи на це, відбувається поступове становлення строкового ринку.

Необхідно зазначити, що 27 травня 2010 р. почалися торги на строковій секції «Української біржі», а першим інструментом став розрахунковий ф'ючерсний контракт на Індекс українських акцій. У табл. 17.3 наведено дані щодо частки строкового ринку за видами контрактів: ф'ючерсні та опціонні за період з початку запуску строкового сегмента.

⁵ Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/>

Таблиця 17.3

Структура угод на Українській біржі⁶

№ з/п	Показник	01.01.09 – 01.05.11		01.01.11 – 01.04.11		01.04.11 – 01.05.11	
		За обсягами торгівлі	За кількістю угод	За обсягами торгівлі	За кількістю угод	За обсягами торгівлі	За кількістю угод
1.	Всього	100	100	32,0	100	100	100
1.1.	Строковий ринок	19,36	21,4	31,9	30,2	32,0	41,2
1.1.1.	Ф'ючерси	19,35	21,38	0,1	27,2	31,9	41,0
1.1.2.	Опціони	0,01	0,02	x	X	0,1	0,2

У I кв. 2011 р. частка строкового сегмента Української біржі у загальному обсязі укладених біржових угод становило 9,4% (для порівняння – за 9 місяців 2010 р. – 1,7%)⁷. Наведені дані дозволяють зробити висновок про те, що за короткий період строковий ринок зміг показати достатньо високі результати розвитку. При цьому більшість досягнень є результатом торгів всього лише одним інструментом – ф'ючерсом на Індекс українських акцій. Завдяки появі ф'ючерса на Індекс українських акцій, як зазначається в пресі, спостерігається також великий приплив приватних інвесторів як на строковий, так і на спотовий ринки. Перевагою ф'ючерсу на Індекс українських акцій є розрахунковий тип контракту (виконується шляхом грошових розрахунків без здійснення фізичної поставки базового активу), знижений розмір біржового збору за скальперськими угодами (передбачають відкриття і закриття позиції протягом одного дня), що є суттєвим і для арбітражних операцій, тому що часто вони завершуються у той самий день. Ф'ючерсний ринок є достатньо ліквідним і надає можливість торгувати індексним портфелем за наявності обмеженого грошового ресурсу: не вимагається наявності повної суми (лише 20%), а це приваблює приватних інвесторів. У планах біржі також запуск ф'ючерсів на золото та нафту.

Таким чином, у вітчизняній практиці ринки реального товару, зокрема ринки сільськогосподарської сировини, цінних паперів та валюти, розвиваються надто повільно, тому про становлення ліквідних ф'ючерсних ринків сьогодні говорити передчасно. Зрозуміло одне – вони потрібні і, можливо, у нас перших процес становлення цих ринків відбуватиметься майже одночасно. Однак відсутність фахівців та несприйняття біржового механізму урядовими структурами і законодавцями суттєво гальмуватимуть цей процес.

Держава повинна створити довготермінову концепцію щодо розвитку ринку цінних паперів та знайти шляхи поєднання ресурсів держави і приватного сектору з метою його формування. Підґрунтям процесу формування в Україні ринку похідних фінансових інструментів є прийняття відповідних указів президентом та концепцій розвитку товарних біржових ринків. Проте успішна реалізація цього завдання неможлива без впровадження у біржову практику на міжбанківському валютно-

⁶ Дегтярьова Н. В. Проблеми розвитку українського строкового ринку / Н. В. Дегтярьова // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – № 18. – С. 68–75.

⁷ Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/>

му ринку власних фінансових інструментів, ф'ючерсів і валюти, державних цінних паперів; безпосередньої участі українських інвесторів у міжнародних ф'ючерсних ринках через укладення угод на провідних ф'ючерсних біржах світу.

17.2. Відсоткові фінансові ф'ючерси

Відсоткові ф'ючерси є реальним інструментом страхування ризику зміни відсоткових ставок. До появи відсоткових ф'ючерсів не було ефективного строкового ринку відсоткових інструментів, і відповідно ризику зміни відсоткових ставок не можна було перерозподіляти (переносити) на інших учасників ринку, тобто мінімізувати та страхувати (рис. 17.4).

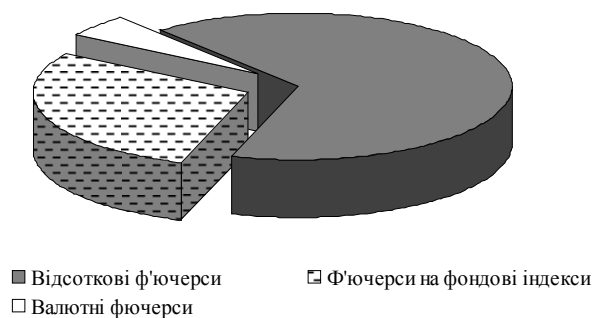


Рис. 17.4. Співвідношення фінансових ф'ючерсів за кількістю укладених контрактів

Перші відсоткові ф'ючерси з'явилися в 1975 р. у Чиказькій торговельній палаті (СВОТ), а потім були запроваджені на Чиказькій товарній біржі (СМЕ). Відтоді постійно зростають обсяги торгівлі цими контрактами, а також збільшується пропозиція різних типів цих контрактів щодо термінів і відсоткових ставок, що є основою відсоткових інструментів.

Професійно найбільш відповідальними відсотковими ф'ючерсами є контракти на папери з фіксованим доходом. Їх предметом є майбутня поставка цінних паперів з гарантованим фіксованим доходом. Насамперед це векселі та облігації Казначейства США. Продавець ф'ючерса зобов'язується продати (поставити) на певну дату конкретні цінні папери, кількість і ціна яких вказані в контракті. Покупець відповідно зобов'язується прийняти їх. Наприклад, купівля грудневого облігаційного ф'ючерса означає купівлю у грудні (на певну дату) відповідної казначейської облігації.

Суть таких угод впливає з того положення, яке займають цінні папери з гарантованим фіксованим доходом серед інших фінансових інструментів.

Назва паперів передбачає, що інвестор матиме нульовий ризик, інвестуючи в них кошти. Однак його позиція характерна ще й тим, що він не може розраховувати на високу дохідність таких вкладів. Порівнявши переваги та недоліки цих інструментів, кожен інвестор визначається щодо них, саме так і формуються попит і пропозиція, а відповідно й ціна.

Як і більшість інших фінансових ф'ючерсних контрактів на момент виконання, цінні папери, як правило, не передаються від продавця покупцеві. Практика свідчить, що реально виконуються майже 2% всіх укладених угод. Решта закривають контругоди (офсетні) або відбувається сплата відповідної цінової різниці однією стороною за рахунок іншої. Завдяки цьому наступним кроком стало використання як бази контракту фіктивного об'єкта торгівлі. Першим таким відсотковим ф'ючерсом став тримісячний євродоларовий контракт. Наприклад, продаж вересневого євродоларового контракту означає зобов'язання прийняти 1 млн. дол. на три місяці від встановленої дати – від вересня до грудня – за строковою відсотковою ставкою, погодженою на момент укладання угоди. У табл. 17.4 подано приклад біржового котирування євродоларів від 13.09.2012 р. з «The Wall Street Journal Europe».

Таблиця 17.4

Котирування відсоткової ставки на євродолар Чиказької товарної біржі

Interest Rate Futures								
Eurodollar (CME)-\$1,000,000; pts. of 100%								
	Open	High	Low	Settle	Chg	Yield		Open interest
						Settle	Chg	
Sept	98,17	98,18	98,17	98,18	...	1,82	...	588,787
Oct	98,20	98,20	98,19	98,20	...	1,80	...	47,134
Nov	98,24	98,25	98,21	98,23	...	1,77	...	11,239
Dec	98,23	98,25	98,21	98,23	,01	1,77	-,01	729,292
Ja03	98,21	98,22	98,20	98,21	,02	1,79	-,02	3,571
Mar	98,10	98,15	98,09	98,13	,03	1,87	-,03	619,027
June	97,82	97,90	97,82	97,89	,06	2,11	-,06	449,390
Sept	97,48	97,56	97,47	97,55	,07	2,45	-,07	381,315
Dec	97,19	97,21	97,13	97,21	,07	2,79	-,07	323,045
Mr04	96,90	96,23	96,85	96,92	,08	3,08	-,08	206,944
June	96,66	96,68	96,60	96,68	,08	3,32	-,08	165,548
Est vol 815,185; vol Thu 814,130; open int 4,465,663, -18,519								

Основні умови контракту: покупець євродоларового ф'ючерса має у певний термін розмістити тримісячний депозит у євродоларах номіналом 1 млн. дол. за обумовленим у контракті рівнем відсотка. За контрактом передбачено лише «розрахунок грошима». Котирувальна ціна визначається так:

100 – ставка LIBOR (London Interbank Offered Rate).

Сама ставка LIBOR є також базою для ф'ючерсного контракту, який котирується на Чиказькій товарній біржі (CME), на вклад номіналом 3 млн. дол.

Особливо важливим є визначення остаточної розрахункової ціни. Якщо ф'ючерсний контракт завершується фізичною поставкою, то ціни на ринку спот наближаються до ф'ючерсних.

Коли ж відбувається розрахунок грошими, то біржа сама має порівняти розрахункову ціну з ціною спот. Для цього розрахункова палата CME опитує 12 випадково вибраних банків, що активно працюють з євродоларовими депозитами. Опитування робиться двічі: вперше протягом останніх 90 хв. торгівлі, вдруге – в кінці торговельного дня. Максимальна і мінімальна ставки нехтуються і визначається середня (10 банків).

Цей фінансовий інструмент використовують потужні міжнародні банки для хеджування отриманих короткострокових грошових коштів у євродоларах, страхуючись від зміни відсоткових ставок на євродоларові депозити. Ним користуються і транснаціональні корпорації для страхування позик за ставками LIBOR.

До фінансових ф'ючерсів з конкретною базою деякі західні фахівці відносять і ф'ючерси з коштовними металами (Precious Metals Futures). До певної міри з цим твердженням можна погодитися, оскільки метал в угодах є лише базовим активом для укладання угоди. Реальна поставка відбувається дуже рідко. Однак ціни на золото, срібло та платину формуються на дуже специфічному ринку коштовних металів, який хоча й істотно впливає на валютний та інші ринки, все ж не пов'язаний з ними настільки тісно, як наприклад, ринок грошових ресурсів (кредити, депозити, позики) та ринок валют. Тому ці контракти мають належати до специфічних товарних ф'ючерсів.

До фінансових ф'ючерсів з абстрактною базою, виконання яких нереальне фізично, належать індексні ф'ючерси – ф'ючерсні контракти на індекси акцій фондових бірж (Stock Index Futures).

Угоди з індексами – це нова, прогресивна галузь фінансових операцій. Перший індексний контракт укладено у 1982 р. на Канзас Сіті Борд оф Трейд. Індекси складаються як сумарні курсові показники цінних паперів. Вони можуть формуватися за галузевою або іншою ознакою. У США зараз поширені угоди з трьома індексами: «Standard & Poor's 500», «NYSE Composite Index» та Індекс Доу–Джонса.

Індексний контракт – це договірне зобов'язання продати (купити) стандартну величину одного з індексів за ціною, погодженою на момент укладення угоди, на вказану дату в майбутньому. Для більшості індексів США стандартна величина, або **грошовий коефіцієнт**, становить 500 дол.

Технологія індексних угод полягає в тому, що позитивні або від'ємні значення величини індексу множаться на грошовий коефіцієнт, і отриману таким чином суму сплачує одна із сторін. Індексні ф'ючерси не передбачають будь-яких поставок цінних паперів, угоди закриваються через сплату різниці, що утворюється від руху індексу вгору або вниз. Результат угоди виражається маржевими позиціями сторін на момент закінчення контракту, тобто власне закриття контракту відбувається з допомогою так званої ринкової позначки, суть якої пояснимо далі.

Перед тим, як розглянути і класифікувати учасників та інструменти ринків фінансових ф'ючерсів, охарактеризуємо ці ринки. Як у випадку з товарними ф'ючерсами, біржі з найбільшим обігом розташовані в США, однак важливу роль на міжнародному ринку фінансових ф'ючерсів відіграють такі європейські біржі:

- ✓ Чикаго Борд оф Трейд (CBOT), заснована у 1848 р.;
- ✓ Чиказька товарна біржа (CME), заснована у 1918 р., фінансові ф'ючерси запроваджені у 1972 р. через Міжнародний валютний ринок (IMM);
- ✓ Товарна біржа, Нью-Йорк (COMEX);
- ✓ Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (LIFFE), найбільша в Західній Європі строкова фінансова біржа, заснована у 1982 р. замість колишньої Королівської біржі; у 2002 р. її купила Європейська фондова біржа (Euronext), яка сама є продуктом злиття кількох бірж;
- ✓ Строкова біржа фінансових інструментів, Париж (MATIF), заснована у 1986 р.;

- ✓ Сінгапурська міжнародна валютна біржа (SIMEX), створена у 1984 р. на основі біржі золота;
- ✓ Європейська біржа деривативів (EUREX), створена у 1998 р. у результаті злиття Німецької DTB та Швейцарської SOFEX.

Надамо приклади номенклатури фінансових ф'ючерсів на біржі LIFFE.

1. Валюта:

- ✓ англійський фунт стерлінгів (£);
- ✓ євро (EURO);
- ✓ японська єна (¥);
- ✓ швейцарський франк (SF).

2. Відсоткові інструменти:

- ✓ тримісячний євродоларовий депозит;
- ✓ тримісячний стерлінговий депозит;
- ✓ довгострокові британські державні облігації;
- ✓ середньострокові британські державні облігації;
- ✓ короткострокові британські державні облігації;
- ✓ казначейські облігації США;
- ✓ японські облігації державної позики;
- ✓ німецькі федеральні позики.

3. Індекс: «FT-SE 100» (Financial Times Stock Exchange) – фондовий індекс на 100 акцій Лондонської фондової біржі, що визначається газетою «Файненшел Таймс».

За характером участі на ринку фінансових ф'ючерсів учасників поділяють на дві групи:

- ✓ безпосередні (прямі);
- ✓ опосередковані.

До прямих учасників належать члени бірж фінансових ф'ючерсів. Як зазначалося у попередніх розділах, за мотивами поведінки їх поділяють на:

- ✓ хеджерів, які використовують ринок фінансових ф'ючерсів для страхування курсового (цінового) ризику, трансферту ризику, що характерний для фінансових інструментів. Хеджування розуміють як операції на ринку, спрямовані на мінімізацію фінансового ризику і пов'язані з нинішніми спотовими та майбутніми позиціями;
- ✓ спекулянтів, які укладають угоди тільки для отримання вигоди від сприятливого руху курсів. Для них зміна курсів найбажаніша, власне вони й продають (купають) контракти для того, щоб згодом реалізувати їх з вигодою.

У зарубіжній торговельній практиці виділяють дві самостійні групи спекулянтів:

- ✓ трейдери (traders);
- ✓ арбітражери (arbitrageure).

Трейдери намагаються використати коливання курсу одного або декількох контрактів. Цього досягається за рахунок купівлі контракту при сподіванні на підвищення ціни і продажу при сподіванні на спад ціни. Привабливість таких угод полягає ще й в тому, що для відкриття позицій потрібні відносно незначні затрати капіталу (першочергова маржа) порівняно з попередньою сумою контракту. «**Ефект важеля**» (*leverage-effect*) дозволяє отримати великі прибутки, щоправда, з ризиком аналогічних втрат.

Приклад 17.1

При купівлі облігаційного контракту номінальною вартістю 100 000 дол. першочергова маржа (завдаток у брокера) становить лише 2 000 дол. Нехай курс контракту на момент купівлі дорівнює 100 одиниць за кожні 100 дол. Якщо курс зросте до 101 дол., то бруто-дохід становитиме 1 000 дол. або 50% від інвестованого капіталу при підвищенні курсу лише на 1%.

Діяльність трейдерів дуже важлива, вони є протилежністю хеджерів. Трейдери сприяють підвищенню ліквідності ринку фінансових ф'ючерсів, забезпечуючи нормальне функціонування ринку.

Арбітражери намагаються використати різницю курсів на різних ринках або між ф'ючерсним контрактом та відповідним спотовим інструментом. Цього досягається одночасним продажем відносно переоціненого інструменту і купівлі відносно недооціненого інструменту. Арбітражери також необхідні для ринку строкових контрактів, оскільки їх діяльність впливає на вирівнювання курсів між різними біржами, а також між ф'ючерсним та іншими ринками.

Умови торгівлі фінансовими ф'ючерсами на різних біржах різні. Однак загальні принципи та основні правила гри залишаються незмінними. Одним із таких правил є внесення гарантійних маржевих вкладів (застави). Заставні відносини є невід'ємною частиною торгівлі фінансовими ф'ючерсами. При цьому, на відміну від матеріальної застави, характерної для кредитних операцій, застава тут має або грошову форму, або форму цінних паперів. При цьому останнє у світовій практиці зустрічається частіше. Види цінних паперів, що приймаються як застава, визначаються кожною конкретною біржею. Як правило, це державні цінні папери. Разом з тим, застава у вигляді цінних паперів не є стабільною, оскільки цінні папери змінюють свою ціну, тому технологія заставних відносин передбачає донесення втрат або часткове повернення залишків.

Правила обов'язково виконуються і не є формальними. Від суми коштів, яку інвестор здатний виділити як заставу, залежать як обсяг операцій, так і потенційні доходи. Разом з цим, будь-яка угода має протилежний бік з певними зобов'язаннями і вимогою захисту власних прав. У сучасній практиці торгівлі між сторонами є посередник, який, отримавши для тимчасового користування заставні вклади, забезпечує виконання всіх умов угоди. Як посередники виступають брокерсько-дилерські фірми, які виконують і другу, не менш важливу функцію – кредитне обслуговування клієнтів, що також ґрунтується на маржі. При цьому маржа, якою розпоряджається фірма посередника, залишається власністю клієнта, і йому належать доходи (збитки) від операцій з використанням кредиту.

У свою чергу фірма, об'єднуючи маржеві вклади клієнтів, вносить заставу до одного із банків як забезпечення кредитів, які потім розподіляються між клієнтами. Дилерська фірма виграє на різниці відсотків за кредит, оскільки клієнти платять їй за свій кредит за трохи вищими ставками.

Таким чином, виникає фінансова вертикаль від рядових інвесторів, з одного боку, до банківських структур, а з іншого – виділені за вказаним принципом кредити стають частиною загальної кредитної політики, уряду. Саме тому мінімальний роз-

мір маржі у зарубіжній практиці визначається державним центральним банком і суворо контролюється. На позабіржовому ринку розміри маржі можуть змінюватися залежно від того, через яку посередницьку фірму вони вносяться. У біржовій системі маржеві вклади вносять за офіційно затвердженими нормативами через клірингову корпорацію, яка є гарантом виконання зобов'язань сторін. При цьому на ринку фінансових ф'ючерсів, на відміну від фондового, де маржа досягає 50% від вартості контракту, розмір застави значно менший, а відповідно «важіль» вищий, тому вищі й потенційні прибутки (збитки). Так, за валютними контрактами маржа становить 3–5% від вартості контракту, за відсотковими ф'ючерсами – 1–5%.

Першочергова маржа (*initial margin*) – це застава, яку вносять покупець та продавець контракту при укладенні угоди для відкриття позиції на ринку. Розмір маржі обчислюється з урахуванням частоти та діапазону коливань курсу того чи іншого фінансового інструменту.

Варіаційна маржа (*variation margin*) – це сума, яку покупець або продавець контракту доносить або отримує згідно з ринковими коливаннями цін для підтримки відкритої позиції на ринку. Клірингова палата біржі щоденно робить ринкову відмітку цін і прибутків (збитків), які відповідно розподіляються між учасниками ринку. В процесі стягнення збитків та виплати прибутків вартісна позиція кожного учасника врівноважується з ринковою ціною інструменту. Для стабільності ринку і відповідно до біржових правил можуть встановлюватися ліміти денного коливання курсів в абсолютному вираженні, так звані нижні і верхні ліміти (*limit up, limit down*).

Оскільки вимагати донесення маржі однією зі сторін з частково її поверненням іншій при кожній зміні ціни неможливо і це пов'язане із значними матеріальними витратами, як правило, використовується додатковий вид маржі – підтримуюча маржа (*margin*) – мінімально можливий розмір першочергової маржі, величина якої не може бути нижчою протягом усього строку відкритої позиції. Таким чином, першочергова маржа може як завгодно часто зменшуватися варіаційними маржами доти, поки значення першочергової маржі не буде нижчим від маржі підтримки. Лише тоді сторона, що має збитки, повинна довести кошти для відновлення попередньої маржі у сумі, визначеній біржею. Те, що сторона, яка програє, не зобов'язана доносити кошти при коливаннях цін у межах, що не порушують маржу підтримки, не означає, що ці кошти залишаються на її маржевому рахунку. Вони завжди списуються на користь контрагента, але за рахунок коштів попередньої маржі. Сторона, що виграла від коливань цін, може у будь-який момент зняти зі свого рахунка надлишок у вигляді різниці між сумою свого рахунка та попередньою маржею. В зарубіжній біржовій практиці маржа підтримки становить, як правило, 75–80% від першочергової.

На ринку фінансових ф'ючерсів вирізняють два види виконання контрактів:

- ✓ **фізична поставка** (*physical settlement*);
- ✓ **розрахунок грошима** (*cash settlement*).

Фізична поставка передбачає реальну передачу конкретного фінансового інструменту від продавця до покупця на дату виконання контракту. Однак фізичною поставкою завершується лише 1–2% контрактів.

Похідні фінансові інструменти є найскладнішими інструментами, тому потребують більш детального аналізу.

Короткострокові відсоткові інструменти котируються на базі індексної ціни, яка визначається за формулою:

$$100 - r, \quad (17.1)$$

де r_f – дохід фінансового інструменту, що є основою контракту.

Вказана система котирування зберігає обернену залежність між ціною інструменту та його дохідністю, що характерно для первинних відсоткових паперів. Біржа визначає для контрактів крок ціни, тобто мінімальний розмір її зміни, що називається **базисним пунктом**.

На біржових ринках Європи, а саме на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів – LIFFE, поширений ф'ючерсний контракт на тримісячний стерлінговий депозит.

Умови контракту:

- ✓ термін – 3 місяці;
- ✓ номінал – 500 000 фунтів стерлінгів;
- ✓ початковий депозит – 750 фунтів стерлінгів;
- ✓ нижній рівень маржі дорівнює розмірові початкового депозиту.

За умовами контракту на дату поставки покупець повинен розмістити у визначеному банку на відкритому для нього продавцем тримісячному депозиті суму 500 000 ф. ст. Контракт передбачає право взаєморозрахунків з продавцем грішми. **Стерлінговий депозит** має чотири місяці поставки, а саме: березень, червень, вересень, грудень. Днем поставки вважається останній день торгів – це третій вівторок місяця поставки. Максимально можливе відхилення ціни протягом дня торгів становить 100 базисних пунктів.

Ціна кроку дорівнює:

$$0,0001 \times 500,000 \times 91 \div 365 = 12,5 \text{ ф. ст.}$$

У табл. 17.5 подано приклад біржового котирування стерлінгового депозиту з «The Wall Street Journal Europe» від 20.10.2012 р.

Таблиця 17.5

Котирування стерлінгового депозиту
на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів

Interest Rate Futures								
Short Sterling (LIFFE) – £500,000; pts. of 100%								
	Open	High	Low	Settle	Chg	Lifetime		Open interest
						High	Low	
Sept	96,00	96,00	95,98	95,99	...	96,18	92,38	150,739
Dec	95,99	96,02	95,98	96,01	,04	96,20	92,45	154,201
Mr03	95,92	95,98	95,91	95,95	,06	96,22	92,49	155,904
June	95,77	95,86	95,77	95,82	,08	96,08	92,77	110,199
Sept	95,58	95,68	95,58	95,65	,10	95,86	92,90	105,326
Dec	95,40	95,49	95,40	95,47	,10	95,64	92,92	93,842
Mr04	95,24	95,33	95,24	95,31	,09	95,45	93,01	47,783
June	95,17	95,23	95,17	95,20	,08	95,33	93,04	23,782
Sept	95,10	95,15	95,10	95,13	,08	95,24	93,35	15,687
Dec	95,07	95,09	95,06	95,08	,08	95,15	93,25	21,221
Mr05	95,04	95,05	95,01	95,04	,09	95,06	93,29	4,630
June	94,97	94,98	94,96	94,99	,09	95,03	93,29	4,461
Est vol 144,201; Thu 122,269; open int 889,279, –2,995.								

Як бачимо з котирувальної таблиці, цей інструмент популярний, про що свідчать обсяги торгів, терміни поставки стерлінгових депозитів за ф'ючерсними контрактами, віддалені на 3 і більше років.

Як і для будь-якого контракту, можливі три варіанти дій біржовика-інвестора⁸.

1. Спекулятивна операція на LIFFE.

Приклад 17.2

Біржовик купив два контракти по 95,99 і через 15 днів продав їх по 96,02. Його виграш становитиме $(96,02 - 95,99) = 0,03$ пункту. Для визначення числа кроків поділимо 0,03 на крок ціни 0,01. Отже, число кроків становить 3, а виграш біржовика відповідно $2 \times 3 \times 12,5 = 75$ ф. ст. Після завершення операції йому повертається 1500 ф. ст. початкового депозиту, а дохід за 15 днів становитиме 5% $(75 : 1500 \times 91 / 365) \times 100$.

2. Фізична поставка (приймка) депозитного сертифіката.

Приклад 17.3

Біржовик купив два контракти по 95,99 для отримання в день поставки двох депозитів. В останній день торгів продавець організовує відкриття двох депозитів в одному з банків, які співпрацюють з біржею LIFFE. У день поставки покупець перераховує 1 млн. ф. ст. до вибраного банку. В останній день торгів розрахункова палата оголошує ціну поставки, за якою робитимуться остаточні взаєморозрахунки між сторонами. Ця ціна визначається так. В останній день торгів між 9,30 – 11,00 палата довільно вибирає із загального списку 16 банків, що пропонують тримісячні депозити. З них вона виключає три найвищі та три найнижчі ставки за депозитами, а на основі тих ставок, що залишилися, визначає середньо-арифметичну ставку десятиох банків, яка встановлюється як котирувальна. Ціна поставки є різницею між 100 та отриманою котирувальною ставкою.

Наприклад, визначена у такий спосіб котирувальна ставка становить 3,99%, ціну поставки визначимо так:

$$100 - 3,99 = 96,01.$$

У результаті зростання ціни контракту від 95,99 до 96,01 покупець як варіаційну маржу повинен отримати виграш у розмірі:

$$2 \times (96,01 - 95,99) : 0,01 \times 12,5 = 200 \text{ ф. ст.}$$

Початковий депозит – 1 500 фунтів стерлінгів – повертається.

Згідно з отриманою котирувальною ставкою, стерлінговий депозит, на який покупець перераховує гроші, має забезпечити йому дохід 3,99%. Однак ця ставка може суттєво відрізнятись від ставки конкретного банку.

Наприклад, вона становить 3,95%.

Згідно з правилами біржової торгівлі покупець повинен отримати від продавця додаткову суму доходу до рівня 3,99%.

Ця сума визначається за формулою:

$$D = \frac{N(r_s - r_d)t / 365}{1 + (r_s + t / 365)},$$

- котирувальна ставка біржі;
- ставка депозиту конкретного банку;
- число днів на які відкрито депозит;
- номінал депозиту.

⁸ Буренин А. Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки / А. Н. Буренин. – М. : Тривола, 1995. – 240 с.; Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : уч. пособ. / А. Н. Буренин. – М. : 1-ая Федерат. книготорг. компания, 1998. – 352 с.

Продовження прикладу 17.3

Для нашого випадку доплата становитиме:

$$2 \times \frac{500,000(0.0399 - 0.0395)91/365}{1 + 0,0399 \times 91/365} = 99,62 \text{ ф. ст.}$$

Коли інвестор купував депозит, він ставив собі за мету отримати ставку на рівні 4,01%, яку він отримав загалом на двох ринках – реальному та ф'ючерсному:

$$r = \frac{M + D}{N} \times \frac{365}{91} + r_s.$$

Визначимо загальну дохідність інвестора, якщо маржа на один контракт становить 100 ф. ст., а доплата на один контракт – 49,81 ф. ст.:

$$r = \frac{100 + 49,81}{500000} \times \frac{365}{91} + 0,0395 = 0,0401.$$

Отже, покупець контрактів отримав бажану дохідність – 4.01% річних.

3. Розрахунок грошима.

Приклад 17.4

Покупець обирає замість поставки взаєморозрахунок грошима. У цьому випадку йому виплачується варіаційна маржа, що становить 200 ф. ст., і повертається 1500 ф. ст. гарантійного вкладу. Дохід операції визначається за формулою:

$$r = \frac{M}{N} \times \frac{365}{t} + r_s,$$

$$r = \frac{100}{500000} \times \frac{365}{91} + 0,0399 = 0,0401, \text{ або } 4,01\%.$$

Як приклад фінансових ф'ючерсних контрактів, що котируються на американських біржах, розглянемо контракт на казначейський вексель США номіналом 1 000 000 ф. ст., який торгується на Чиказькій товарній біржі.

Казначейські векселі на спотовому ринку продаються для фінансування короткострокових потреб Федерального уряду США. ФРС є агентом міністерства фінансів з продажу векселів на первинному ринку. Векселі випускаються 13, 26 та 52-тижневі. Найбільше 13 та 26-тижневих векселів. Вони продаються щопонеділка і випускаються в обіг через три дні. Торги 52-тижневими проводяться щочетвертого четверга і випускаються рівно через тиждень. Дохід визначає дисконтування з використанням 360-денного календарного року.

Вторинний ринок здійснюють 44 основні банки та позабанківські дилери, що мають відповідні ліцензії ФРС. Дохід цих посередників складається з різниці між цінами купівлі та продажу.

У табл. 17.6 подано приклад біржового котирування з «The Wall Street Journal Europe» від 13.09.2010 р.

У котируванні подається індексна ціна для цінного папера номіналом 100 дол..

Між котирувальною ціною, що подається у пресі, і ф'ючерсною є такий зв'язок:

$$P = 100 - 4(100 - F),$$

де P – котирування ф'ючерсної ціни;

F – ф'ючерсна ціна.

Таблиця 17.6

Приклад біржового котирування ф'ючерсного контракту
на казначейський вексель США

Interest Rate Futures								
Treasury Bills (CME)-\$1 million.; pts. of 100%								
	Open	High	Low	Settle	Chg	Discount		Open interest
						Settle	Chg	
Sept	93,35	98,35	98,34	98,34	...	1,66	...	845
Est vol 28; vol Thu 31; open int 37,896, +200								

Щоб за котируванням ф'ючерсної ціни визначити ціну, яку заплатить інвестор, необхідно визначити F із вищеподаної формули:

$$F = 100 - 0,25(100 - P).$$

Коефіцієнт 0,25 застосовується тоді, коли до погашення векселя залишається 90 днів, якщо ж 89 або 91, то ці значення відповідно становитимуть: 0,2472; 0,2528.

Ф'ючерсна ціна векселя зі строком погашення 30 вересня 2010 р. становить:

$$F = 100 - 0,25(100 - 98,34) = 99,585.$$

Отже, для покупця векселя, який придбав ф'ючерсний контракт 13.09.2010 р., він коштуватиме 995 850 дол., а дисконтний дохід становитиме у перерахунку за рік 1.66%, що точно відповідає даним, які наведені у котирувальній таблиці.

Вищо розглянуто переказний банківський вексель, який банк приймає у 90-денний термін. Цей вексель широко застосовується як засіб позики і кредиту великими компаніями для регулювання їх потреби у грошових ресурсах. Вексель гарантує виплату номіналу (в нашому випадку 1 000 000 дол.), тому покупець або кредитор не сплачуватимуть повної його вартості. Фактична сума, яка сплачується за вексель, менша від його номінальної вартості. Розрахунок за контрактом відбувається за ціною закриття останнього дня торгів.

Вексельна знижка обчислюється за формулою вексельного дисконту:

$$d = \frac{360 \times N}{r \times t}. \quad (17.2)$$

Вартість векселя дисконтується залежно від двох змінних:

- ✓ відсоткової ставки, r ;
- ✓ строку платежу за векселем, t .

Дохід подається як річна норма, хоч термін векселя становить 90 днів. Вказана формула знижує вартість векселя таким чином, що процентна ставка впливає із дисконтної вартості. Вважається, що відсоток належить до фактичної суми позики. На цій основі відсоткова ставка обчислюється як різниця між номіналом та дисконтованою вартістю. Відсоток на ф'ючерсній біржі обчислюється відповідно до системи індексації, згідно з якою щорічні відсоткові ставки віднімаються від 100. Ця система використовується для того, щоб оголошена ціна на ринку могла змінюватися відповідно до конкретної спотової вартості векселів.

Як приклад довгострокових фінансових ф'ючерсів розглянемо довгостроковий відсотковий ф'ючерс (облігаційний ф'ючерс).

У фінансово-бюджетній політиці казначейські облігації та зобов'язання (*bonds, notes*) використовуються як засіб мобілізації капіталу та реалізації кредитно-грошової стратегії.

На первинному та вторинному ринках казначейські зобов'язання та облигації є інструментом прямого інвестування, або здійснення торгових угод. Вони продаються на спотовому та строковому ринках.

На строковому ринку укладаються ф'ючерсні та опціонні контракти на коротко-, середньо- та довгострокові папери. Однак казначейські папери мають не лише ці функції. Вони використовуються на фінансовому ринку як база для інших цінних паперів щодо рівня відсоткових ставок.

Казначейські облигації котируються за цінами або доходністю.

Ціна облигації – це зведена вартість майбутніх потоків грошових коштів від виплати відсотків та номіналу.

Коефіцієнт дисконтування, що використовується для визначення вартості, є **доходністю до погашення** (yield to maturity).

Характерною особливістю облигацій є залежність між доходністю, відсотковою ставкою та ціною. Як правило, із зростанням відсоткової ставки ціна облигації зменшується, і навпаки.

Торговці облигаціями фінансують свої позиції на ринку REPO (угода REPO дійсна за умови обміну облигації як застави на будь-яку суму грошей). Угоди укладаються на один день – овернайт, але можуть укладатися і на більше днів. Покупець облигації може позичити облигацію як заставу в обмін на гроші, які він заплатить за ці облигації. І навпаки, продавець облигації може позичити гроші та облигацію, щоб продати її іншій стороні.

Потенційними продавцями та покупцями облигаційних ф'ючерсів є будь-які організації, що ризикують на зміні середніх та відсоткових ставок на ринку грошей. Власники державних облигацій, боржники та кредитори, урядові чиновники, банки, пенсійні фонди, фінансові компанії, брокери, трейдери з великим успіхом використовують ф'ючерсний контракт на облигації Казначейства США.

Наприклад, візьмо облигацію Казначейства США номіналом 100 000 дол., до терміну відшкодування якої залишається 15 років. Дохід від відшкодування облигації – 8% на рік, місяці поставок – 3, 6, 9, 12. Ціною поставки є ставка REPO. Хоч операції на ф'ючерсному ринку та ринку спот відбуваються паралельно, ринок відсоткових фінансових ф'ючерсів відображає спотовий ринок лише частково.

У табл. 17.7 подано приклад біржового котирування на 15-річну облигацію Казначейства США, що котирується на Чикаго Борд оф Трейд із «The Wall Street Journal Europe» від 13.09.2010 р.

Таблиця 17.7

Приклад біржового котирування ф'ючерсного контракту казначейської облигації США

Interest Rate Futures								
Treasury Bonds (CBT)-\$100,000; pts.32 and of 100%								
	Open	High	Low	Settle	Chg	Lifetime		Open interest
						High	Low	
Sept	112-26	113-26	112-26	113-20	29	113-26	96-07	30,673
Dec	111-20	112-21	111-20	112-14	29	112-21	96-06	433,223
Mr03	110-24	111-13	110-16	111-10	29	111-13	100-05	26,669
Est vol 177,376; vol Thu 214,751; open int 490,683 +4,198								

Як бачимо, облігації котируються для номіналу 100 дол., дробові значення ціни подаються в 32 частках долара.

Згідно з даними котирувальної таблиці ціна облігації номіналом 100 000 дол. з поставкою у вересні 2010 р. на Чикаго Борд оф Трейд становить 113-20 або 113,625 дол. Це означає, що облігація продається за 113,625 дол.

У котируванні вказується чиста ціна облігації без відсотків, які належать продавцеві папера, якщо вона поставляється під час купонного періоду.

Ціна, яку отримує продавець при поставці, обчислюється за формулою:

$$\text{Ціна поставки} = \text{Котирувальна ціна} \times \text{Коефіцієнт конверсії} + \text{Нараховані проценти} \quad (17.3)$$

Нараховані проценти – це проценти, які належать продавцеві контракту за той час, що минув з моменту відшкодування попереднього купона до дня поставки. При купоні 10% від 30.06 до 13.09 минуло 75 днів, тобто покупець повинен заплатити:

$$\frac{100,000 \times 0.1}{365} \times 75 = 2054 \text{ дол.}$$

Коефіцієнт конверсії обчислюється біржею до початку торгівлі контрактом. Він залишається постійним протягом усього терміну існування контракту. Щоб перша облігація приносила інвесторові дохід 8% до погашення при номіналі 100,000 дол. і купоні 10%, вона повинна коштувати:

$$\frac{100,000}{0.08} + \left(100,000 - \frac{100,000}{0.08}\right) \times \frac{1}{(1+0,04)} \times 30 = 117,292 \text{ дол.}$$

Дану ціну ділять на номінал і отримують коефіцієнт конверсії 1,1729.

Для нашої облігації котирувальна ціна становить 113-20, коефіцієнт конверсії – 1,1729, проценти – 876,71 дол., до оплати буде подана сума, яку отримаємо після застосування наведеної формули:

Ціна поставки = 113,625 × 1,1729 + 2054 = 135,32476 дол.

Продавець має право вибору щодо поставки певної облігації. Як правило, він обирає таку облігацію, для якої різниця між ціною та добутком котирувальної ціни і коефіцієнта конверсії буде найменшою. Право вибору продавця облігації називається «гра дикою картою».

Для визначення ф'ючерсної ціни за основу береться формула для фінансового інструменту, який виплачує дохід, а саме:

$$F = (S - I)e^{rT}, \quad (17.4)$$

де S – повна ціна облігації на момент укладання контракту;

I – вартість купона;

r – постійна нараховувана ставка без ризику.

Техніку визначення ф'ючерсної ціни відпрацьовано на провідних біржових ринках.

Приклад 17.5

Інвестор купує облігаційний ф'ючерсний контракт з терміном дії 210 днів, постійно нараховувана ставка без ризику – 10%. Він передбачає поставку облігації з купоном 11,5%, купон виплачується двічі на рік. Чиста ціна спот дорівнює 110,000 дол., коефіцієнт конверсії – 1,35. Попередній купон виплачувався 30 днів тому, до виплати чергового купона залишилося 152 дні.

Спочатку визначається ціна спот на момент укладання контракту:

$$S = 110,000 + \frac{11,500 / 2}{182} \times 30 = 110,94780 \text{ дол.}$$

Вартість купона:

$$I = 5,750 \times e^{152/365} \times 0,01 = 5,511549 \text{ дол.}$$

Повна ціна облігації на момент закінчення терміну контакту:

$$(110,947.8 - 5,515.49) \times e^{0.1 \times 0.5753} = 111,67570 \text{ дол.}$$

Від повної ціни облігації віднімається вартість процентів за 58 днів:

$$111,6757 - \frac{5,750 \times 58}{182} = 109,843 \text{ дол.}$$

З урахуванням коефіцієнта конверсії ціна облігації з купоном 11,5% і з доходом 8% до відшкодування становитиме відповідно:

$$10,44328 \div 1.35 = 81,36549 \text{ дол.,}$$

а отже, котирувальна ціна складе 81.365, або 81-12.

17.3. Контракти на індекси фондових бірж

Новий інструмент, що належить до фінансових ф'ючерсів, з'явився 24 лютого 1982 р. на біржі Канзас Сіті Борд оф Трейд (КСВТ). Саме тоді було укладено перший ф'ючерсний контракт на індекс курсів акцій, що відображав середньоарифметичну величину 1700 курсів акцій, що котирувалися на NYSE, AMEX та у позабіржовій системі NASDAQ. Цей індекс називався «Value Line».

Індекс акцій – це індикатор, що визначає та відображає зміни у вартості визначеної групи акцій. Перший індекс запровадив у 1884 р. шеф-редактор газети «The Wall Street Journal Europe» І. Доу-Джонс. Сьогодні є чотири види цих індексів, однак володар авторського права на індекс І. Джонс не дозволяє використовувати його як базу для ф'ючерсних контрактів.

Базою для ф'ючерсних контрактів є зведений індекс Нью-Йоркської фондової біржі, індекси, вироблені корпорацією «Стандарт енд Пурс», індекс «GSCI», індекси Лондонської фондової біржі, Токійської та Паризької фондових бірж. Характеристики основних контрактів подано в табл. 17.8.

Останні кілька років характеризуються впровадженням у біржову торгівлю нових індексів, які відображають динаміку європейських ринків загалом. Так, значних обсягів торгівлі досягли ф'ючерсні контракти з пан-європейськими фондовими індексами «DJ Euro STOXX 50 Index» та «DJ STOXX 50 Index», які котируються на об'єднаній ф'ючерсній біржі EUREX. Подаємо приклади біржових котирувань на контракти індексів фондових бірж у табл. 17.9.

Таблиця 17.8

Ф'ючерсні контракти на біржові індекси

Біржі	NYSE Composite Index	CME		KCBT	LIFFE	MATIF
Розмір контракту	\$500× ×індекс NYSE	\$500× ×індекс S&P	\$5× ×індекс Nikkei 225	\$500× ×індекс Value Line	£25× ×індекс FT-SE 100	FFr200× ×індекс CAC-40
Зміна ціни	0.05=\$25	0.05=\$25	0.05=\$25	0.05=\$25	0.05=£12.5	×
День розрахунку	останній торговельний день місяця платежу	наступний день після останнього дня торгів	наступний день після останнього дня торгів	наступний день після останнього дня торгів	наступний день після останнього дня торгів	×
Останній торговельний день	робочий день, що передує днів розрахунку	третій четвер місяця платежу	третій четвер місяця платежу	останній робочий день місяця платежу	останній торговельний день місяця поставки	×
Місяці поставок	3, 6, 9, 12 + два місяці в тому ж циклі	3, 6, 9, 12 + два місяці в тому ж циклі	3, 6, 9, 12 + два місяці в тому ж циклі	3, 6, 9, 12 + два місяці в тому ж циклі	3, 6, 9, 12	Поточний місяць, а також 3, 9, 10, 12
Індекс	середньозважена ціна 1500 акцій, що котирується на NYSE	середньозважена ціна 500 акцій, що котирується на NYSE	середньозважена ціна 225 акцій, що котирується на TSE	середньозважена ціна 1700 акцій, що котирується на NYSE, AMEX, NASDAQ	середньозважена ціна 100 акцій, що котирується на LSE	середньозважена ціна 40 акцій, що котирується на PSE
Маржа	\$3500	\$6000	\$6000	\$6500	£2500	×
Маржа підтримки	\$1500	\$2500	\$2500	\$6500	£2500	×

Таблиця 17.9

Приклад котирування ф'ючерсного контракту на індекс S&P 500 Нью-Йоркської фондової біржі

Index Futures								
S&P 500 Index (CME) -\$250 times index								
	Open	High	Low	Settle	Chg	Lifetime		Open interest
						High	Low	
Sept	88050	89300	87650	89110	190	165670	77130	342,439
Dec	88960	89320	87600	89120	190	150070	77400	299,894
Est vol 217,510; vol Thu 297,643; open int 664,260,+30,500. Idx prl: Hi 892.75; Lo 877.05; Close 889.81 + 2.90.								

Висока активність на ринку ф'ючерсних контрактів з індексами акцій пояснюється тим, що вони активно використовуються в портфельному інвестуванні. Портфельні інвестори порівнюють динаміку зміни цін конкретних акцій з їхніми інтегральними показниками – індексами, а дохідність від інвестицій в акції – з дохідні-

тю у ф'ючерсні контракти з індексами акцій. Оскільки розрахунок за ф'ючерсними контрактами здійснюється лише грішми, ці інструменти використовуються для «довгого» та «короткого» хеджування позицій на реальному ринку акцій та з суто спекулятивними цілями.

Приклад 17.6

Інвестор, очікуючи загального підвищення цін на акції Нью-Йоркської фондової біржі, займає «довгу» позицію на індекс «S&P 500» за ціною 88,050. У цей день ціна закриття ф'ючерса була 89,110, тобто за день зросла на 1,060. Це $1,060 / 0.05 = 2,100$ базисних пунктів, або тіків. У результаті на кредит рахунка торговця надійде $2,100 \times 250 = 525,000$ дол. виграшу. Якби контракт був куплений у нового продавця, тобто того, хто утримує «коротку» позицію, то 525,000 дол. було би перекинато на рахунок продавця.

Приклад 17.7

Інвестор володіє диверсифікованим портфелем акцій blue-chip вартістю 890 000 дол. Інвестор очікує, що після різкого спаду курсів може відновитися тенденція ринку «биків». Для цього він відкриває «коротку» позицію на десять контрактів на індекс «S&P 500», продажна вартість якого за курсом 89 000 індексних пунктів становить 890 000 дол. Таким чином, з допомогою десяти контрактів хеджується портфель. Депозит вноситься в розмірі $6\,000 \times 2 = 12\,000$ дол. Багаторічні ринкові спостереження підтверджують, що зниження цін окремих акцій, а отже, і загалом вартості диверсифікованого портфеля на 10% викликає подібний спад ціни індексу. Наприклад, 10% спадання ціни на індекс до 88 050 індексних пунктів принесе власникові «короткої» позиції дохід в сумі $50 / 0,05 \times 25 = 25\,000$ дол., що повністю перекриває можливе знецінення вартості портфеля.

Приклад 17.8

Треjder вважає, що ціни на ринку акцій підвищаться впродовж наступних декількох місяців. Він може інвестувати кошти на суму 39 000 дол. у реальні акції. Проте як альтернативу він займає «довгу» позицію на індекс «Value Line». Загальна початкова маржа 6 500 дол. дозволяє відкрити 6 позицій, або контролювати при ціні на індекс 405 базисних пунктів суму інвестицій 1 215 000 дол. ($405 \times 500 \times 6$). Якщо передбачення трейдера було правильне і курси зростуть до 15%, тобто індекс «Value Line» становитиме 465 базисних пунктів, то трейдер виграє на ринку ф'ючерсів:

$$60 / 0.05 \times 25 \times 6 = 180\,000 \text{ дол.},$$

що принесе при інвестуванні 39 000 дол. дохід 462% за період володіння контрактом.

Крім фінансових ф'ючерсних контрактів, на західних ринках поширені також опціони на відсоткові папери і на індекси фондових бірж. Оскільки індекс передбачає велику кількість акцій, то, як правило, аналогічно виконується опціон не фізичною поставкою цих акцій, а з ф'ючерсами проводиться розрахунок грошима. При виконанні опціону «кол» позитивна різниця між значенням індексу та ціною виконання, опціону «пут» – між ціною виконання та значенням індексу – множаться на певне число, встановлене для даного індексного контракту. Наприклад, у США прийнято використовувати число 100. Визначена таким чином сума сплачується покупцеві опціону. Приклад біржового котирування візьмемо з газети «The Wall Street Journal Europe» від 13.09.2010 р. (табл. 17.10).

Таблиця 17.10

Приклад біржового котирування опціону
на ф'ючерсний контракт з індексом «S&P 500»

Index						
S&P 500 Stock Index (CME) \$250 times premium						
Strike Price	Calls-Settle			Puts-Settle		
	Sep	Oct	Nov	Sep	Oct	Nov
880	21,80	42,90	...	10,70	31,70	42,40
885	18,60	39,80	...	12,50	33,60	...
890	15,70	36,80	...	14,60	35,60	46,40
895	13,00	33,90	...	16,90	37,70	...
900	10,50	31,20	42,20	19,40	40,00	51,00
905	8,40	...	39,60	22,30	...	53,30
Est vol 10,857 Th 7,351 calls 13,275 puts Op int Thur 128,340 calls 192,963 puts						

Опціони на індекси використовуються як інструмент страхування диверсифікованих портфелів від зміни курсів на ринку акцій. У західній практиці опціони на облігації менш популярні, ніж опціони на ф'ючерсні контракти з казначейськими облігаціями. Їх також використовують переважно для хеджевих цілей.

В останні роки значного розвитку набула торгівля ф'ючерсами та опціонами з індексами на нових європейських біржах EUREX, MONEX, Euronext. Причому значну популярність набули контракти на боргові індекси та пан'європейські фондові індекси, які з'явилися на вимогу ринку в зв'язку із запровадженням євро.

Приклад 17.9

Ціна виконання опціону «кол» на індекс «S&P 500» становить 880. Через місяць значення індексу становить 890. Покупець виконує опціон і отримує вигравш відповідно $(890 - 880) \times 100 = 1\,000$ дол.

Найбільш популярними ф'ючерсами на боргові індекси є *серія Вохх*, яка була запроваджена в торгівлю з 1 січня 1999 р. Вони включають лише зобов'язання з фіксованою купонною ставкою (в євро). Ціни зобов'язань, що входять до бази розрахунку цих індексів, надають сім найбільших у Європі фінансових інститутів: ABN AMRO, Barclays Capital, BNP Paribas, Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG, Morgan Stanley Dean Witter, UBS Warburg. Розрахунок здійснює Deutsche Borse. Кожний індекс розраховується за дохідністю та ціною.

Після запровадження євро на LIFFE почали торгувати ф'ючерсами та опціонами на пан'європейські індекси «FTSE», «Eurobloc 100», «FTSE Eurotop 300», «FTSE Eurostars». На EUREX найбільш популярними ф'ючерсами на індекси є *серія DJ STOXX* (Dow Jones Euro STOXX), яка складається з 864 індексів. Такий широкий спектр дає можливість застрахувати навіть вузько спеціалізовані інвестиційні портфелі. Наприклад, індекс «DJ STOXX 50» складається з 50 «блакитних фішок» – найбільш популярних акцій зони євро, є не лише індикатором європейського ринку, а й базою для проведення арбітражних та хеджевих операцій, тобто інструментом управління фінансовими ризиками⁹.

⁹ Матросов С. Рынок деривативов Западной Европы / С. Матросов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 19(202). – С. 29–34.

17.4. Ф'ючерсні контракти з валютою

У теоретичному аспекті між форвардними та ф'ючерсними контрактами невелика різниця, але на практиці вона є доволі помітною. Біржові валютні ф'ючерси реалізуються через спеціальний підрозділ Чиказької товарної біржі – ІММ. Відмінності між форвардами і ф'ючерсами такі:

1. **Регулювання.** Міжнародний грошовий ринок (ІММ). Ринок ф'ючерсних валютних операцій регулюється Товарною ф'ючерсною торговельною комісією (СЕТС), а форвардний ринок саморегулюється.

2. **Коливання цін.** Форвардні контракти не мають жодних лімітів на цінові коливання; ІММ накладає денний ліміт на коливання цін.

3. **Частота поставки.** Понад 90% форвардних контрактів завершується реальною поставкою; всупереч цьому менш ніж 1% ф'ючерсів на ІММ завершується реальною поставкою.

4. **Розмір контракту.** Форвардні контракти не мають стандартного обсягу і практично значно більші за стандартизовані контракти на ринку ф'ючерсів.

5. **Дата поставки.** Банки надають форвардні контракти з поставкою на будь-яку дату, а ф'ючерсні контракти на ІММ мають лише чотири спеціально відведених терміни на рік для поставки.

6. **Встановлення цін.** За форвардними контрактами ціни взаємоузгоджуються між клієнтом та банком, за ф'ючерсними операціями контрактні ціни визначаються відкритим аукціоном.

На ринку ф'ючерсів контракти суворо регламентовані. Кожен контракт на купівлю-продаж євро становить 125 000 EURO, на англійський фунт стерлінгів – £ 62 500. Кожен контракт на купівлю-продаж канадських доларів становить CAN 100 000, на купівлю-продаж японських єн – ¥ 12 500 000, на купівлю-продаж швейцарських франків – SFr 125 000. У табл. 17.11 наведено приклад котирування валютних ф'ючерсів:

Таблиця 17.11

Приклад біржового котирування валютного ф'ючерсного контракту з фунтом стерлінгів

Currency Futures								
British Pound (CME) - 62,500 pds.; \$ per pound								
	Open	High	Low	Settle	Chg	Lifetime		Open interest
						High	Low	
Sept	1,5606	1,6550	1,5500	1,5524	-,0076	1,5900	1,3990	18,742
Dec	1,5522	1,5574	1,5412	1,5442	-,0076	1,5720	1,4070	21,384
Est vol 5,916; vol Thu 14,408; open int 40,299,+3,477.								

Розрахунки за ф'ючерсними контрактами проводяться через Товарну ф'ючерсну торговельну комісію, а точніше, через її розрахункову палату. Вона стає покупцем для кожного продавця та продавцем для кожного покупця на ринку ф'ючерсних операцій. А тому продавець не дбає про кредитоспроможність іншої сторони, і всі умови ф'ючерсного контракту в операціях з валютою можна виконати значно легше, ніж за форвардним контрактом.

Розглянемо механізм *ф'ючерсних валютних операцій*. На Міжнародному грошовому ринку (ІММ) американська фірма-експортер, яка у майбутньому матиме дохід в іноземній валюті, може продати цю валюту за певним курсом, обіцяючи передати її у певний час. З іншого боку, компанія-імпортер, якій потрібна іноземна валюта для сплати своїх рахунків, може купити цю валюту, щоб отримати її в майбутньому. З допомогою цих прийомів фірма-експортер і фірма-імпортер захищаються від несприятливих коливань курсу валюти.

Приклад 17.10

Припустимо, що будь-яка компанія через 6 місяців одержить 100 000 ф. ст. від англійської фірми. Спот-курс такий: 1 англійський фунт стерлінгів = 1,20 дол. Проте курс англійського фунта може знизитися. Skorиставшись ринком ф'ючерсних валютних операцій, компанія продає свої 100,00 ф. ст. за таким курсом: £1 = \$1,15. Через 6 місяців компанія одержить 115 000 дол. ($100\,000 \times 1,15$) і передасть 100 000 ф. ст. партнерові за контрактом. Незалежно від того, що станеться з курсом англійського фунта протягом наступних 6 місяців, загальні надходження компанії гарантуються ф'ючерсним контрактом на 115 000 дол. Справжні витрати за цим контрактом, що прив'язують компанію-експортера до певного курсу – це 0,05 дол. на англійський фунт. Справа в тому, що англійський було продано дешевше на 0,05 дол. для передання його в майбутньому ($1,20 - 1,15 = 0,05$). На те, скільки коштують такі операції, є інша точка зору: справжні витрати залежать від курсу англійського фунта через 6 місяців. Якщо курс фунта зростає до 1,25 дол. на час передачі валюти, компанія-експортер втратить 0,10 дол. на кожному фунті, то курс 1,15 дол., вказаний у контракті, буде на 0,10 дол. нижчий за ринкову ціну англійського фунта. За такої ситуації компанія заощаджує гроші, а не втрачає, коли на час передачі валюти ціна англійського фунта спаде нижче від курсу контракту 1,15 дол.

Заснований 20 грудня 1971 р. за порадою лауреата Нобелівської премії монетариста М. Фрідмена на Chicago Mercantile Exchange Міжнародний грошовий ринок (ІММ) забезпечує можливість функціонування валютних спекулянтів. Саме тут процвітає торгівля ф'ючерсними контрактами, започаткована 16 травня 1972 р. Маржа за ф'ючерсними контрактами на ІММ становить майже 2% від обсягу контракту.

На відміну від спреду купівля-продаж, який оприбутковується торговцями на ринках спот та форвард, тут встановлюються комісійні. Учасниками ринку ІММ є спекулянти, імпортери та експортери, корпорації, що володіють активами і пасивами в іноземних валютах, та банкіри. Арбітражери відіграють значну роль на ІММ. Вони переводять ф'ючерсні курси ІММ на банківські форвардні курси і, реалізуючи прибуткові варіанти, забезпечують відповідність між ф'ючерсними курсами ІММ та банківськими форвардними курсами.

На ф'ючерсних ринках (США) обертаються такі ф'ючерсні контракти з валютою:

- ✓ японська єна (СМЕ) – ¥ 12,5 млн.;
- ✓ німецька марка (СМЕ) – DM125,000;
- ✓ канадський долар (СМЕ) – CAN\$100,000;
- ✓ англійський фунт (СМЕ) – £62,500;
- ✓ швейцарський франк (СМЕ) – Sfr125,000;
- ✓ євро (СМЕ) – € 125,000;
- ✓ австралійський долар (СМЕ) – AUD100,000.

Після запровадження євро на цій біржі стали продаватися контракти на крос – курси основних валют до євро. З'явилися контракти на мексиканське песо, російський рубль, бразильський реал.

В Європі центром торгівлі валютними ф'ючерсами є Лондонська біржа LIFFE. На ній котируються контракти на фунти стерлінгів, євро, японські єни, швейцарські франки, причому торгують за долари США. В табл. 17.12 подано приклад біржового котирування на валютні ф'ючерси з «The Wall Street Journal Europe».

Таблиця 17.12

Приклад біржового котирування ф'ючерсного контракту на швейцарський франк

Currency Futures								
Swiss Franc (CME)-125,000 francs; \$ per franc								
	Open	High	Low	Settle	Chg	Lifetime		Open interest
						High	Low	
Sept	,6692	,6714	,6610	,6626	-,0053	,6975	,5860	16,456
Dec	,6703	,6737	,6630	,6645	-,0053	,6986	,5875	22,127
Est vol 8,385; vol Thu 14,868; open int 39,016,-806.								

Як маржеві вклади на IMM вносяться долари США, державні цінні папери США у визначеній кількості базисних пунктів. Валюта котирується з чотирма знаками після коми, базисні пункти для всіх валют, крім фунта стерлінгів, становлять 0,0001; для фунта – 0,0002. Маржеві вклади для всіх валют дорівнюють 150 базисних пунктів з ціною одного пункту 10 дол., для фунтів – 400 базисних пунктів з ціною 12,5 дол.

Приклад 17.11

Інвестор через брокера відкрив «довгу» позицію на IMM на 25 контрактів із швейцарськими франками за курсом 0,6626 дол. і через 20 днів закрити її оберненою (офсетною) угодою за курсом 0,6776 дол.

При відкритті позиції був внесений маржевий вклад у розмірі:
 $150 \times 10 \times 25 = 37,500$ дол.

Через 20 днів позицію анульовано, виграш інвестора становитиме:

$$\left(\frac{0,6776 - 0,6626}{0,0001} \right) \times 10 \times 25 = 204,250 \text{ дол.},$$

що порівняно з початковою маржею дає дохід:

$$\frac{204,250}{37,500} \times 100 = 545\%$$

за час володіння 20 днів.

Однак слід підкреслити, що при зворотній ціновій тенденції програш був би таким самим.

Один з багатьох недоліків фінансових ф'ючерсів – негнучкість системи. Та обставина, що кількість розрахункових днів обмежена (4, 6, 8), є і недоліком, і силою біржової системи.

Головна перевага ф'ючерсних операцій у тому, що біржа стає стороною для покупця і продавця контракту. Для відкриття позицій вимагається внесення невеликого депозиту, тобто використовується принцип «плеча» або «важеля», який тепер поширений і на реальному валютному ринку.

З цими ж валютами укладаються опціонні контракти. Опціони на іноземну валюту дають покупцеві право, але не обов'язок, купувати чи продавати суму валюти за певну

ціну на дату або до дати закінчення терміну дії опціону. Право купувати валюту відоме як опціон покупця, а право продавати – як опціон продавця. Дві сторони контракту опціону на валютні операції – це покупець опціону і продавець опціону. Час, визначений для виконання контрактів опціону в іноземній валюті, обмежується кількома тижнями або одним місяцем. Цей тип опціонів є різновидом строкових валютних контрактів. Існує два типи валютних опціонів – опціони «кол» і опціони «пут». Розглянемо механізм отримання прибутків та збитків з опціонами. Почнемо з опціону «кол».

Інвестор, який вважає, що ціна або курс іноземної валюти зросте, може виявити бажання купити опціон «кол». Коли курс іноземної валюти підвищується, власник опціону «кол» може отримати дохід. Якщо курс іноземної валюти знижується, втрачається тільки премія. Покупець такого опціону сплачує лише премію продавцю опціону; коли ціна іноземної валюти значно зростає, він використовує право купити.

Очевидно, що покупець опціону має збитки, які дорівнюють сплаченій премії до того моменту, поки курс обміну не зросте вище за визначену контрактом опціону ціну. Коли курс обміну перевищить визначену опціоном страйкову ціну або курс валюти буде достатнім, щоб відшкодувати премію, прибуток покупця опціону «кол» буде нульовим.

Якщо курс валюти підвищуватиметься і надалі, то покупець опціону матиме прибуток.

Спекулянт, який очікує, що курс іноземної валюти впаде, може виявити бажання продати опціон «кол». Прибуток продавця опціону «кол» протилежний прибутковій покупця опціону «кол». Прибуток обмежений премією, яку можна одержати від покупця опціону; ризик не обмежений нічим.

Покупець опціону «пут», як і продавець опціону «кол», сподівається, що курс іноземної валюти знизиться. Проте, на відміну від продавця опціону «кол», покупець втрачає лише премію, коли курс іноземної валюти зростає. Якщо ціна іноземної валюти знизиться, прибуток власника опціону «пут» не може бути вищий за суму, що залежить від визначеної контрактом опціону ціни та обсягу самого контракту.

Інвестор, який відчуває, що курс іноземної валюти зростає, має вибір – купити опціон «кол» або продати опціон «пут». Якщо курс іноземної валюти зростає, продавець опціону «пут» одержує прибуток, не вищий за премію опціону.

В табл. 17.13 подано приклад біржового котирування на валютний опціон.

Таблиця 17.13

Приклад біржового котирування опціонів
на ф'ючерсний контракт з фунтом стерлінгів

British Pound (CME)						
62,500 pounds; cents per pound						
Strike price	Calls-Settle			Puts-Settle		
	Oct	Nov	Dec	Oct	Nov	Dec
1520	2,74	3,36	3,76	0,32	...	1,34
1530	1,94	2,68	...	0,52	...	...
1540	1,28	...	2,50	0,86	...	2,08
1550	0,86	1,56	...	...	...	...
1560	0,50	1,18	1,62	2,08	...	3,20
1570	0,26	0,86	1,32	2,84	...	3,88
Est vol 238 Th calls 12 puts Op int Thur 4,464 calls 3,108 puts						

Приклад 17.12

25.08 інвестор купує два опціони «кол» на англійські фунти стерлінги з терміном виконання у вересні. Це означає, що він купив право купити 125 000 ф. ст. за курсом 1530, опціон коштує 1,94 ф./ф. ст. При поточному курсі ф'ючерсного контракту 1,5430 інвестор сплатить за два опціони премію в розмірі:

$$1,94 \times 62\,500 \times 2 = 2\,425 \text{ дол.}$$

Велике значення на валютному ринку мають **операції своп**. Ринок свопів у його сучасному вигляді функціонує приблизно з 1981 р. Походження свопів ототожнюють з поширенням паралельних, або компенсаційних позик, що широко застосовувалися у 60–70-х рр. ХХ ст. як засіб зарубіжного фінансового інвестування за умов жорстких валютних обмежень.

Перші свопи були валютними. Їх укладали з метою вирішення проблем та запобігання складним документальним процедурам, пов'язаним із паралельними позиками. *Першим свопом* вважається угода, укладена між корпорацією «ІВМ» та Світовим банком, яка завдяки популярності учасників дуже поширилася на фінансовому ринку. У цей час компанія «ІВМ» володіла борговими зобов'язаннями у німецьких марках та швейцарських франках. Світовий банк здійснив емісію двох єврооблігацій з такими самими термінами відшкодування, як і цінні папери «ІВМ», і обидві сторони обмінялися зобов'язаннями. Банк сплатив номінал і процентні платежі «ІВМ», а «ІВМ» відшкодувала зобов'язання світового банку.

Ринок свопів (Swap) – позабіржовий, однак лише 5% становить вторинний ринок, 95% – первинне розміщення свопів. З 1985 р. Міжнародна асоціація дилерів зі свопів (ISDA) – International Swap Dealers Association – запровадила стандартизовані відсоткові свопи.

Крім валютних, почали застосовувати **відсоткові свопи**.

Відсотковий своп – це угода між сторонами про взаємні періодичні платежі на основі обумовлених відсоткових ставок та визначеної контрактної суми. Це обмін борговими зобов'язаннями з фіксованою відсотковою ставкою на зобов'язання зі змінною ставкою. Відсотковий своп можна використати для переказу одного типу відсоткових зобов'язань до іншого, що дозволяє учасникам корегувати рівень відсоткової ставки та страхуватися від її зміни в майбутньому або для фіксації розмірів прибутків.

На початку 80-х рр. ХХ ст. свопи, як правило, уклалися між банком і корпорацією, оскільки банкам простіше було мобілізувати кошти з фіксованою ставкою, а фірмам – зі змінною, а фінансисти фірм надавали перевагу зобов'язанням із фіксованою ставкою. Банк у даному випадку виступав посередником між клієнтами, що бажали займати протилежні позиції (рис. 17.5).

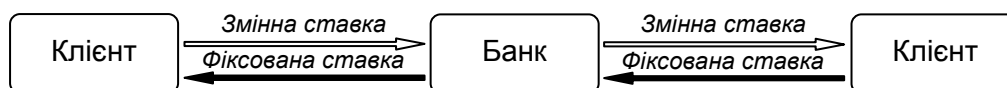


Рис 17.5. Схема укладання свопів

Однак погоджені угоди своп укладати нелегко, оскільки не завжди можна знайти протилежну сторону. В даний час найбільш поширеними угодами є *своп з одним із контрагентів* через відкриття компенсаційної позиції на облігаційний ф'ючерс. Свопи котируються на основі фіксованої відсоткової ставки, що нараховується на контрактну суму. Сторони угоди своп називаються *платником* та *одержувачем*. Особу, що платить за свопом у твердій відсотковій ставці, називають *покупцем свопу*; особу, що платить із змінною ставкою – *продавцем*.

Своп можна укладати на річній, піврічній та кварталній базах. Основні валюти, які використовуються для свопів:

Англійський фунт	A/365	Німецька марка	30/360
Бельгійський франк	A/365	ЕКЮ	30/360
Японська єна	A/365	Нідерландський гульден	30/360
Австралійський долар	A/365	Італійська ліра	30/360
Долар США	A/360 або A/365	Швейцарський франк	30/360

Ш. де Ковні та К. Такі подають приклад котирування свопів від фінансових брокерів. Ці котирування передають і публікують агентства *Reuters* і *Telerate*.

У першій колонці – строк до відшкодування; у другій – твердофіксована ставка, яку сплачує посередник, в третій – твердофіксована ставка, яку отримує посередник, в четвертій – спредова різниця між ставкою за казначейськими зобов'язаннями США та свопом.

У котируванні немає змінної ставки. Як змінну ставку найчастіше використовують ставку LIBOR – ставку Міжбанківського лондонського ринку коштів у євровалюті. Вона змінна, переглядається постійно, публікується як довідкова ставка при позиках на міжнародних фінансових ринках. Вона нараховується на базі 360 днів. Ставки у свопах базуються на ставках ринку облігацій і можуть котируватися як різниця у відсотковому доході або як абсолютна ставка.

Реально свопи укладаються в процесі телефонного спілкування, коли погоджується ставка; при цьому узгоджуються й інші деталі: тип документації, спосіб фіксації змінної ставки, дати платежів, день або рік угоди. Потім угода підтверджується телексом або факсом і, нарешті, письмово. Однак вихідною умовою є телефонна домовленість. Документація включає одну-дві стандартні форми, вироблені Асоціацією британських банкірів або ISDA.

У більшості відсоткових свопів використовується ставка LIBOR або ставки казначейських векселів, прайм-рейт, ставка «федеральних фондів» і комерційних паперів.

Сторона «А», яка бажає сплатити відсоток за фіксованою ставкою, але уже отримала позику із змінною ставкою, може отримати більш вигідну позику із змінною ставкою. Сторона «В», котра є платником змінної ставки, може отримати позику з фіксованою ставкою та, очікуючи зниження відсоткових ставок, укладає своп на частину позики із змінною ставкою.

Ще одним різновидом свопів є валютний. Це контракт на обмін номіналу з фіксованим відсотком в одній валюті на номінал і фіксований відсоток в іншій. Подекуди реального обміну номіналами може не бути.

У валютному свопі сторони обмінюються, крім відсоткових платежів, і номіналами, реально або умовно. Обмінний курс – це спот-курс.

Приклад 17.13

Компанії «А» і «В» мають різні кредитні рейтинги. Наприклад, компанія «А» з більш високим рейтингом має можливість отримати позику із змінною ставкою LIBOR + 1%. Компанія «В» має нижчий рейтинг, тому може отримати кошти із змінною ставкою LIBOR + 1,5%. Дельта між ставками – 0,5%. На ринку облігацій компанія «А» може отримати кошти під 13% на 10 років, а компанія «В» – під 14,5% на 10 років, дельта між цими ставками – 1,5%. Різниця між дельтами на ринку облігацій і ринку короткострокових кредитів – 1% (1,5% – 1%). Ця різниця і є тим потенційним виграшем, який можуть використати компанії «А» і «В» для зменшення витрат на отримання позики. Це виграш, який можуть поділити між собою дві сторони свопу.

На початку XXI ст. на LIFFE активно впроваджуються нові біржові ф'ючерсні контракти на **свопові зобов'язання** (*Swapnote*). Обсяг ф'ючерсних контрактів на ставки обмінних контрактів у євро терміном на 2, 5 та 10 років лише у другому кварталі 2001 р. становив 99 млрд. дол. США.

Приклад 17.14

Компанії «А» і «В» можуть емітувати облігації в доларах США та фунтах стерлінгів на таких умовах:

	Компанія «А»	Компанія «В»
\$	10%	12%
£	13%	14%

Оскільки ставки у Великобританії вищі, компанія «А» має абсолютні переваги при емісії облігацій як в доларах, так і у фунтах. Компанія «В» сплачує на 2 дол. і на 1 ф. ст. більше, ніж компанія «А». Обидві компанії можуть випустити облігації на ринках, де вони мають переваги, і обміняти зобов'язаннями. Виграш, який отримують сторони від обміну, – різниця між дельтами за доларовими ставками та ставками у фунтах стерлінгів, або 1% (2% – 1%).

Ці контракти терміново стали потрібні інституційним інвесторам, зокрема банкам для хеджування відсоткових ризиків при здійсненні свопових контрактів, які є винятково позабіржовими, а отже, і надзвичайно ризиковими. Крім того, як зазначалося вище, значного прогресу на ринку ф'ючерсних контрактів було досягнуто в зв'язку з впровадженням у торговельну практику ф'ючерсів на індивідуальні акції.

Вищезазначене дозволило Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів (LIFFE) дещо наростити обсяги торгівлі, що було гідною відповіддю на запровадження євро, оскільки саме на ній донедавна котирувалися ф'ючерси на облігації країн Європи у відповідних валютах, які тепер стали непотрібними на ринку. На заміну названих облігаційних ф'ючерсів доволі успішно почали торгуватися ф'ючерсні контракти на облігації Євросоюзу (d'Etat EUREX), обсяги яких лише за перший квартал 2001 р. зросли до 16 600 млрд. дол. США, тоді як за 2000 р. вони становили 3 300 млрд. США.

Одночасно в Чиказькій торговельній палаті (CBOT) восени 2001 р. були запроваджені ф'ючерси та опціони на ставки обміну доларових контрактів на контракти в євро

терміном на 5 та 10 років. Створення таких контрактів одночасно в Європі та США свідчить про їх широкі можливості, які і приваблюють на ці ринки нових учасників.

17.5. Ф'ючерсні контракти на погоду

Беззаперечно, що у будь-якій країні світу істотний вплив як на економічні, так і політичні процеси має погода. Усі природні процеси, від урожаю сільськогосподарських культур до стихійних лих, відображаються на економіці і впливають на ціни товарів. Наслідком зміни цих цін є зміна біржових котирувань доволі різних за природою фінансових інструментів.

Необхідно зазначити, що за оцінками Міністерства торгівлі США (US Department of Commerce), погода впливає на сфери діяльності, обсяг яких в американській економіці становить 1 трлн. дол., при розмірі ВВП в 9 трлн. дол. Отже, можна стверджувати, що вплив погоди на функціонування економіки є значним. Крім того, практично будь-який бізнес має сезонний характер, що і відзначається на вартості його акцій та інших цінних паперів на біржі.

Учасниками фондового ринку були винайдені інструменти, призначені як для вкладення капіталів, так і для зниження інвестиційних ризиків. Завдяки погодним ф'ючерсам можна застрахуватися, наприклад, від холодного літа, який вплинув на врожай, або теплої зими, що викликала зменшення використання енергоресурсів. Використовуючи такі цінні папери, компанії, робота яких багато в чому залежить від погоди, можуть стабілізувати доходи. Таким чином, дані контракти мають хороше економічне підґрунтя на існування. Проаналізуємо особливості функціонування «контрактів на погоду».

Стандартні індекси. «Індекс обігріву» HDD (Heating Degree Days) та «індекс охолодження» CDD (Cooling Degree Days). Планується введення індексів на інші параметри погоди: кількість опадів (rainfall або precipitation), кількість снігу і його товщина (snowfall і snow depth), відносна вологість (relative humidity), швидкість вітру і його температура (wind speed і wind chill).

«Погода». Щодня з опівночі до опівночі на метеорологічних станціях визначається максимальна і мінімальна температура, яка потім усереднюється. Погода на день визначається як середнє арифметичне між мінімальною і максимальною температурами, зареєстрованими на станції в цей день. Щодня з опівночі до опівночі на метеорологічній станції визначають максимальну і мінімальну температури, які потім усереднюються. Погода на день і визначається як середнє арифметичне між мінімальною і максимальною температурами, зареєстрованими на станції в цей день:

$$W_i = (T \max_i - T \min_i) / 2, \quad (17.5)$$

де W_i – середнє значення температури за день;

$T \max_i$ – максимальне значення температури за день;

$T \min_i$ – мінімальне значення температури за день.

Індекси «HDD» і «CDD». В США стандартним значенням для температури, відхилення від якої призводять до подорожчання або здешевлення ф'ючерсного конт-

ракту, є рівень 65 градусів за Фаренгейтом. При цьому дні, коли температура повітря була нижчою за граничне значення, позначаються аббревіатурою HDD (heating degree days), вищою – CDD (cooling degree days). Причому, відхилення середньої температури W_i визначається від 65° F. Тобто якщо середнє вище від 65° F, то отримана величина додається до індексу «CDD», якщо нижче – до індексу «HDD»:

$$CDD_i = \max(W_i - 65.0), \quad (17.6)$$

$$HDD_i = \max(65.0 - W_i). \quad (17.7)$$

Якщо температура вимірюється в градусах Цельсія, то як межа береться 18° C. Індекси «HDD» і «CDD» за період визначаються як сума цих одноденних величин:

$$HDD = \sum HDD_i, \quad (17.8)$$

$$CDD = \sum CDD_i. \quad (17.9)$$

Необхідно зазначити, що індекси обчислюються за даними протягом визначеного в контракті періоду, який повинен бути репрезентативним.

Ціна ф'ючерсного або форвардного контракту, а також страйкова ціна опціону виражаються в термінах індексу «HDD» або «CDD» (або інших індексів на наведені вище параметри погоди) за зазначений період. Для встановлення розрахункової ціни за інструментом (тобто фактичного значення індексу після закінчення терміну дії контракту) використовуються офіційні дані специфікованої в контракті метеорологічної станції.

Виплата за форвардним або ф'ючерсним контрактом визначається відповідно до з різниці між ціною, за якою контракт був укладений, і розрахунковою ціною, яка стає відомою після закінчення терміну дії контракту. Ця різниця множиться на обумовлену в контракті фіксовану ставку перерахунку, або вартісну оцінку мінімальної зміни ціни (наприклад, кількість доларів на один пункт зміни розрахункової ціни, тобто на 1 HDD або CDD).

Таким чином, *номінальна вартість* форвардного або ф'ючерсного контракту дорівнює його поточній ціні, виражений в одиницях індексу «HDD» або «CDD» та помножений на вартісну оцінку одиниці індексу.

Стосовно видів похідних інструментів на індекси «HDD» і «CDD» необхідно зазначити, що торгуються як біржові, так і позабіржові похідні інструменти. На біржах торгуються стандартні ф'ючерси та опціони типу «call» і «put», на OTC ринку – форвардні контракти, свопи, опціони «call» і «put», а також опціони з розряду «екзотичних»: digital, barrier і compound options. У табл. 17.13 наведено приклад котирування ф'ючерсів на погоду.

Таблиця 17.13

Приклад біржового котирування погодного ф'ючерса США, індекс «HDD»

Midwest	Oct 2013				Nov 2013				Dec 2013			
	Bid	Ask	Last	NetΔ	Bid	Ask	Last	NetΔ	Bid	Ask	Last	NetΔ
Chicago	350	387	369	0	0	0	686	0	0	0	1120	0
Cincinnati	285	319	302	0	0	0	568	0	0	0	922	0
Des Moines	337	376	357	0	0	0	690	0	0	0	1156	0
Detroit	352	388	370	0	0	0	671	0	0	0	1056	0
Kansas City	259	296	278	0	0	0	568	0	0	0	991	0
Minneapolis	437	479	458	0	0	0	850	0	0	0	1361	0

За оцінками, до середини 2000 р. у США було укладено близько 1600 угод з інструментами на погоду загальним обсягом 3,5 млрд. дол. На даний момент у США ринок оцінюється в 7,5–9 млрд. дол, тоді як обсяг традиційних метеопослуг становить лише 0,5 млрд. дол. Крім того, швидко розвивається позабіржовий (over-the-counter) ринок похідних на температуру та інших погодних фінансових інструментів. Зокрема, в США працює ряд брокерських контор, що спеціалізуються на інструментах такого типу – Natsource, EuroBrokers, Sakura Dellsher, United Energy, Tradition. Як кінцевих користувачів на OTC-ринку, як правило, виходять компанії, що мають значний досвід роботи з фінансовими і товарними похідними.

Крім того, на фоні зростання ліквідності OTC-ринку відбувається стандартизація контрактів. Так, CME в 1999 р. ввела в обіг ф'ючерси та опціони на «HDD» і «CDD». Ці індекси розраховуються для найбільш важливих населених пунктів та енергетичних вузлів, які обрані за показником активності OTC-торгівлі похідними на погоду. В даний час їх 10: Atlanta, Chicago, Cincinnati, New York, Dallas, Philadelphia, Portland, Tucson, Des Moines, Las Vegas.

Необхідно зазначити, що ф'ючерси на погоду мають географічну локалізацію. Наприклад, для головних цінних паперів на ураган у США всі позиції, що залишаються відкритими на момент клірингу, закриваються з використанням максимального остаточного значення індексу «СНІ» за розрахунком MDA EarthSat в області від м. Браунсвілля, штат Техас, до м. Істпорт, штат Мейн. Проте є й інші ф'ючерси на ураган, в яких своя розбивка по територіях. Наприклад, інструменти з тікером «ВНФ» для штату Флорида охоплюють територію від кордону Флориди з Алабамою до м. Фердинанда Біч, а для паперів на погоду на південному атлантичному узбережжі (ВНС) – від цього міста до кордону Вірджинії і Північної Кароліни. Географічна прив'язка контрактів для нас буде дуже зручна, адже зрозуміло, що сніг за Полярним колом і на Кубані випадає з різною часткою ймовірності.

Інтерес до нових контрактів виникає і в інших країнах, особливо у Великобританії, де, як відомо, погода є важливим фактором. Необхідно зазначити, що у грудні 2001 р. LIFFE запустила ф'ючерси на погоду. Торгуються контракти на місячні HDD і на HDD у зимовий період в Парижі, Берліні, Лондоні в районі міжнародних аеропортів (Paris Orli, Berlin Tempelhof, London Heathrow). Контракти торгуються в електронній системі LIFFE Connect™.

Крім того, асортимент біржових продуктів залежить від експортних напрямків компаній, оскільки природні умови вагомо впливають на попит у споживчому секторі. При прийнятті управлінських рішень враховувати погодні ризики об'єктивно складно. В результаті цього на Чиказькій біржі є ф'ючерси на сукупні середні температури в містах, які торгуються за спеціальними індексами середньої температури (САТ). Температура вимірюється в містах на сертифікованих приладах спостереження і відображає погоду в групах країн, які відповідають географічним сегментам бізнесу. Для американських експортерів найважче передбачити температуру в Канаді, Європі та країнах Тихого океану (міста «Тихоокеанського кордону», який проходить по межі Тихого океану).

Необхідно зазначити, що з 28.11.2000 р. Eurex почав розраховувати індекси «HDD» і «CDD» для 30 європейських міст за даними German Weather Bureau. Індекси визначаються за тією самою методикою, що й на CME, але в градусах Цельсія, і

межею вважається 18° С. Поряд з «HDD», «CDD» Eurex використовує також Energy Degree Day (EDD) як середню температуру цього дня мінус 18° С.

Щоб ставки на них не були винятково виграшними, організаторам торгів потрібна впевненість у тому, що прогнози, як правило, збуваються. Для Чиказької біржі еталоном служать продукти компанії «MDA EarthSat», яка постачає прогнози погоди в реальному часі. Служба спостережень «MDA» має двадцятирічну історію. Серед її продуктів – детальні прогнози на 6 місяців, на 15–30, на 11–15 і 6–10 днів. Продукт за назвою «ДунаCAST» дозволяє прогнозувати виробничі результати на кілька років вперед. За своїми даними «MDA» розраховує індекси погоди СНІ.

Щоб захистити ключові ринки від маніпуляцій, використовується розмір контрактів. Наприклад, вартість одного лота на мороз, від якого може залежати весь виробничий прогноз великого агрохолдингу, в Чикаго становить 10 тис. євро. Позиція за інструментами на снігопад і дощ дорівнює 500 доларів, на погоду в Австралії або Канаді – 20 місцевих доларів, на погоду в Європі – 20 фунтів, а за клірингу ф'ючерсів на сукупні середні температури в містах Європи розрахункова валюта відрізняється: у Лондоні – 20 фунтів, в інших – 20 євро. Опціони, похідні від ф'ючерсів, коштують дорожче. У випадку бінарних опціонів на ф'ючерси за індексом ураганів розмір одного лота досягає 10 тис. дол. Покупець отримує необхідну суму, якщо значення індексу більше або дорівнює страйковому рівню.

Таким чином, ринок похідних інструментів на погодні умови має перспективне майбутнє. На даний момент його активними учасниками є найбільші енергетичні компанії, а також великі виробники сільськогосподарської продукції. Нині, крім традиційних учасників, цим ринком активно цікавляться туристичні оператори, виробники продуктів харчування і прохолодних напоїв. Так, потенційним учасником ринку є будь-яка компанія, на величину доходів яких прямо чи опосередковано впливають погодні умови в різних регіонах світу.

Резюме

Фінансовий ф'ючерс – це договірне зобов'язання купити або продати до стандартної дати виконання контракту певну кількість фінансових інструментів за ціною, погодженою в момент укладення угоди під час біржової сесії.

Згадана стандартизація належить до обсягів угод. Ф'ючерсні контракти з однаковою базою мають ті самі обсяги. Терміни виконання фінансових зобов'язань, як правило, встановлюються щоквартально (наприклад, третя п'ятниця березня, червня, вересня, грудня поточного, іноді наступного або третього року).

Стандартизація в цьому разі є суттєвою умовою створення ліквідного активного ринку.

Фінансові інструменти, якими торгують на ф'ючерсних біржах, поділяються на дві групи:

- ✓ фінансові ф'ючерси з конкретною базою;
- ✓ фінансові ф'ючерси з абстрактною базою.

Фінансові ф'ючерси з конкретною базою ґрунтуються на реальних об'єктах торгівлі. При цьому реальна поставка базового фінансового інструменту, як правило, можлива. До фінансових ф'ючерсів з конкретною базою належать:

- ✓ відсоткові ф'ючерси (*interest rate futures*);
- ✓ валютні ф'ючерси (*currency futures*).

Відсотковий ф'ючерс – договірне зобов'язання продати (поставити) та відповідно купити (прийняти) відсотковий інструмент з обумовленими в контракті терміном та процентною ставкою за погодженим курсом (ставкою) на момент укладення угоди на певну стандартну дату в майбутньому.

Валютний ф'ючерс – договірне зобов'язання продати (поставити) та купити (прийняти) стандартну кількість валюти за курсом, погодженим на момент укладення угоди, на певну стандартну дату в майбутньому.

До фінансових ф'ючерсів з абстрактною базою належать ф'ючерсні та опціонні контракти на фондові, товарні індекси та недавно впроваджені ф'ючерси на свопи.

Контрольні запитання

1. Дайте визначення фінансового ф'ючерса.
2. У чому полягає відмінність фінансових ф'ючерсів з абстрактною базою?
3. Дайте коротку характеристику одного з короткострокових фінансових ф'ючерсів.
4. Як інвестор може використати стерлінговий депозит?
5. Назвіть основні характеристики ф'ючерсного контракту на казначейський вексель США.
6. Які методи котирування ф'ючерсних контрактів на облігації використовуються у зарубіжній практиці?
7. Які особливості застосування опціонних контрактів на фондові індекси?
8. Охарактеризуйте особливості відсоткових ф'ючерсних контрактів.
9. Де розміщується основний ф'ючерсний валютний ринок?
10. Які особливості валютних ф'ючерсів Ви знаєте?
11. Що таке відсоткові та валютні свопи?
12. Охарактеризуйте особливості ф'ючерсних контрактів на фондові індекси.

Рекомендована література

1. Галанова В. А. Биржевое дело / В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
2. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
3. Буренин А. Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки / А. Н. Буренин. – М. : Тривола, 1995. – 240 с.
4. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : уч. пособие. / А. Н. Буренин. – М.: 1-ая Федерат. книготорг. компания, 1998. – 352 с.
5. Дегтярьова Н. В. Проблеми розвитку українського строкового ринку / Н. В. Дегтярьова // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – № 18. – С. 68–75.
6. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/>
7. Киреев А. Международная экономика : в 2-х ч. Ч. 2. Международная макроэкономика: Открытая экономика и макроэкономическое программирование / А. Киреев. – М. : Междунар. отнош., 1999. – 484 с.
8. Казарин М. Перевод фьючерсной торговли в РТС повысил надежность срочного рынка / М. Казарин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 219(2040). – С. 12.
9. Кандинская О. А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская. – М. : Изд-во АО «Консалтбанкир», 2000. – 272 с.
10. Примостка Л. Операції хеджування на строкових фінансових ринках / Л. Примостка // Банківська справа. – 1999. – № 1. – С. 41–43.
11. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.
12. Матросов С. Рынок деривативов Западной Европы / С. Матросов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 19(202). – С. 29–34.
13. The Wall Street Journal Europe, Friday, September 13, 2012. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.wsj.com>.
14. Банк міжнародних розрахунків, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/>
15. Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2012: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives by risk category and instrument [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>.
16. Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bis.org/publ/otc_hy1211.pdf.

Тести для перевірки знань до розділу 17

1. Фінансові ф'ючерси – це:

- а) зобов'язання купити/продати фінансовий актив у майбутньому;
- б) зобов'язання купити/продати товар у майбутньому;
- в) право купити фінансовий актив у майбутньому;
- г) право обміняти фінансовий актив у майбутньому.

- 2. Фінансові ф'ючерси поділяються на інструменти:**
 - а) з конкретною базою;
 - б) з абстрактною базою;
 - в) з розрахунком грошима;
 - г) правильні відповіді а) та б).

- 3. До фінансових ф'ючерсів з конкретною базою належать:**
 - а) відсоткові та валютні ф'ючерси;
 - б) свопи та форварди;
 - в) ф'ючерси на індекси;
 - г) ф'ючерси на акції.

- 4. До фінансових ф'ючерсів з конкретною базою належать:**
 - а) відсоткові та валютні ф'ючерси;
 - б) свопи та форварди;
 - в) ф'ючерси на індекси;
 - г) ф'ючерси на акції.

- 5. До відсоткових ф'ючерсів з абстрактною базою належать:**
 - а) ф'ючерс на євродолар;
 - б) стерлінговий депозит;
 - в) ф'ючерс на казначейський вексель США;
 - г) всі перераховані вище.

- 6. Предметом поставки для відсоткових ф'ючерсів є:**
 - а) валюта;
 - б) цінні папери з фіксованим доходом;
 - в) акції;
 - г) свопи.

- 7. Предметом поставки для валютних ф'ючерсів є:**
 - а) валюта;
 - б) цінні папери з фіксованим доходом;
 - в) акції;
 - г) свопи.

- 8. Індексний ф'ючерс – це:**
 - а) зобов'язання купити товар;
 - б) зобов'язання купити/продати стандартну величину одного з індексів;
 - в) зобов'язання розрахуватися грошима;
 - г) зобов'язання визначити майбутнє значення індексу.

- 9. Відсоткові ф'ючерси котируються на основі:**
 - а) індексної ціни;
 - б) доходності;
 - в) номінальної ціни інструменту;
 - г) ринкової ціни інструменту.

- 10. Для будь-якого фінансового відсоткового ф'ючерса можливі такі дії інвесторів:**
- а) спекуляція;
 - б) фізична поставка/приймка;
 - в) розрахунок грошима;
 - г) все зазначене вище.
- 11. Казначейський вексель США під ф'ючерсним контрактом має номінал на момент поставки:**
- а) 100 000;
 - б) 1 000 000;
 - в) 500 000;
 - г) 3 000 000.
- 12. Ціна облігації під ф'ючерсним контрактом враховує:**
- а) номінал;
 - б) котирувальну ціну та коефіцієнт конверсії;
 - в) виплату за купоном;
 - г) правильні відповіді б) і в).
- 13. Ціна індексного контракту – це:**
- а) номінал;
 - б) котирувальна ціна;
 - в) значення індексу помножене на стандартну величину;
 - г) котирувальна ціна помножена на коефіцієнт конверсії.
- 14. Основним міжнародним ринком валютних ф'ючерсів є:**
- а) CME (IMM);
 - б) CBOT;
 - в) LIFFE;
 - г) EUROX.
- 15. Відсотковий своп – це:**
- а) обмін відсотковими ставками;
 - б) обмін валютами;
 - в) обмін товарами;
 - г) обмін індексами.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ фінансовий ф'ючерс;
- ✓ фінансовий ф'ючерс з абстрактною базою;
- ✓ короткострокові, довгострокові фінансові ф'ючерси;
- ✓ ф'ючерси на фондові та товарні індекси;
- ✓ валютний ф'ючерс;
- ✓ стерлінговий депозит;
- ✓ казначейська облігація;
- ✓ казначейський вексель.

Розділ 18.

БІРЖОВА СПЕКУЛЯЦІЯ НА Ф'ЮЧЕРСНИХ РИНКАХ

Від спекуляції на біржі слід утримуватися в двох випадках: якщо у вас немає коштів і якщо вони у вас є.

Марк Твен, американський письменник

Біржовий спекулянт – це людина, яка вивчає майбутнє і діє до того, як воно наступить.

Б. Барух, американський фінансист, біржовий спекулянт, громадський діяч

Теоретична частина

- ✓ Економічна суть біржової спекуляції
- ✓ Історія становлення біржової спекуляції
- ✓ Види біржової спекуляції
- ✓ Види біржових спекулянтів
- ✓ Спекулятивні стратегії із застосуванням ф'ючерсних контрактів
- ✓ Спекулятивні стратегії з опціонами
- ✓ Правила успішної спекуляції на сучасних біржових ф'ючерсних ринках

18.1. Економічна суть біржової спекуляції

Діяльність ф'ючерсних бірж, які в ринковій економіці виконують ціноутворюючу та страхову функції, неможлива без спекулянтів – особливої групи учасників біржової торгівлі, які беруть на себе цінові та курсові ризики. *Спекулянти* – це інвестори, які добровільно вкладають свої кошти в ризик, щоб отримати надприбутки. Їх кошти відіграють важливу економічну роль, вони забезпечують ліквідність ф'ючерсного ринку. Саме існування *спекулянтів*, які вкладають власні кошти у цінові прогнози, дозволяє іншій групі учасників – *хеджерам* – здійснювати операції щодо страхування цінових ризиків.

Спекуляція є невід'ємною частиною товарно-грошових та кредитних відносин. Законодавчо заборонити її практично неможливо. Свідчень таких спроб у багатьох країнах впродовж майже п'ятисотрічної історії біржового руху більш ніж досить. Проблеми біржової спекуляції, використання різноманітних стратегій біржової спекулятивної гри залишаються актуальними для учасників зарубіжних фінансових і товарних ринків. Економічна література з цих питань, особливо книги успішних біржових трейдерів та аналітиків, є надзвичайно популярною і найдорожчою на книжкових ринках. Ця тенденція спостерігається і в Україні, де щораз більшої популярності набуває література з питань фундаментального і технічного аналізу ф'ючерсних ринків та контролю над капіталом.

У науковців та практиків не виникає заперечень з приводу необхідності застосування біржових інноваційних фінансових інструментів і технологій для ефективного управління фінансами різних фірм та організацій. Деякі із них, зокрема Л. Примостка та Б. Губський¹, підкреслюють, що прибутки спекулянтів за економічним змістом можна розглядати як винагороду за прийнятий ризик, коли вони виконують кілька важливих економічних функцій, що полегшує маркетинг товарів та торгівлю фінансовими інструментами.

Ф'ючерсна біржа як необхідний атрибут ринку є продуктом надзвичайно складної економічної та фінансової діяльності країни. Як ринок чистої конкуренції, вона залучає до участі у торгах як безпосередніх продавців та покупців контрактів, так і посередників. Біржовий ринок, особливо ф'ючерсний, за образним висловом А. Костолані – одного з ушлюблених біржовиків ХХ ст. – є «басейном без води»².

Порівняємо два тлумачення терміна «спекуляція» в Енциклопедії Брокгауза-Ефрона, виданій у Санкт-Петербурзі наприкінці ХІХ ст., яка є широко відомою в наукових колах і досі (в Росії вона була перевидана кілька років тому), та «Великій радянській енциклопедії», де економічні поняття несли ідеологічне нашарування.

У першому джерелі спекуляція трактується як «...угоди купівлі-продажу, що виконуються з певним видом товарів або цінних паперів з метою отримання вигоди від різниці між купівельною та продажною цінами. Власне кажучи, будь-яка тор-

¹ Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – С. 11–15; Губський Б. В. Біржові технології ринку / Б. В. Губський. – К. : Нора-прінт, 1997. – С. 207.

² Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні : моногр. / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 193.

говельна угода, що б не було її об'єктом, базується на тому ж бажанні отримати вигоду від різниці цін. Різниця, однак, між звичайною торговельною угодою та спекуляцією полягає в тому, що в першій очікувана різниця – величина більш-менш визначена, нормальна, обумовлена звичайним бажанням отримати підприємницький прибуток. Спекуляція ж має елемент ризику, вона здійснюється з метою отримання виграти надзвичайного, що виходить за межі звичайного, буденного, але передбачає можливість втрат таких самих розмірів»³.

Порівняймо це визначення із тлумаченням другого джерела, тобто «Великої радянської енциклопедії». «Спекуляція (лат. «speculatio» – «виглядання, розвідування, висліджування») – це купівля і перепродаж різних цінностей з метою наживи. Дуже поширена у капіталістичних країнах, де є одним з легальних засобів збагачення за рахунок трудових доходів робітників, службовців та селян. За радянським правом, спекуляцією визнається купівля та перепродаж з метою наживи продукції сільського господарства та товарів народного споживання. Спекуляція є злочином, що порушує принципи радянської торгівлі та наносить збитки інтересам споживачів. Відповідальність за спекуляцію передбачена у статтях Кримінального кодексу...»⁴. Аналізуючи наступну частину визначення, доходимо висновку, що автор статті розумів економічну суть цього явища, він не міг не передбачити, що торгувати з іншими країнами необхідно, а отже, і купувати валюту для цих потреб також, тому далі за текстом йде така приписка: «Угоди на строк за іноземну валюту можуть укладати торговці – учасники зовнішньоторговельного обігу з метою страхування ризику коливань валютних курсів»⁵. У цьому визначенні наукове трактування підмінене політичним бажанням замінити свободу товаровиробника, продавця та покупця надуманими правилами радянської торгівлі, що спричинювала дефіцит, реалізацію «за блатом», зменшувала підприємницький хист, зводила нанівець правила чесного обміну між продавцем та покупцем за погодженою ціною. Наслідки такого підходу відчуються в економіці і сьогодні.

Є багато визначень понять «спекуляція» та «біржова спекуляція», та найбільш вдалими, на нашу думку, є кілька визначень, котрі подає успішний трейдер, колишній емігрант із СРСР, у книзі «Trading for a Living», яка друкується впродовж дванадцяти років значними тиражами та перекладена вісьмома мовами, у т. ч. російською. Він чітко вказує на джерело отримання грошей на біржі, стверджуючи, що вони беруться не від зростання доходів будь-якої компанії, не від зменшення відсоткових ставок та не від значних врожаїв соєвих бобів. Ці гроші на біржу приносять трейдери-спекулянти. Саме їхні гроші вкладаються у купівлю-продаж біржових контрактів, що, як правило, є похідними від базових активів. Це специфічний ринок, де проводиться торгівля цінними ризиками відокремлено від торгівлі самими активами. Лише завдяки спекулянтам утримується величезна армія біржових брокерів. Призначення спекулянта полягає в тому, щоб допомагати компаніям мобілізувати капітал на ринках акцій і брати на себе ризик на ф'ючерсних ринках, тим

³ Энциклопедический словарь : в 86 т. Т. 3. – СПб. : Изд-во Брокгауз-Ефронъ, 1892. – С. 171–172.

⁴ Большая советская энциклопедия. Т. 40. – М. : Изд-во БСЭ, 1957. – С. 247.

⁵ Там само.

самими даючи змогу іншим зосереджуватися на виробничій діяльності⁶. **Біржова спекуляція** – це купівля-продаж цінних або курсових ризиків через укладання контрактів з похідними фінансовими інструментами з метою отримання надприбутків за умови правильних раціональних сподівань учасників щодо динаміки цін та курсів на основні активи в майбутньому.

Біржові угоди класифікують за критерієм цілей учасників біржових торгів. Виділяють, як правило, такі:

- ✓ купівля-продаж реального товару;
- ✓ страхування цінового ризику;
- ✓ спекуляція.

Спекулянт на ф'ючерсній біржі відіграє надзвичайно важливу роль, він забезпечує глибину та обсяг ринку, а саме це дозволяє хедерам вільно вступати в ринок або виходити з нього. Без спекулянта неможливо виконати не лише великі за обсягом замовлення хеджерів, складно виконати навіть незначні замовлення, оскільки довелося би довго очікувати, поки з'явиться протилежна сторона, зацікавлена у прийнятті замовлення. Спекулянти присутні на ринку завжди, вони репрезентують обидві сторони – купівлю та продаж.

Займаючи позицію на ф'ючерсному ринку, спекулянт вкладає свій ризиковий капітал – гроші, які він може дозволити собі втратити при несприятливих цінних умовах, сподіваючись отримати прибутки від правильного прогнозування майбутнього руху цін. Він купує ф'ючерси, якщо вважає, що ціни зростуть, і продає їх, якщо вважає, що ціни знизяться. У своїх прогнозах спекулянт використовує поширені на Заході фундаментальний та технічний аналізи вивчення попиту та пропозиції, користується різноманітними діаграмами динаміки цін. Вдалий спекулянт має чуття ринку, інтуїцію, знає ситуацію, вміє передбачити та своєчасно захистити свої ризикові інвестиції.

Як стверджує Ф. Шварц⁷, на західних біржах понад 75% спекулянтів втрачають кошти в процесі виконання угоди. На біржах спекулянта попереджують про можливий ризик втрати початкових внесків, застерігають вкладати у ф'ючерсні операції суму, більшу від такої, що може суттєво підірвати його матеріальне становище. Ризик втрати вкладеного капіталу надзвичайно великий, однак спекулянти нехтують ним, сподіваючись на значний виграш.

У суспільстві (навіть на Заході) до спекулянтів ставляться з підозрою. Побутує думка, що вони наживають величезні статки за рахунок виробників та споживачів. Однак насправді все навпаки. Саме спекулянти здебільшого втрачають гроші. Як свідчать дослідження зарубіжних економістів, це відбувається через фінансове страхування, що його отримують хеджери за ф'ючерсними контрактами. Треба пам'ятати, що хеджер, який страхується на ф'ючерсному ринку від несподіваних змін ціни, також втрачає можливість отримати великі прибутки у випадку різкого підвищення цін на його товар на реальному ринку. Ф'ючерсна біржа дозволяє виробникові та споживачеві застрахуватися від збитків лише за рахунок спекулянта.

⁶ Елдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2001. – С. 68.

⁷ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – 172 с.

Найбагатший сучасний біржовий спекулянт Дж. Сорос, що має величезний вплив на світові фінансові ринки, не без іронії зазначає: «Я сам – учасник процесу динамічного дисбалансу, оскільки я є міжнародним інвестором. Я називаю себе біржовим торговцем і жартую, що інвестиції є невдалими спекуляціями, але на тлі розгорнутої кампанії проти біржових торговців це більше не приносить мені задоволення. Міжнародні інвестори відіграли важливу роль у кризі обмінних курсів. Але створити спільний ринок без міжнародного руху капіталу неможливо. Звинувачувати в цьому біржових торговців – те ж саме, що вбити посланця, який приніс погану звістку»⁸.

І сьогодні на шпальтах фінансових та інших економічних видань у будь-яких потрясіннях на фінансових і товарних ринках продовжують звинувачувати біржових спекулянтів. Не стали винятком і трагічні події 11 вересня 2001 р., коли терористи атакували центр світової торгівлі у Нью-Йорку, а також світова фінансова криза, що розпочалась у 2008–2009 рр.

Українській економічній науці також необхідно переглянути своє ставлення до економічної ролі спекуляції, в першу чергу, біржової. Негативне ставлення до неї блокує створення нормальної законодавчої бази здорового ринку, який не лише вносить ризик в економічну діяльність, як сьогодні, а й має адекватні методи щодо його зменшення або ефективного управління.

18.2. Історія становлення біржової спекуляції

В економічній літературі впродовж ста років (з кінця XIX – до 80-х рр. XX ст.) тривали дискусії щодо економічної доцільності та користі біржової спекуляції, аналізувалося поняття біржової гри. Наприкінці XIX ст. такі дослідження проводили А. Кофман⁹, М. Студентський¹⁰, А. Васильєв¹¹ у монографіях «Тайны биржевых спекуляций», «Биржа, спекуляция и игра», «Биржевая спекуляция.»

Проблеми сучасної біржової спекуляції на Заході сьогодні вивчаються надзвичайно активно, там видають спеціальні журнали, де публікуються багаточисельні дослідження вчених і практиків ф'ючерсних та загалом фінансових і товарних ринків. Крім згаданих вище монографій Ф. Шварца та О. Елдера помітне місце посідають дослідження Ф. Хорна¹² «Торговля товарними ф'ючерсами», Дж. Сороса «Сорос о Соросе»¹³, Ш. Ковні, К. Таккі «Стратегии хеджирования.»¹⁴ В Україні та Росії,

⁸ Сорос Дж. Кризис современного капитализма. Открытое общество в опасности / Дж.Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 262 с.

⁹ Кофман А. Тайны биржевых спекуляций / А. Кофман. – М. : Изд-во журн. «Торговое дело», 1898. – 40 с.

¹⁰ Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1892. – 210 с.

¹¹ Васильев А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. Васильев. – СПб., 1912. – 168 с.

¹² Horn F. F. Trading in Commodity Futures / F. F. Horn, R. E. Fink. – New York : Institute of Finance, 1984. – 364 p.

¹³ Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены / Дж.Сорос. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 333 с.

¹⁴ Ковни Ш. Стратегии хеджирования / Ш. Ковни, К. Такки. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 208 с.

крім монографій Л. Примостки та Б. Губського, які згадувалися, можна виділити праці А. Буренина «Рынки производных финансовых инструментов»¹⁵, аналітика українського фондового ринку Е. Наймана «Малая энциклопедия трейдера»¹⁶ та «Трейдер-Инвестор»¹⁷, монографію О. Сохацької¹⁸. На особливу увагу в сучасних умовах біржової спекуляції заслуговують праці А. Кургузкіна¹⁹, Дж. Буруджяна²⁰, Дж. Швагера²¹, Е. Лефевра²², Р. Коппела.²³

Дослівний переклад з французької мови назви одного із таких джерел, а саме «Біржа. Храм для спекуляцій, чи фінансовий ринок?», виданого видавництвом Гатъє у 1987 р. у Парижі, звучить красномовно. Як бачимо, таке питання і досі є актуальним для економістів Франції, Європи та й загалом на світових ринках.

М. Студентський²⁴ у кінці XIX ст. стверджував, що біржова гра нероздільна з серйозною спекуляцією, як нероздільні зловживання і право власності. Автор працював повіреним судової палати біржі, був висококваліфікованим юристом і намагався надзвичайно ґрунтовно проаналізувати феномен біржової спекуляції.

Він посилається на фундаментальну для тих часів працю французького економіста Прудона «Manuel de speculateur la Bourse» (1825), автор якої одним із перших досліджував спекуляцію. За Прудonom, в основі виробництва та репродукції багатства лежать чотири складові:

- ✓ *праця* – прикладання рук до справи, оранка землі тощо;
- ✓ *капітал* – грошові та інші кошти;
- ✓ *торгівля*;
- ✓ *спекуляція* – найголовніша складова – основа виробництва.

Виробляти, на думку Прудона, не означає створювати цінності, необхідно намагатися надавати речам корисності. Хліб, м'ясо у надлишку не мають корисності, а значить, і цінності, тому переміщення їх у ті місця, де їх немає, надає їм корисності, а значить, і цінності.

Значно вище, ніж працю, капітал і торгівлю (обмін) в їх численних видозмінах, Прудон ставить спекуляцію, мотивуючи це тим, що *спекуляція – це розумова діяльність і пошук різних засобів, за допомогою яких праця, капітал та торгівля – кре-*

¹⁵ Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.

¹⁶ Найман Э. Малая энциклопедия трейдера / Э. Найман. – К. : Альфа-капитал, Логос, 1997. – 236 с.

¹⁷ Найман Э. Трейдер-Инвестор / Э. Найман. – К. : ВИРА-Р, 2000. – 640 с.

¹⁸ Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні : моногр. / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 193.

¹⁹ Кургузкин А. Биржевая торговля. Игра по собственным правилам / А. Кургузкин. – М. : АСТ, Полиграфиздат, 2010. – 256 с.

²⁰ Буруджян Дж. Секреты профессионалов трейдинга. Методы, используемые профессионалам для успешной игры на финансовых рынках / Дж. Буруджян. – М. : SmartBook : И-Трейд, 2010. – 256 с.

²¹ Швагер Дж. Биржевые секреты. Технический анализ / Дж. Швагер. – Смоленск : Русич, 2009. – 384 с.; Швагер Дж. Новые маги рынка. Беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. – М. : Альпина Паблишер, 2011. – 656 с.

²² Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта / Э. Лефевр. – М. : Олимп-бизнес, 2010. – 416 с.

²³ Коппел Р. Быки, медведи и миллионеры. Хроники биржевых сражений / Р. Коппел. – М. : SmartBook, 2011. – 264 с.

²⁴ Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1892. – 210 с.

дит, перевезення, обмін – вступають до сфери виробництва. Саме вона шукає і знаходить гнізда та джерела багатств, відкриває найкращі, найдоступніші засоби їх добування. Вона їх примножує шляхом комбінації кредиту, дистрибуції – розміщення в просторі і часі, обміну та обігу. З допомогою створення нових потреб, спекуляція домагається неперервного розміщення капіталів і залучення їх до обороту.

Для ілюстрації своїх висновків Прудон наводить лише два красномовних приклади на ринку виноградних вин.

Перший. Гуртовий торговець вина замість негайного продажу товару зберігає його у підвалах до моменту, коли за станом виноградарів можна буде прогнозувати урожай майбутнього року. При ранніх приморозках, граді, постійних дощача частина врожаю знищується, пошкоджується, а отже, ціна на вино підніметься. Це означає, що потреби майбутнього року задовольнятимуть урожаєм поточного, і спекулянт це забезпечить своїми запасами. Він надасть послугу суспільству і сам збагатиться, а збережене ним вино для інших буде його виробництвом.

Другий. Урожай такий, що перевищив усі сподівання. Ціна на вино зменшується вдвічі. Торговець втрачає стільки, скільки розраховував виграти. Торговець, вчасно не продавши вина, знищив не вино, а половину його вартості. Без сумніву, можна сперечатися про те, що спекулянт впливає своїми діями на здоров'я населення, однак очевидно, що знищення цінностей сталося лише настільки, наскільки у першому випадку їх було вироблено.

«Спекуляція є генієм відкриттів. Вона винаходить інновації, нагромаджує запаси, розв'язує складні завдання і, як нескінченний розум, створює з нічого щось. Праця, капітал, торгівля виконують її накази. Вона – головна, вони її органи. Вона йде попереду, вони супроводжують її»²⁵.

Віддаючи данину шани унікальній ролі спекуляції в економічному житті, вже тоді Прудон підкреслював, що серед спекулянтів неминуче будуть шахраї та гравці. Боротися з цими зловживаннями потрібно в межах законодавства, забороняти загалом – економічно недоцільно.

«Поряд з генієм, що спекулює своїми винаходами, поряд із сміливим купцем, що на свій страх і ризик, передбачаючи неврожай, робить великі запаси хліба, поряд з фінансистом, який зберігає і нагромаджує чужі капітали, дає можливість державі і великим компаніям розмістити їх позики і виконувати важливі суспільні роботи, поряд із цими трудягами, збагачують державу і поліпшують суспільний добробут, з'являється спекулянт, що не вартий цього імені, спекулянт нечесний, гравець, який брехнею намагається нажити свої статки шляхом розорення інших. Таку спекуляцію треба карати, як обман і шахрайство, з допомогою яких вона діє. Проте забороняти її взагалі замість того, щоб карати її вчинки, означало би знищити спекуляцію справжню, плодотворну і корисну: запобігши небагатьом банкрутствам, можна розорити країну і повернути людей до їх первісного стану»²⁶.

Спекулянт – це той, хто готовий ризикувати, а сьогодні найбільший ризик – вкладання коштів у виробництво. І без паритетного ставлення до посередника і виробника останній не стане на ноги – його нікому буде підняти. Це варто усвідомити

²⁵ Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1892. – С. 63.

²⁶ Там само.

політикам, які впродовж усіх років реформ в Україні говорять про захист вітчизняного виробника. Без інвестора виробник не зможе відродитися, а інвестиції в економіку України за рівнем ризику належать до спекулятивних.

Угоди на строк (ф'ючерсні) називали в дореволюційній Росії біржовою грою і порівнювали із договором парі, а осіб, що уклали таку угоду, порівнювали із звичайними гравцями.

Трактування угоди на строк як біржової гри, на думку М. Студентського, було помилковим. Рулетка («100 гривень на червоне») – випадок, доля. Це гра, це азарт. Головною ознакою, що відрізняє спекуляцію від гри, є корисність першої та шкідливість другої.

Коли у державі відкривається біржа, потрібно наперед погодитися з думкою, що на ній відбуватимуться і деякі небажані, шкідливі явища.

Ф'ючерсні угоди є головним знаряддям торговельної та промислової спекуляції, їх користь у цьому контексті величезна. Знищивши спекулянтів, можна залишити покупця, акціонера сам на сам з продавцем та емітентом, які не завжди достовірно інформують про свої активи та товари. Спекулятивні строкові угоди корисні тим, що допомагають розподіляти прибутки та збитки на багатьох учасників ринку. За допомогою спекулянтів на ринку з'являється більш точна та оперативна інформація.

Слушним для сьогодення України є застереження, що «...законодавець мав би надзвичайно багато роботи, якби він побажав захищати людей від власного невігластва або недосвідченості. Дилетантові на біржі робити нічого. Біржа для людей недосвідчених небезпечніша, ніж азартна гра! Однак немає шляху назад. Якщо ринок, то такий, який розуміють усі, тут не може бути напівмір, напівшляхів: або свобода, що сама себе оберігає від можливих зловживань та ризиків, надаючи величезні переваги і невичерпні вигоди, або повне знищення свободи особи, заміна її державним втручанням, закінчення дії ризикових випадків, але й зникнення духу підприємництва, винаходів, відкриттів, зупинка виробництва»²⁷.

Спекуляція на біржі є особливим та великим мистецтвом, що вимагає спеціальної і різнобічної підготовки. Якщо людина такою не народилася, то має виробити у собі спекулянта, біржовика. Потрібно багато, якщо не все, знати про відповідний ринок, мати чуття, трохи щастя, вміти вгадати відповідний момент для купівлі та продажу, крім сміливості, треба мати гроші, користуватися довірою учасників ринку.

Хто думає інакше, повинен обминати біржу. Як стверджує сучасний представник технічного аналізу фондового ринку України Е. Найман, «трейдеризм – не смертельна, але невиліковна хвороба професійного спекулянта-трейдера, вона виявляється в отриманні особливого задоволення від торгівлі «повітрям»»²⁸. Він радить бажаним долучитися до когорти біржових спекулянтів, перевірити себе на азартність, увагу, логічне мислення, терпіння та витримку і вважає, що за відсутності цих рис займатися спекуляцією професійно немає сенсу. Ще категоричнішим є О. Елдер, який вважає, що успішна спекулятивна діяльність ґрунтується на трьох китах: *психології, аналізі з обраною системою торгівлі та контролі за капіталом*²⁹.

²⁷ Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1892. – С. 65.

²⁸ Найман Э. Малая энциклопедия трейдера / Э. Найман. – К. : Альфа-капитал : Логос, 1997. – С. 5.

²⁹ Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2001. – С. 57.

Для укладання ф'ючерсних угод спекулянту не потрібні великі гроші, не обов'язково мати товар. Потрібно мати кошти, достатні для сплати програшу при помилці в розрахунках на зміну ціни. Проте необхідно пам'ятати, що *біржова торгівля – це гра з мінусовим результатом*.

Для відкриття та закриття позицій потрібно вкладати кошти у вигляді комісійних брокеру, а також мати на увазі такий аспект біржової торгівлі, як *просковзування ціни*, яке може статися під час отримання наказу на здійснення операції та її реалізації.

Помилковим є твердження, що біржова спекуляція подібна до гри на підвищення чи пониження курсів або цін без жодного народногосподарського значення. Насправді спекулянт, виконуючи ф'ючерсні угоди, стоїть посередині між різними контрагентами, кожен з яких зокрема може мати на меті укладання реальної угоди. Народногосподарське значення спекуляції полягає у розширенні ринку та нівелюванні зміни цін у часі і просторі.

Спекулянт, передбачаючи та досліджуючи всі дані, що впливають на майбутні поставки ринку, намагається їх використати для свого збагачення. Передбачаючи неврожай, він купує ф'ючерсні контракти за кілька місяців наперед. Зростання цін на ф'ючерси стає сигналом до дії для власників зернових запасів. Імпортери намагаються завезти зерно з тих місць, де воно є в надлишку. Завдяки таким діям сам неврожай не матиме руйнівних наслідків: замість різкого зростання ціни підвищуватимуться поступово. На випадок великого врожаю дії спекулянтів наперед сповістять ринок про таку ситуацію, що також дасть змогу учасникам прийняти адекватні рішення. Без спекулянта неможливо встановити реальні ціни та курси не лише на товарних ринках, а й на ринках цінних паперів і валюти.

Однак слід пам'ятати і про темні сторони спекуляції. Зловживання біржовою спекуляцією не є надбанням сучасності. Перші сліди зловживань спекуляцією знаходять у Нідерландах у XVII ст. Через кілька років після створення Ост-Індійської та Вест-Індійської компаній (1602 р.) на Амстердамській біржі було започатковано спекуляцію акціями цих компаній, внаслідок чого багато учасників ринку збанкрутували.

У 30-х рр. цього ж століття в Голландії розгортається знаменита в історії Європи спекуляція тюльпанами (рис. 18.1). Завезений до Західної Європи тюльпан стає модним у Голландії, Франції. Вирощували тюльпани всі – від сажотрусів до фахівців-садівників. Узимку 1636–1637 рр. справа досягла апогею. Спекуляція на строкових угодах на весняну поставку тюльпанів набула величезних розмірів. З лютого настала криза, спекуляція луснула, багато людей розорилося³⁰.

На початку XVIII ст. в Амстердамі процвітала спекуляція хлібом, кавою, спиртом. Аналогічні дії відбувалися на фондових біржах. У 20-х рр. того ж століття в Лондоні і Парижі розгорнулася гарячка, яку за розмірами і наслідками можна порівняти з біржовою кризою США в 1929 р. та роками депресії, що за цим настали. Предметом спекуляції служили акції місіонерського банку Джона Ло у Франції та Південно-океанського товариства в Англії. Ціни на ці акції спочатку дуже підняли-

³⁰ Colombo J. The Dutch Tulip Mania [Електронний ресурс] / J. Colombo. – Режим доступу: <http://www.stock-market-crash.net/tulip-mania>.

ся, а потім катастрофічно знизились. У Франції акції номіналом 500 франків досягли в 1719 р. курсу 13500-20000 франків, в жовтні 1720 р. знизилися до 42 франків, після чого товариство було ліквідоване. В Англії акції досягли 1100% номіналу, а потім знизилися до 175% номіналу.

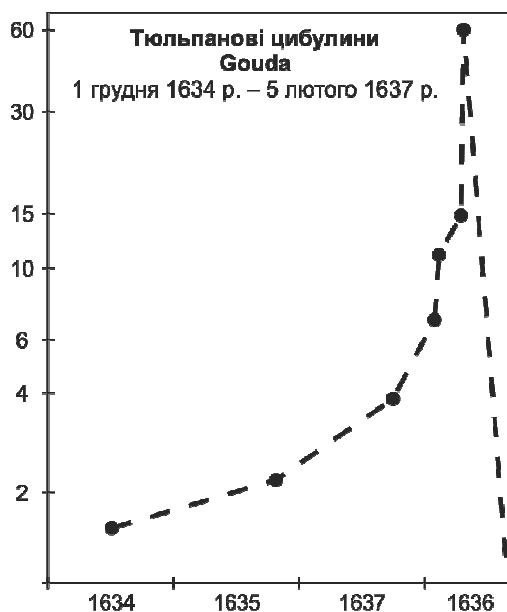


Рис. 18.1. Тюльпанова спекуляція у Голландії 1634–1637 рр.

В епоху Французької революції цінними паперами спекулювали придворні, церковні сановники, ремісники, члени парламенту, монахи, абати, крамарі, солдати, лакеї, авантюристи з різних міст та країн Європи. Кожен будинок перетворювався на лавку, кожне житло – на базар. Порівнюючи ту торгівлю з нинішньою в постсоціалістичних країнах, бачимо зловісні паралелі.

Висновок такий – епохи революцій призводять до стихійних базарів, що не вписуються в жоден торговельний кодекс. XIX ст. також породило спекулятивні епохи: у першій та у другій половині століття відповідно у Франції, США, Австрії, Німеччині.

Законодавство майже всіх цивілізованих країн давно бореться з спекуляцією, намагаючись нейтралізувати її шкідливі наслідки, хоча ці зусилля не мають успіху. Судова практика постійно коливалася від заборони спекулятивних угод до повного їх дозволу. Дискусії та суперечки продовжуються і в XXI ст. Істина, яку шукали захисники біржі та їх противники, полягає в тому, що із спекулятивними операціями та пов'язаним з ними ажіотажем надзвичайно важко або, точніше, неможливо боротися.

Ще в 1797 р. в Англії були визнані недійсними всі угоди з цінними паперами, укладені на термін понад 3 дні. Пізніше цей закон підтверджувався у різних варіантах до 1800, і навіть до 1867 р. У Франції в 1793 р. Директорія повністю закрила біржу, впровадивши тюремне ув'язнення для тих, хто продавав і купував цінні папери.

Однак гравці не злякалися, відсутність біржі була їм на руку, адже зникав офіційний контроль. Через два роки біржа знову відкрилася як менше зло, ніж нелегальна спекулятивна торгівля.

У Росії кінця XIX ст. також були заборонені строкові угоди з цінними паперами.

А. Кофман (він був науковцем, а не апологетом біржі) у згаданій вище монографії стверджує: «Таким чином, причина поразки урядів держав у боротьбі з азіотажем полягає не у відсутності каральних засобів, ними уряди забезпечені достатньо, а у невловності складу злочину. Тут безвихідь і для самого Шерлока Холмса. Труднощі ці у нероздільному зв'язку з умовою існування товарів і з усім капіталістичним ладом. Після майже цілого століття відчайдушної боротьби урядів різних країн з азіотажем довелося скласти зброю».

У його монографії подається красномовний приклад діалогу керівництва однієї із бірж з Наполеоном I, котрий запитав, чи не є шахрайством продаж неіснуючих цінностей, а ті, в свою чергу, зіслалися на водовоза, що має одну бочку води, а продає дві (другу він доставить пізніше). Наполеон I не знав, що відповісти, але навіть якби й знав, це не допомогло б. Там, де існує торгівля, там коливаються ціни, а саме це є основою біржової гри.

А. Кофман стверджує, що у XIX столітті заборона урядами різних країн угод на термін фактично була анульована. Так само боролися уряди з фіктивними акціонерними компаніями.

У XX ст. боротьба з біржовою спекуляцією тривала. Злети спекуляції припадали на біржову кризу 1929 р., яка охопила весь світ, та недавні – 1987 р., спричинену різким підвищенням цін на нафту, і 1997–1998 рр., що охопила світові фінансові ринки, починаючи з Гонконгу, Токіо та перекинувшись на Росію, а також світову фінансову кризу 2008–2009 рр., яка почалася з ринку іпотечних деривативів США.

Результатом аналізу цих кризових ситуацій на світових ринках стала більш гнучка і оперативна співпраця бірж і держав, що зумовило внесення відповідних змін та доповнень до біржового законодавства більшості країн світу. Ця робота принесла відчутні наслідки. Навіть після тижневої перерви у діяльності Нью-Йоркської фондової біржі після 11 вересня 2001 р. не відбулося суттєвого обвалу основних фондових індексів.

18.3. Види біржової спекуляції

Ф'ючерсний ринок, де об'єктом купівлі-продажу є ф'ючерсні контракти, найбільш сприятливе місце для спекулятивної біржової гри. Результатом такої гри є так званий ефект «казино»: швидке збагачення або швидке розорення. Успішна кар'єра спекулянта залежить від його особистих якостей, зв'язків, власного капіталу, іміджу у ділових колах. За короткий проміжок часу на ф'ючерсному ринку можна заробити великі гроші, але стільки ж можна програти.

Через той самий *принцип важеля*, якщо ним нехтувати, можна програти не лише початковий депозит, а й суму, що перевищує його в багато разів. Відомі біржовики сучасності, зокрема О. Елдер, Дж. Сорос, стверджують, що потрібно виробити

власну стратегію біржової торгівлі та дотримуватися її. У програшній ситуації потрібно зберігати спокій, своєчасно закрити позицію з метою обмеження втрат.

«Ринки рідко виправдовують суб'єктивні очікування людей, але їх вердикт є достатньо реальним, щоб викликати гнів та збитки, при цьому можливості апеляції взагалі не існує», – твердить найвідоміший спекулянт сучасних фінансових ринків Дж. Сорос у своїй книзі «Криза глобального капіталізму». Він гостро критикує модні сучасні економічні теорії ефективності ринків, концепцію рівноваги та раціональних сподівань, справедливо вказуючи на недоліки у процесах регулювання діяльності спекулянтів на світових фінансових ринках.

В Україні сьогодні складається унікальна ситуація, оскільки процес становлення строкових складових всіх видів ринків (товарних і фінансових) відбувається на фоні переоцінки чистих монетаристських економічних теорій та повернення до ідеї регулювання ринків не лише на рівні держав, а й у глобальному масштабі.

Ця ідея пронизує книгу Дж. Сороса. Він, хто називає себе «дитям ринку», сьогодні закликає всі країни світу дисципліну ринку доповнити ще одним видом дисципліни: «...підтримання стабільності на фінансових ринках повинно бути відкрито сформульовано як мета державної політики». Крім того, він ратує за регулювання світових фінансових ринків у міжнародному масштабі, вважаючи, що самостійно кожна країна вживає непогоджені з іншими країнами заходи, захищаючи власні інтереси власними ж засобами. А це може призвести до краху світової системи загалом.

Стосовно похідних інструментів (форвардів, ф'ючерсів, опціонів, свопів), які лише починає освоювати український ринок, було б доцільно обережно застосовувати зарубіжний досвід, особливо на позабіржових ринках. Недавно саме учасники позабіржових ринків капіталу та валют, які працювали без будь-яких обмежень щодо маржі, потерпіли катастрофічні збитки (хеджфонд Long-Term Capital Management на російській кризі втратив близько 80 млрд. дол. при обсягах власного капіталу 4,8 млрд.).

Таких втрат практично не було відмічено на ф'ючерсних біржах з їх чіткою системою гарантійних маржевих внесків та обмеженням кількості ринкових позицій для біржових спекулянтів. Тому вважається доцільним впровадження строкових (похідних) інструментів в Україні розпочинати саме на біржових ринках, які, в свою чергу, повинні нарешті створити стрункий розрахунково-кліринговий механізм як для забезпечення ліквідності виконання біржових строкових угод, так і для фінансової цілісності системи взагалі.

Розрізняють два види біржової спекуляції. Перший – складніший – це особливо ризикові інвестиції у ф'ючерсні та опціонні контракти з метою тривалого володіння ними (утримання позицій). Це гра на тенденціях зміни цін або курсів у майбутньому. Другим видом спекуляції є гра на різниці в цінах біржових контрактів або арбітраж. Це значно безпечніший вид біржової діяльності.

Техніка спекулятивних операцій проста: якщо на першому етапі спекулянт продає ф'ючерсний контракт, то на другому – купує такий самий контракт, і навпаки. Рішення спекулянтів про купівлю або продаж залежить від прогнозу ринкової ситуації. Потенційний прибуток залежить від розміру ризику, який спекулянт бере на себе, від точності прогнозування ринкової кон'юнктури, його досвіду та достовірності отриманої інформації (приклад 18.1).

Приклад 18.1

У квітні ф'ючерсні контракти на липневу пшеницю CBOT (CME Group) котируються по 740 центів за бушель. Однак торговець, проаналізувавши кон'юнктуру ринку, очікує високого врожаю, тобто зменшення цін, і вирішує відкрити «коротку» позицію на 10 липневих контрактів. На початку липня ціни на липневі ф'ючерси знизилися до 700 центів за бушель. Торговець закриває «коротку» позицію шляхом викупу контрактів (ліквідацією) з прибутком 40 центів/бушель.

Результат спекулятивної операції

Квітень	«Коротка» позиція 10 контрактів «short»	740 центів за бушель
Липень	«Довга» позиція 10 контрактів «long»	700 центів за бушель
Результат: виграш становить 40 центів/бушель, або 20 000 дол.		

Якби спекулянт не відчув тенденції, відкривши «довгу» позицію у квітні, втрати були б аналогічні до виграшу. Очікуючи зростання цін, спекулянт відкриває довгу позицію і після підтвердження її ринком також отримує прибутку.

Американський дослідник ф'ючерсних ринків Ф. Хорн³¹ систематизував основні правила, якими повинен керуватися успішний спекулянт. Вони такі:

- ✓ виробити і постійно дотримуватися плану спекулятивної діяльності, що відповідає темпераментові трейдера-спекулянта;
- ✓ вкладати у спекулятивні операції лише ті кошти, якими можна ризикувати;
- ✓ ніколи не вкладати весь капітал в одну операцію;
- ✓ ніколи не залежати у повсякденному житті від доходів, отриманих від спекулятивної діяльності.

Універсальність правил, узагальнених Ф. Хорном, підтверджується дослідженнями іншого аналітика сучасних ф'ючерсних ринків Ф. Шварца³². Він подає приклад плану спекулятивної угоди, якою користуються біржовики Заходу:

- ✓ не перевищувати розміру вкладу (згідно з повідомленнями про ризик, що їх підписує кожен учасник ф'ючерсних бірж), щоб не погіршити власного фінансового стану;
- ✓ зменшити збитки, даючи можливість прибуткові зростати (іншими словами – не триматися збиткової позиції);
- ✓ не суперечити обраній стратегії поведінки;
- ✓ бути готовим продавати товар без його наявності, продавати «коротко» (позиція «short»);
- ✓ «не впевнений – не переганяй»;
- ✓ не працювати зі спот-місяцями і місяцями з пониженою активністю в економіці;
- ✓ обережно підсилювати свою виграшну позицію.

³¹ Horn F. F. Trading in Commodity Futures / F. F. Horn, R. E. Fink. – New York : Institute of Finance, 1984. – P. 53.

³² Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – 66 с.

Автор зазначає, що дотримання цих правил не є гарантією повного успіху. Багато спекулянтів модифікують їх під свій стиль роботи, однак незаперечним є те, що кожен із них повинен знати ринок і, виробивши план відповідно до своїх розрахунків і прогнозів, втілювати його, постійно вносити необхідні корективи.

Отже, визнані економісти Заходу, що постійно аналізують практику спекулятивних операцій, узагальнили **перелік правил**, які допомагають спекулянтам уникнути великих втрат. Основним правилом, на якому наголошують теоретики і яке успішно застосовують трейдери ф'ючерсних бірж, є **спекулювання лише такими коштами, які спекулянт може дозволити собі втратити**. Для цього необхідно відділити капітал для ф'ючерсної торгівлі від інших активів. Спекулянти, які оперують робочим капіталом у сумі понад 25 000 дол., мають можливість вносити депозити у розрахункові клірингові палати ф'ючерсних бірж у вигляді короткострокових державних цінних паперів, як правило, казначейських векселів, однак постійне поповнення варіаційної маржі потребує не менш, як 20–25% готівкових коштів. Дрібні спекулянти не мають такої можливості, вони вносять депозити через брокерські та комісійні контори, які вимагають від своїх клієнтів суттєвих сум для відкриття ф'ючерсних рахунків. Найменша сума, якої вимагають брокерські фірми провідних бірж, становить, як правило, не менше 5 000 дол. Правило не вкладати всі кошти в одну операцію вимагає мінімального капіталу 5 000 дол., тобто розпочинати спекулятивну діяльність на ф'ючерсній біржі слід лише тоді, коли можна дозволити собі втратити не менше, як 5 000 дол. власних грошей, щоправда, з можливістю швидко заробити стільки ж або значно більше.

Велике значення має також рішення про відкриття позицій продавців та покупців, **встановлення межі ризику та бажаного розміру доходу майбутніх спекулятивних операцій**. Високий рівень **лівериджу – важеля** може обернутися проти спекулянта, що неправильно оцінив можливі збитки при різких перепадах цін. Для запобігання таким ситуаціям спекулянти дають накази біржовим брокерам, в яких вказують цінові обмеження. Такі замовлення називаються **лімітними ордерами (stop order)**. Вони допомагають обмежити збитки. Тактика поведінки щодо прибутків має бути більш гнучкою.

Практика спекуляції використовує два можливі підходи при прибуткових позиціях:

1. Встановити мінімальний розмір прибутку і закрити позицію до того, як він буде досягнутий, лише за умови, що на ринку зміниться цінова тенденція.
2. Можна не встановлювати лімітів прибутку, а просто поступово підвищувати ціни стоп-ордерами.

Спекулятивна діяльність має націлюватися на **мінімізацію збитків та максимізацію прибутків**. Великі прибутки мають сенс лише тоді, коли отримуються доволі часто і за розмірами перекривають збитки (приклад 18.2).

Така тактика спекулянтів є основою теорії ціноутворення на ф'ючерсних ринках. Якщо ціни на ф'ючерсних ринках змінювалися б випадково, то не було б потреби застосовувати тактику чергування великих вигравів та малих програшів. У тривалій перспективі будь-яка тактика забезпечила б рівень незбитковості. Однак постійний аналіз практики ф'ючерсних ринків свідчить про більші за розмірами коливання цін, ніж ті, які викликають випадкові фактори. Як правило, ф'ючерсні ціни змінюються за типовим логнормальним розподілом.

Приклад 18.2

Спекулянт отримує прибуток від трьох позицій і має збитки від семи. Однак у трьох позиціях він має 5 000 дол. прибутку на контракт і 500 дол. збитків на контракт у сімох позиціях. Робочий капітал інвестований так: 40% у прибуткові позиції, 60% – у збиткові.

Тоді загалом на один контракт він матиме:

$$5\,000 \times 0,4 - 500 \times 0,6 = 1\,700 \text{ дол.}$$

Типовий розподіл підтверджує більшу ймовірність значних коливань цін. Розподіл такого типу називають *lep tokurtotic*, що на біржовому сленгу означає, що ціни здатні рухатися у *трендах*. Починаючи з будь-якого рівня, зміна ціни, наприклад, 200 дол. за контракт має більш ніж випадкову ймовірність бути початком тренда на 1,000 дол. за контракт і більше.

Цей дисбаланс і використовують спекулянти. Для спекулятивних операцій без загрози банкрутства треба *на кожній позиції ризикувати не більш як п'ятьма процентами капіталу*. Ймовірність втрати всього робочого капіталу спекулянта залежить від ймовірності втрат на кожній окремій угоді; частки початкового капіталу, якою ризикують у кожній угоді.

Якщо припустити, що в кожен угоду вкладається однакова частка капіталу, а прибутки і втрати завжди однакові, то ймовірність втрати всього капіталу визначається за формулою:

$$R = \left(\frac{P}{q} \right)^N, \quad (18.1)$$

де P – ймовірність втрати на кожній угоді;

$q = 1 - P$ – ймовірність прибутку на кожній угоді;

N – число одиниць у початковому капіталі.

Практика спекулятивних операцій на західних біржах підтверджує той факт, що хороший спекулянт має успішні угоди на 10–15% частіше, ніж дозволяє теорія ймовірностей. Тобто якщо він ставить за мету мати однакові прибутки та збитки, то отримує шанси 55% на 45%. Тоді:

$$R = \left(\frac{P}{q} \right)^N = \left(\frac{0,45}{0,55} \right)^N = 0,82^N, \quad (18.2)$$

де N – число одиниць у початковому капіталі.

Якщо підставити різні відсоткові частки, то отримуємо таку ймовірність банкрутства спекулянта:

Відсотки капіталу	Ймовірність повної втрати капіталу
5	2
10	13
20	40
50	67

Отже, ризикуючи 20% у кожній операції, ймовірність втратити весь капітал доволі висока – 40%. І вкладаючи в одну операцію лише 5%, ймовірність втратити все становить лише 2%.

Крім поданих вище правил, слід завжди **порівнювати прибутки з витратами на проведення спекулятивних операцій**.

Витрати на угоду складаються з комісійних, що виплачуються брокеру, та цінового спреда між купівлею та продажем. При таких розрахунках користуються простими правилами обчислення рівня беззбитковості (приклад 18.3).

Приклад 18.3

Вересневі ф'ючерси на срібло котируються: 570 центів за унцію – купівля, 575 центів за унцію – продаж. Комісійні брокеру становлять 50 дол. за контракт. Якщо спекулянт купить срібло за ціною пропозиції – 575 центів за унцію, то ринок повинен піднятися не менше, ніж на 6 пунктів, або до 581–586 пунктів за унцію. Це пояснюється тим, що 50 дол. на срібному контракті (5000 трійських унцій) становить 1 пункт, відповідно 5 пунктів становить 250 дол., що є постійними витратами на кожній угоді, незалежно від прибутків чи збитків.

Ці витрати можна зменшити через згоду брокера на менший розмір комісійних та використати стратегію, спрямовану на досягнення **небагатьох великих вигравів** і не використовувати протилежну стратегію – **багато малих вигравів**.

Приклад 18.4

Спекулянти А та В дотримуються стратегії прибутки-збитки 2/1 і не враховують комісійних, що становлять 50 дол. за контракт із спред 250 дол. за контракт.

Нехай середній прибуток спекулянта А становить 500 дол., відповідно збитки – 250 дол.. У спекулянта В прибуток дорівнює 3,000 дол., збитки – 1,500 дол.. Враховуючи вказані витрати, спекулянт А має лише 200 дол. прибутку і 550 дол. збитків, тобто для досягнення рівня незбитковості він має отримувати прибуток від 37% угод. Спекулянт В перебуває у ліпшому становищі. Його чистий прибуток дорівнює 2,700 дол. збитки – 1,800 дол., рівень незбитковості на рівні 14% прибуткових угод.

Також спекулянтам слід завжди пам'ятати, що не можна необмежено збільшувати вигравні позиції. Необхідно враховувати такі рекомендації:

- ✓ не збільшувати кількості позицій, поки остання з відкритих не дасть прибутку;
- ✓ не збільшувати кількості контрактів порівняно з першим відкриттям позиції.

Описані вище правила спекулятивних угод ефективні лише за умови глибокого аналізу ринку та фахового управління робочим спекулятивним капіталом.

Сьогодні спекулятивні угоди на західних біржах становлять близько 50% від обсягів біржової торгівлі. Залежно від характеру біржових угод з ф'ючерсними контрактами біржову спекуляцію поділяють на такі види:

- ✓ гра (спекуляція) на підвищенні цін – купівля біржових цінностей з метою подальшого перепродажу. Спекулянтів, що грають на підвищенні цін, називають «**біки**», позицію, що займає спекулянт, «**long**», або «**довгою**»;

- ✓ гра (спекуляція) на пониженні цін – продаж біржових контрактів з метою наступного викупу. Спекулянтів, що грають на пониженні цін, називають «ведмеді», а позицію, яку вони займають, «short», або «короткою».

Приклад 18.5

У січні, очікуючи підвищення цін на золото, спекулянт відкриває «довгу» позицію на 2 березневих контракти 1670 дол. за унцію. В березні можливі три варіанти цін: підвищення до 1690 дол. за унцію, збереження рівня попередньої ціни 1670 дол. за унцію або зниження ціни до 1650 дол. за унцію. При закритті позиції оберненою офсетною угодою у березні можливі такі результати спекулятивної операції:

Січень	Березень
Розрахунок на підвищення цін. ↑ Відкрито позицію «long» на 2 контракти 1670 дол. за унцію	1. 1690 дол. за унцію – вигреш 20 дол. за унцію; 4000 дол. на позиції загалом, мінус комісійні брокеру
	2. 400 дол. за унцію – програш комісійних.
	3. 1650 дол. за унцію – збитки 20 дол. за унцію; 4000 дол. на позиції загалом, плюс комісійні брокеру

Терміни «бики» та «ведмеді», поширені у біржовому жаргоні, походять з англійської мови. Вперше їх почали вживати лондонські біржовики. Походження першого терміна не викликає сумнівів. «Бик» відомий своєю силою, він невпинно йде вперед, беручи на роги все, що трапляється на його шляху. Так і біржовий «бик» – це завжди оптиміст, впевнений, що на ринку превалюватиме тенденція до підняття цін або курсів, грає на цій тенденції підвищення. Він купує сьогодні, перебуваючи завтра у розрахунку, що через якийсь час зможе продати контракти з ціною вигодою для себе. «Бик» розраховує на підвищення цінової кон'юнктури, всіляко сприяє підвищенню біржових курсів.

Інша справа – «ведмідь». Це песиміст біржі, він завжди очікує зниження цін, причому прогнозує погіршення ситуації на ринку. Біржовий «ведмідь» нагадує мисливця, що ділить шкуру звіра, якої в нього ще нема (приклад 18.6).

Приклад 18.6

У січні, очікуючи зниження цін на золото, спекулянт відкриває «коротку» позицію на 2 березневих контракти 1670 дол. за унцію. В березні можливі три варіанти цін: підвищення до 1690 дол. за унцію, збереження рівня попередньої ціни 1670 дол. за унцію або зменшення ціни до 1650 дол. за унцію. При закритті позиції оберненою офсетною угодою у березні можливі такі результати спекулятивної операції:

Січень	Березень
Розрахунок на пониження цін. ↓ Відкрито позицію «short» на 2 контракти 1670 дол. за унцію	1. 1690 дол. за унцію – збитки 20 дол. за унцію; 4000 дол. на позиції загалом, плюс комісійні брокеру
	2. 400 дол. за унцію – програш комісійних.
	3. 1650 дол. за унцію – вигреш 20 дол. за унцію; 4000 дол. на позиції загалом, мінус комісійні брокеру

При укладенні реальних спекулятивних угод результати слід корегувати на **спредові різниці** (різниці між ціною купівлі та продажу ф'ючерсних контрактів).

«Бики» та «ведмеді» діють на всіх біржах світу. Їх стосунки нагадують жорсткий двобій. Ставкою в «бою» може бути їх подальше існування. В процесі цього «бою» обидві сторони використовують різноманітні засоби.

18.4. Види біржових спекулянтів

Спекулянтами на ф'ючерсних біржах можуть бути різні категорії учасників. Як правило, це професійні дилери-трейдери, члени бірж та розрахункових палат, що виконують спекулятивні угоди від власного імені, на власний страх та ризик. Крім них, участь у спекулятивних угодах бере так звана «публіка» – фахівці, представники різних організацій, фізичні особи, які використовують брокерські фірми для виконання цих угод.

Спекулянтів класифікують за обсягами вкладеного капіталу у спекулятивну гру. Розрізняють великих та дрібних спекулянтів. Великими спекулянтами, наприклад, у США вважають таких, кількість відкритих позицій у яких досягає верхньої межі, встановленої Комісією з товарної ф'ючерсної торгівлі. Всіх інших називають дрібними спекулянтами.

За застосування різних методів ринкового аналізу спекулянтів поділяють на тих, хто використовує *фундаментальний аналіз* ринку, і на тих, хто використовує *технічний аналіз*. Тобто одні спекулянти, як правило, оцінюють попит та пропозицію на ринку, інші – динаміку цін, обсяги торгівлі, рівень відсоткових ставок.

Залежно від часу утримування позиції та використання стратегії і тактики спекулятивної торгівлі можна виділити чотири групи спекулянтів:

- ✓ *скальпери (scalpers)* або *джоббери* – вловлюють незначні коливання цін і ліквідовують позицію через декілька хвилин або годин;
- ✓ *позиційні трейдери (position traders)* або флю-трейдери – утримують позицію кілька днів, тижнів, місяців;
- ✓ *одноденні спекулянти (day traders)* – утримують позицію продавця або покупця протягом одного торговельного дня;
- ✓ *спредери (spreaders)* – використовують різницю цін на різні, але взаємопов'язані ф'ючерсні контракти.

Збільшення частки спекулятивних капіталів у сучасній торгівлі супроводжувалося підвищенням погоджених виступів чистих спекулянтів, у тому числі дрібних. Чиста спекуляція на біржах набула нових організаційних форм – хеджевих товарних фондів, комісійних домів, що запровадили вдосконалені методи прогнозування цін.

Успішні спекулятивні операції вимагають вироблення відповідних стратегій спекуляції, що передбачають аналіз та прогноз цін, а також ефективне керівництво виділеним з цією метою капіталом. Перш за все, трейдер-спекулянт повинен спеціалізуватися на конкретному ринку та обмежити кількість одночасно контрольованих ним відкритих позицій. Практика спекулятивних операцій на зарубіжних ф'ючерсних ринках підтверджує, що професійний трейдер ефективно контролює не більше ста відкритих позицій, непрофесійні учасники – не більш як п'ять.

При управлінні спекулятивним капіталом трейдери враховують такі фактори, як *ризик, прибуток та величина інвестованого капіталу*. Спекулянти не зовсім пра-

вильно оцінюють ризик, коли порівнюють суму початкового *депозиту з контрактною ціною*. Депозит – це лише застава. Межею ризику за умови довгої позиції є повна вартість контракту, а в короткій позиції ризик зовсім не обмежується.

Ризик ф'ючерсної позиції складається:

- ✓ із суми, яку спекулянт готовий втратити за необхідності закриття позиції;
- ✓ із суми, яка визначається як різниця між реальною ціною закриття угоди та запланованою ціною закриття.

Приклад 18.7

На Інтерконтинентальній біржі (ICE) трейдер мав 10 відкритих позицій. У результаті спекулятивної гри 4 з них були успішними, 6 – програшними. Своєчасно ліквідувавши програшні позиції та утримуючі виграшні, день трейдера загалом виявився вдалим. Невелика кількість позицій дозволила оперативно керувати спекулятивним капіталом:

Прибутки	Збитки
Грудневий цукор \$1 000	Березневе какао \$500
Березневий цукор \$1 200	Грудневе какао \$100
Груднева кава \$600	Березнева кава \$200
Січнева кава \$500	Липнева кава \$100
	Вереснева кава \$100
	Січневе какао \$50
Загальні прибутки \$3 300	Загальні втрати \$1 050
Чистий прибуток 2 250 дол.	

Як бачимо, вплив другої складової ризику оцінити складно. Для реальної оцінки слід проаналізувати денні коливання цін та різницю між цінами відкриття та закриття біржі (приклад 18.8).

Приклад 18.8

Спекулянт купив жовтневий ф'ючерсний контракт на велику рогату худобу за ціною 63,8 цента/фунт і, плануючи збитки, віддав лімітне замовлення (stop-loss-order) з ціною закриття позиції 62,00 цента/фунт. Таким чином, сума, яку планує втратити спекулянт за умови зниження цін, становить: 1,85 цента/фунт, на цілий контракт 50 000 фунтів – це 925 дол.. Даний стоп-ордер не врятує спекулянта від більших втрат, оскільки цей наказ не гарантує закриття позиції за вказаною ціною, адже при зниженні цін до вказаного рівня спекулянт через брокера або власноручно закриває позицію. Однак ціни можуть знизитися ще більше і розрахункова ціна на кінець дня може бути 61,50 дол. і ще нижчою.

Для спекулянтів ф'ючерсного ринку є декілька допоміжних методик, за допомогою яких вони намагаються уникнути втрат від ф'ючерсних операцій або лімітувати їх. Прибуток за ф'ючерсними угодами можна отримувати більш безпечним способом, ніж гра на тенденціях зміни цін у майбутньому.

Значна частка спекулятивних операцій – це ті, що використовують *гру на різниці цін – арбітражні*, на ф'ючерсних ринках вони отримали назву **спредових**, або *спредингових (spread)*. Операції такого типу деякі економісти та біржовики називають *стредл (straddle)*, або **свіч**. Спредові угоди базуються на грі різниць котиру-

вань двох ф'ючерсних контрактів. Різниця цін називається *спред*, або *диференціал*. Спекуляція зі спредом – найбільш обережний вид спекулятивної гри.

18.5. Спекулятивні стратегії із застосуванням ф'ючерсних контрактів

Спред (*стредл*) – це відкриття як «довгих», так і «коротких» позицій на одному ринку, але на різні місяці поставок. Використовуючи метафору, можна сказати, що крокометр-стредл має дві ноги: одна купує, друга – продає, і кожна купівля складається з однакової кількості контрактів на кожній стороні ринку. Принцип дії стредлу (спреду) пов'язаний із поняттям *поточні витрати*. В ситуації приблизної рівності попиту та пропозиції ф'ючерсні ціни на товари визначатимуться вартістю їх зберігання та страхування, починаючи із даного часу до визначеної дати у майбутньому.

Термін «*спрединг*» використовують на зернових ринках, а «*стредлинг*» – на всіх інших.

Розрізняють такі види спредів (стредлів):

- ✓ *внутрішньоринковий* (*intedelivery or intramarket spread*) – міжпостачальний, що означає зайняття спекулянтном «довгої» позиції в одному контрактному місяці проти «короткої» в іншому для одного і того самого товару на тій самій біржі;
- ✓ *міжтоварний* (*inverted product*) – означає зайняття спекулянтном «довгої» позиції для одного товару, «короткої» – для іншого;
- ✓ *спред товар-похідні* (*commodity versus product spread*) – означає зайняття спекулянтном різних позицій на базовий товар та продукти його переробки (нафта – нафтопродукти; соя – соєве масло тощо);
- ✓ *міжринковий* (*inverted market*) – зайняття протилежних позицій на різних біржах. Міжринкову спредову угоду називають *арбітражем у часі*.

При формуванні ф'ючерсних цін спекулянти використовують теорію витрат зберігання товарів. Особливо це стосується ринків сільськогосподарської сировини.

Переважно при підвищенні цін на ринку зростають і ціни на ф'ючерсні контракти з близькими термінами поставок, до того ж швидше, ніж на контракти з віддаленими строками. Ці тенденції характерні для сільськогосподарських ринків, а саме ринків цукру, зернових, кави, бавовни тощо. Серед сировинних товарів промислового призначення це характерно для ринків нафти та кольорових металів. Міжринкові спреди використовують і «бика», і «ведмеді». У стратегії «бика» використовується «довга» позиція за близькими термінами поставок та «коротка» – за віддаленими. У стратегії «ведмедя» – навпаки.

Однак такі тенденції не характерні для ринків коштовних металів, оскільки ці ринки мають властивість у спредах відображати витрати на зберігання. Тому, за умови підвищення цін на ринку золота зростають спреди між віддаленими та близькими термінами поставок. Цей феномен пов'язується з потребами коштовних металів для інвестування, а не споживання.

Приклад 18.9

На ринку цукру влітку, як правило, є різниця між цінами липневого контракту – останнього контракту старого врожаю та жовтневого – першого контракту нового урожаю. Причому ціна липневого контракту вища в межах 0,1–0,15 цента/фунт від жовтневого. На якийсь момент ціни на липневі контракти можуть зрости понад звичайний рівень, а на жовтневі – залишитися на місці. Якщо, наприклад, ціна на липневий контракт з 19,54 цента/фунт зросла до 19,60 цента/фунт, а на жовтневий залишилась на рівні 19,44 цента/фунт, то спред становитиме 0,16 цента/фунт. Спекулянт може використати дану ситуацію так: купити липневі контракти і продати жовтневі спочатку, а потім ліквідувати їх, коли ціни встановляться.

Етапи	Липневий контракт	Жовтневий контракт	Спред
I	Продаж липневих контрактів за 19,60 цента/фунт	Купівля жовтневих контрактів за 19,44 цента/фунт	0,16 цента/фунт
II	Купівля липневих контрактів за 19,54 цента/фунт	Продаж жовтневих контрактів за 19,44 цента/фунт	0,1 цента/фунт
Чистий вигреш: 0.06 центів/фунт, або \$67.2 на контракті			

Свої особливості має ринок живої худоби, де неможливо використати міжринкову стратегію.

В процесі біржової спекулятивної гри можуть використовуватися такі типи цінових ситуацій на одній біржі:

- ✓ купівля контракту на найближчий місяць та продаж контракту з віддаленим строком поставки. Це можливо лише на нормальному ринку, де цінова ситуація забезпечує вартість зберігання (див. далі);
- ✓ продаж контракту на найближчий місяць поставки та купівля на найвіддаленіший. Ця стратегія використовується за умови переважання на нормальному ринку тенденції до розширення спреду;
- ✓ продаж контракту на найближчий місяць та купівля контракту з віддаленим строком поставки. Це можливо на перевернутому ринку, де цінова ситуація не забезпечує вартості зберігання контракту;
- ✓ купівля контракту на найближчий місяць поставки та продаж на найвіддаленіший. Ця стратегія використовується за умови переважання на перевернутому ринку тенденції до звуження спреду.

На ф'ючерсних ринках сільськогосподарської сировини широко застосовуються міжврожайні угоди, коли купуються контракти одного року та продаються іншого. Такі угоди виконуються, як правило, одночасно.

Серед спредових стратегій на західних ф'ючерсних біржах широкого поширення набули *кеш та керрі* (*cash and carry spread*). Такі спекулятивні стратегії пов'язують операції на ф'ючерсному ринку з операціями на ринку реального товару. Найчастіше їх застосовують спекулянти нафтопродуктами на Нью-Йоркській товарній біржі (CME Group) та Інтерконтинентальній біржі (ICE). До того ж цими операціями знамениті не лише нафтові компанії «Брітш петроліум», «Ельф», «Тоталь», а й незалежні нафтовики та інвестиційні банки. Подаємо приклад застосу-

вання такої стратегії на ринку нафти США. При таких операціях враховуються витрати на зберігання, фінансування та виконання фізичної поставки. На Нью-Йоркській товарній біржі (CME Group) стандартною процедурою поставки є перекачування нафтопродуктів з одного сховища до іншого, але виникає необхідність у вилученні продукту, що значно збільшує витрати на поставку. Витрати на зберігання на різних складах відрізняються, тому при попередніх підрахунках враховується найдорожчий варіант.

Приклад 18.10

10 липня спекулянт купив серпневий контракт на нафту за 97,15 дол. за барель та продав вересневий контракт за 97,25 дол. за барель. 10 серпня погоджено строк поставки – 20–26 серпня. 26 серпня виконано поставку шляхом перекачування. 27 серпня зроблено розрахунки за ціною 97,17 дол. за барель. Витрати на зберігання становлять 0,02 дол. за барель. Відсотки за кредит 0,03 дол. за барель. В цілому за нафту заплачено 97,22 дол. за барель. Отже, дохід становить 0,03 дол. за барель мінус комісійні брокерів – 0,01 дол. за барель.

Виконуючи таку операцію, потрібно стежити і за динамікою зміни валютних курсів, оскільки незначні прибутки, отримані в результаті операції, можна звести нанівець зміною валютного курсу. Застосовуючи такі стратегії, торговці реальними товарами можуть кредитувати ринок, особливо ринок золота, іншими словами, торговець може брати позики у ринку.

Значні спреди між цінами контрактів з різними термінами поставок дозволяють через комбінацію таких ф'ючерсних контрактів замінити кредити в розрахунку нижче від середньоринкової відсоткової ставки. Ця спредова стратегія дозволяє так званий обернений кеш та керрі спреду, що еквівалентне отриманню кредиту для фінансування поставок товарів.

Стратегію *спреду «метелик» (butterfly spread)* використовують лише біржові спекулянти. Вони виконують її через комбінацію двох спредів з трьома або чотирма різними термінами поставки одного ф'ючерсного контракту. Їх ще називають *спредами в квадраті*, оскільки комбінація двох внутрішньоринкових спредів є офсетною комбінацією, вони менш ризиковані, однак орієнтовані на нижчий рівень доходів. Використовують їх лише спекулянти, які мають пільги на виплату комісійних.

Міжтоварний спред як спекулятивна стратегія використовує різницю цін на різні, але пов'язані між собою товари, що мають загальні тенденції до зміни попиту та пропозиції. Наприклад, зернові кормові культури – пшениця та кукурудза або кукурудза та овес. Враховуючи різні терміни збирання врожаю, спекулянти використовують спреди між цінами на ф'ючерсні контракти з цими товарами із відповідними термінами поставок.

Приклад 18.11

У червні спекулянт продає ф'ючерсний контракт на грудневу кукурудзу за 586 центів за бушель та купує грудневий контракт на овес за 474 центи за бушель. Очікуючи нормального співвідношення цін «кукурудза-овес», що, як правило, має великий спред влітку та малий восени, спекулянт одночасно закриває дві позиції в листопаді. Ціни на той момент становили відповідно 566 центів/за бушель кукурудзи та 484 центи за бушель вівса. Спекулянт отримує 20 центів за бушель кукурудзи та 10 центів за бушель вівса. Спреди відповідно становили 112 центів за бушель при укладенні контракту; при ліквідації – 82 центи за бушель, тобто прибуток спекулянта становить 50 центів за бушель, або 2500 дол. на контракт.

На ф'ючерсних ринках сої та продуктів її переробки, що також є базою ф'ючерсних контрактів, використовується спред, що отримав назву *товар-похідні*. Ця спекулятивна стратегія використовується також на ринках нафти і нафтопродуктів. Це так звані *угоди з переробкою*. На ринку сої такі угоди називають *краш спред* (*cruch spread*), на ринку нафти – *крек спред* (*crack spread*). У таких спекулятивних стратегіях наперед визначається валовий прибуток від переробки. Якщо спекулянт вважає, що вартість переробки продукту зростатиме, то купуватиме ф'ючерси на продукти переробки і продаватиме на сировину, і навпаки. Найпопулярнішими серед товарних спредів є:

- ✓ нафта – бензин;
- ✓ золото – платина;
- ✓ кукурудза – овес;
- ✓ свині – ВРХ;
- ✓ кукурудза – пшениця.

Найважчим у такій стратегії є вирівнювання кількості контрактів, оскільки вони мають різні міри ваги, обсяги тощо. Велике значення має також і спредова різниця цін.

Міжринкові спреди можуть використовувати лише значні спекулянти, які мають можливість укласти угоди на різних біржах. Можливі такі два типи операцій:

- ✓ між двома ф'ючерсними ринками різних країн;
- ✓ між двома ф'ючерсними ринками однієї країни.

Саме такі спреди називають *арбітражними*. В одній країні, наприклад США, найбільш поширеним є арбітраж на ф'ючерсному ринку пшениці: спекулянти порівнюють ціни на пшеницю бірж Чикаго Борд оф Трейд (CME Group), Канзас Сіті Борд оф Трейд та Міннеаполіської зернової біржі і відповідно укладають угоди.

Найбільш поширені міжнародні спредові арбітражі на ринках цукру (Нью-Йорк – Лондон), какао, міді, нафти, золота (Нью-Йорк – Чикаго – Лондон).

Приклад 18.12

Ціни на цукор на Лондонській біржі LIFFE на грудневі ф'ючерсні контракти становлять 332 дол. за тону, на Нью-Йоркській біржі (ICE) – 22 центи/за фунт, що в перерахунку становить 484 дол. за тону. Використовуючи таку цінову ситуацію, спекулянт купує приблизно однакові за розміром контракти (112 000 фунтів = 50,8 тонни) в Лондоні і продає в Нью-Йорку. Прибутки коректуються на різні розміри контрактів: у Лондоні розмір контракту – 50 тонн, тобто ціна в Нью-Йорку зменшується на 1,16. Спред становить 100 дол. за тону мінус комісійні на різних біржах.

18.6. Спекулятивні стратегії з опціонами

Крім спекуляції на ф'ючерсних контрактах, більшого поширення набуває використання з цією метою опціонів. Основною привабливою рисою опціонів є їх різнобічність. Вони можуть використовуватися самостійно або в поєднанні з іншими інструментами. За допомогою опціонів можна використовувати різноманітні стратегії з оптимальним співвідношенням ризик/дохід інвестора.

Стратегії спекуляції із застосуванням опціонів поділяються на *прості* та *складні*. **Прості стратегії** – це придбання або продаж опціонів одного типу на основі майбутніх цін базового активу.

Складні стратегії поєднують операції з самими опціонами, комбінації опціонів з основними активами або ф'ючерсними контрактами. Виділяють *хеджеві* та *спекулятивні складні стратегії*. Детальніше розглянемо саме спекулятивні стратегії.

Є чотири види стратегій, які відрізняються між собою за кількістю операцій з різними опціонними контрактами. Стратегії, розраховані на зростання цін, називають **стратегіями «биків»**. Стратегія «бика» – це придбання опціону на купівлю – «довгий колл» – і реалізація опціону на продаж – «короткий пут». Покажемо на рис. 18.2 одержані прибутки і збитки в результаті застосування стратегії «бика». Як основний актив використаємо опціони на акції.

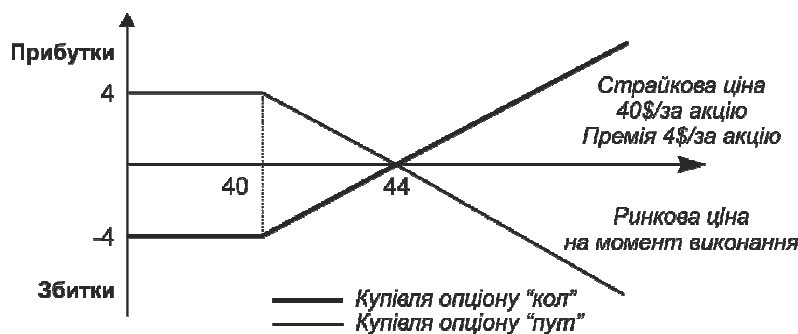


Рис. 18.2. Спекулятивна стратегія спред «бика»

Стратегії «ведмедя» будуються на прогнозі зниження цін. Ці стратегії комбінують продаж опціону на купівлю – «короткий колл» – та відповідно придбання опціону на продаж – «довгий пут». Покажемо на рис. 18.3 приклад застосування такої стратегії.

До складних опціонних стратегій належать також опціонний спред, спред «метелик», календарний, вертикальний та горизонтальний спреди.

Опціонний спред (*option spread*) – це комбінація двох опціонних позицій («довгої» і «короткої»), що дозволяє обмежити прибутки і збитки, відповідно зменшувати ризик та точніше враховувати ціновий прогноз. Є декілька варіантів комбінацій опціонних контрактів, кожний з яких ґрунтується на основі прогнозу майбутнього руху цін. Опціонні спреди поділяються на цінові, календарні, горизонтальні та вертикальні спреди.

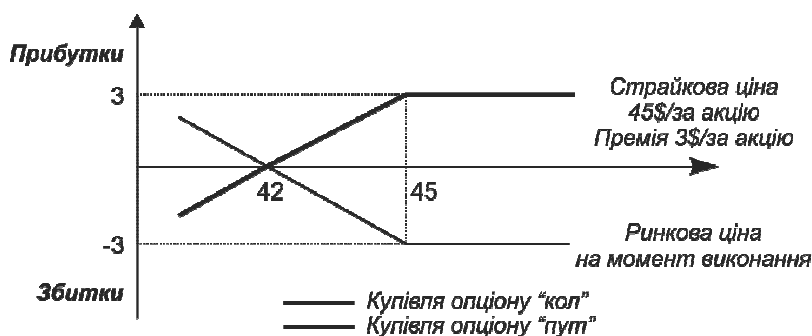


Рис. 18.3. Спекулятивна стратегія спред «ведмедя»

Ціновий спред (*price spread*) також називається **вертикальним спредом** (*vertical spread*). Він полягає в одночасній купівлі та продажі двох аналогічних за типами та термінами опціонів з різною ціною виконання. Якщо прогнозується підвищення цін, спекулянт купує опціон «колл» з нижчою ціною виконання і продає такий самий «колл», але з вищою ціною виконання. З опціонами «пут» навпаки: продається опціон «пут» з нижчою ціною виконання і купується такий самий «пут», але з вищою ціною виконання. Така стратегія називається стратегією «бика».

Коли прогнозується зниження цін, застосовується стратегія «ведмедя» – продається «колл» з нижчою ціною виконання і одночасно купується «колл» з вищою ціною; для опціонів «пут» – навпаки.

Календарний/часовий (*time spread*), що також називається **горизонтальним спредом** (*horizontal spread*), полягає в одночасному придбанні та продажі двох аналогічних за типами опціонів з різними термінами виконання.

Діапазон можливих прибутків та збитків подано у прикладі 18.13 та на рис. 18.4.

Приклад 18.13

Нехай спекулянт може використати для вироблення спекулятивних стратегій 5 опціонів на акції компанії А, що продаються за курсовою ціною 19 дол. за акцію.

Страйкові ціни та премії опціонів подаємо в таблиці:

Тип опціонів	Ціна виконання, дол. за акцію	Премія, дол. за акцію
А «колл»	19	3,0
В «колл»	20	2,5
С «колл»	18	3,7
Д «пут»	19	1,0
Е «пут»	20	1,5

Нехай однією із можливостей отримання прибутку за умови правильного прогнозу є використання стратегії цінового спреду. Вона полягає в купівлі опціонів А з одночасним продажем такої самої кількості опціонів В.

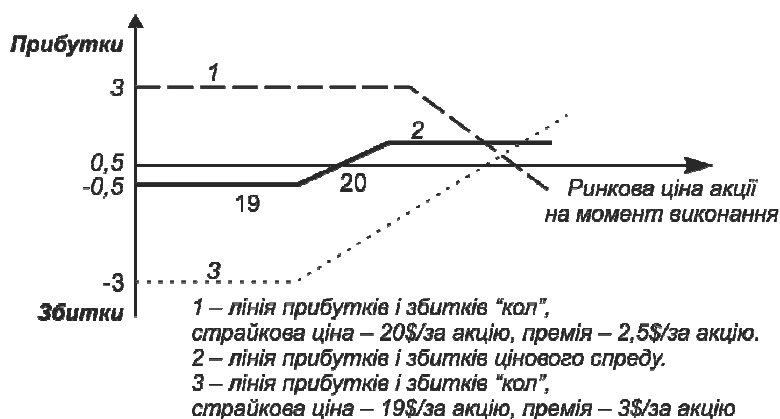


Рис. 18.4. Ціновий спред «бика»

Якщо курс виявиться вищим від 20 дол. за акцію, будуть виконані обидва опціони, прибуток спекулянта становитиме 0,5 дол. за акцію, або 50 дол. за контракт. Якщо прогноз не виправдається, ціна виявиться нижчою від 19 дол. за акцію, жоден з опціонів не буде виконаний, тобто збитки на рівні різниці опціонних премій становитимуть 0,5 дол. за акцію, або 50 дол. за контракт. Загалом спред прибутковий, якщо ринкова ціна вища від 19,5 дол. за акцію, і збитковий у протилежному разі. Даний спред менш ризиковий, порівняно з простою опціонною стратегією, про що свідчить рис. 18.4. Придбання тільки опціонів А дасть прибутки лише за умови зростання ціни до 22 дол. за акцію, одночасно збитки при неправильному прогнозі можуть становити 3 дол. за акцію.

Інша можливість застосувати спекулятивну стратегію при прогнозі зростання цін – купити опціон D і продати стільки само E. Якщо курс перевищить 20 дол. за акцію, жоден із опціонів не буде виконаний і спекулянт отримає прибуток у розмірі різниці премій – 0,5 дол. за акцію, або 50 дол. за контракт. Якщо прогноз не справдиться, спекулянт матиме аналогічні збитки.

Якщо спекулянт очікує зниження цін, використовується стратегія «ведмедя»: продаються опціони А і купується така сама кількість опціонів В. У цьому разі прибуток можливий, якщо ринковий курс на момент виконання виявиться нижчим від 19,5 дол. за акцію. Якщо прогноз не справдиться, максимальні збитки становитимуть 0,5 дол. за акцію, або 50 дол. за контракт. Спред «ведмедя» менш ризиковий з точки зору можливих збитків, але менш вигідний з точки зору можливих прибутків. Розглянемо рис. 18.5.

Опціони дозволяють не тільки грати на прогнозах зростання чи зниження цін, а й використовувати ситуацію на ринку із стабільними цінами. Опціонна стратегія, яка дозволяє отримати прибуток при стабільних цінах, називається *спред «метелик»* (*butterfly spread*). Цю назву спричинила специфічна форма графіка прибутків та збитків. Ця стратегія поєднує спред «бика» із «ведмежим» спредом. Використавши дані попереднього прикладу, покажемо на рис. 18.6 прибутки і збитки при застосуванні спекулятивної стратегії спреду «метелика».

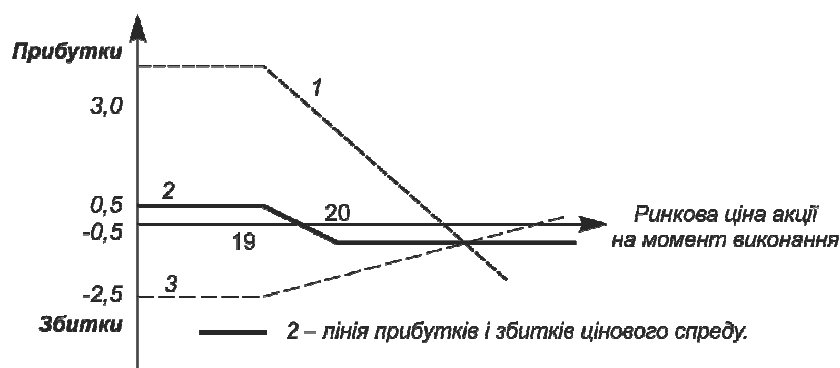


Рис. 18.5. Ціновий спред «ведмедя»

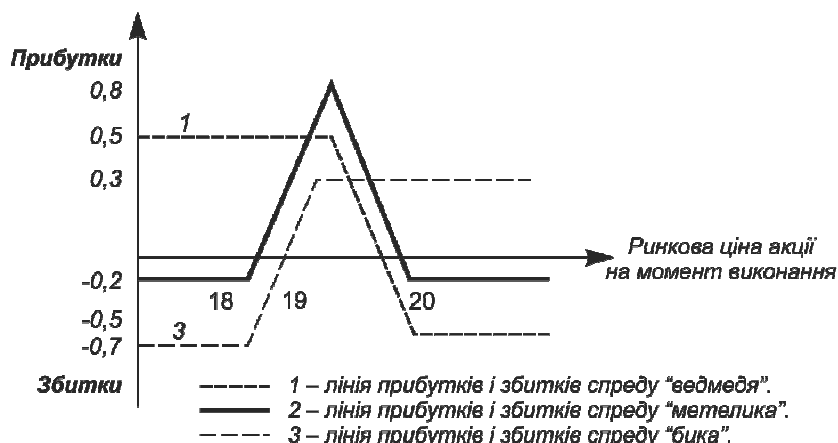


Рис. 18.6. Спекулятивна стратегія спреда «метелик»

Наприклад, спекулянт купив один опціон В (страйкова ціна – 20 дол. за акцію, премія – 2,5 дол. за акцію – сплачена) і один опціон С (страйкова ціна – 18 дол. за акцію, премія – 3,7 дол. за акцію – сплачена), одночасно продав 2 опціони А (страйкова ціна – 19 дол. за акцію, премія – 3 дол. за акцію – отримана). Така комбінація і є ціновим спредом на підвищення («довга» позиція на С і «коротка» на А), прибутки і збитки подано на рисунку лінією 3. У поєднанні з ціновим спредом на зниження («довгий» В та «короткий» А – лінія 1) дає якраз комбінацію спреда «метелик» – на рисунку лінія 2. В результаті буде отримано прибуток, якщо ціна залишиться стабільною або зміниться у невеликих межах, збитки – якщо ціна зміниться в будь-який бік понад 0,8 дол. за акцію.

Щодо календарного спреда, то виділяють *прямий календарний*, що ґрунтується на прогнозі стабільності майбутньої спотової ціни, та *зворотний календарний*, який базується на прогнозі значних коливань ф'ючерсної ціни. Виконуючи календарний спред, інвестор обирає сприятливі страйкові ціни і будує спред, використовуючи дві дати виконання в такій комбінації, яка дає найвищий прибуток. У більшості календарних спредів продається опціон з близькими строками виконання і купується опціон

з віддаленою датою виконання. Майже всі календарні спреди мають початкові витрати, оскільки премії опціонів з віддаленими строками виконання більші за розміром, ніж премії опціонів з близькими строками виконання. З часом спред між двома преміями збільшується, що дозволяє інвесторові викупити проданий опціон значно дешевше і продати куплений опціон дещо дорожче від його купівельної ціни. Календарний спред будується на простій залежності цін опціонів від термінів їх виконання. Опціон з близькою датою виконання з її наближенням втрачає вартість набагато швидше, ніж опціон, до моменту виконання якого є ще декілька місяців.

Однак якби курс акції значно зріс або знизився, найбільш імовірно, що спред закінчився б втратами, які дорівнюють приблизно початковій різниці премії. Хоча вертикальний та горизонтальний спреди можуть забезпечувати значні прибутки, їх ефективність зменшується під впливом трьох основних факторів. На значення доходу впливають **комісійні платежі** за опціонні контракти, неможливість точно визначати рух ціни базового активу – **мінливість** та **строки виконання** (особливо для американських опціонів).

Приклад 18.14

У вересні опціони на акції компанії «А» котирувалися так:

Option	Close	Strike price	Calls		
			Oct	Dec	Jan
A	58 ¾	60	1 ½	4	5

Інвестор, очікуючи, що вартість акцій залишиться порівняно стабільною, використовує прямий календарний спред, продаючи грудневі опціони по 4 дол. і купуючи січневі по 5 дол. Протягом наступних декількох місяців курс акцій незначно коливався і був близький до страйкової ціни. Перед грудневою датою виконання акції продавалися по \$59, а грудневий опціон котирувався по 1/2 дол., січневий по 3 1/2 дол., оскільки до його виконання залишався ще один місяць. Інвестор закриває позиції оберненими угодами: викуповуючи по 1/2 дол. грудневий опціон та продаючи по 3 1/2 дол. січневий з вигравшем 3 дол.. Отже, початковий ризик – втрата в 1 дол. (+4 – 5) – дозволив заробити 2 дол. (–1/2 + 3 1/2 – 1), хоча ціна акції стабільна.

При нестабільності цін на ф'ючерсних ринках використовуються так звані **стелажні** стратегії: **стредл** (*stredle*); **стреп** (*strap*); **стріп** (*strip*). При кожній із таких стратегій спекулянт виграє за умови зниження або підвищення цін і програє, якщо його прогноз не справдився і ціни на ринку не змінилися.

Опціонний стредл, на відміну від опціонних спредів, полягає в придбанні двох опціонів (одного на купівлю, іншого – на продаж) з однаковими страйковою ціною та строком виконання. Використавши дані, наведені у попередніх прикладах, припустимо, що спекулянт купив один опціон А і один опціон D. Розглянемо рис. 18.7.

Обидва опціони мають однакову ціну виконання – 19 дол., але опціон А – це опціон на купівлю, а D – на продаж. Загальні витрати на їх придбання становлять 4 дол. (1 + 3). Прибуток буде отриманий, якщо курс підніметься понад 23 дол. (19 + витрати на премії), або якщо знизиться нижче від \$15 (19-витрати на премію). Закономірно, що застосовувати таку стратегію варто лише тоді, коли на ринку очікується значне коливання цін, якщо ж прогнозується стабільність, прибутковим буде зворотний стредл (продаж опціону «колл» та аналогічного опціону «пут»).

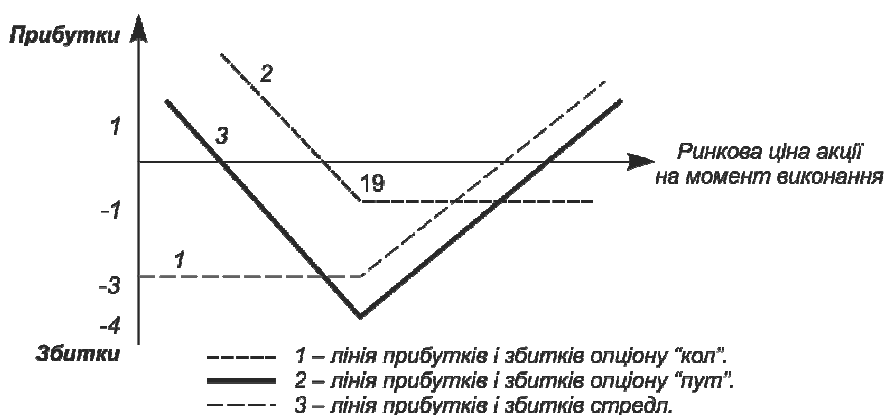


Рис. 18.7. Опціонний «стредл»

Стреп відрізняється від стредла тим, що купується один додатковий опціон «колл», тобто стратегія полягає у відкритті двох «довгих» позицій за опціонами «колл» і аналогічного до одного опціону «пут». Ця стратегія використовується за умови, що при загальному прогнозі нестабільності цін більш ймовірно їх зростання. Нехай спекулянт купив два опціони А та один опціон D. Витрати становлять 7 дол. ($3 + 3 + 1$). Прибуток буде отриманий, коли ціна спот перевищить значення 22,5 дол. ($19 + 7/2$). Якщо ж ціна не зміниться, збитки дорівнюватимуть розмірові виплаченої премії за опціон. Зворотний стреп – продаж двох опціонів «колл» і одного «пут» – використовується при прогнозах стабільності цін на ринку, причому зростання ціни прогнозується з меншою ймовірністю (рис. 18.8).

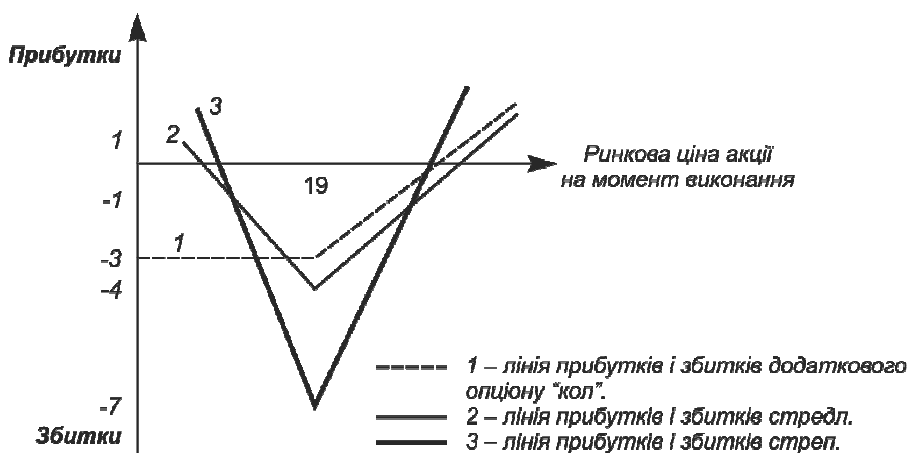


Рис. 18.8. Опціонна стратегія «стреп»

Стріп – це опціонна стратегія, яка полягає в придбанні двох опціонів «пут» і одного опціону «колл». Стріп використовується, коли за прогнозом спекулянта

більш імовірне зниження цін на спотовому ринку. На рис. 18.9 подано прибутки і збитки від стріпа, який складається з двох опціонів D і одного опціону A.

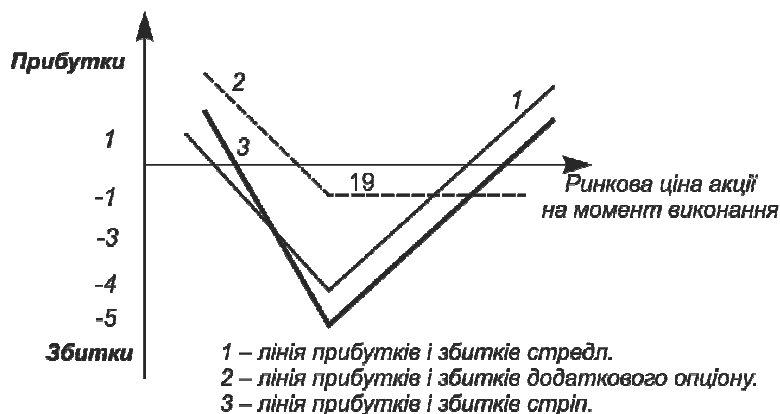


Рис. 18.9. Опціонна стратегія «стріп»

Якщо опціон «колл» придбано за страйковою ціною, яка є вищою, ніж ціна придбання опціону «пут», операція називається *стренгл (strangle)*. При цьому покупець подвійного опціону виграє від зростання нестабільності ринку, а продавець – від підвищення його стабільності. Іншими варіантами такої стратегії є купівля опціону одного типу і продаж іншого. Таких комбінацій може бути дві: купівля «колл» і продаж «пут», і навпаки. Інколи в таких операціях більше опціонів продається, ніж купується. Це зменшує вартість купівлі, але підвищує ризик. Як правило, торговець продає опціонів у 2–3 рази більше, ніж купує. Спреди такого виду називаються *«раціо-купівля»* і *«раціо-продаж»*. У будь-якому випадку вибір конкретної стратегії залежатиме від прогнозів спекулянта щодо майбутнього стану ринку та від того, якому співвідношенню ризик/дохід він надає перевагу.

18.7. Правила успішної спекуляції на сучасних біржових ф'ючерсних ринках

Спекулянти надзвичайно чутливо реагують на структуру ринків. Розрізняють дві структури ринків на основі порівняння спотових, форвардних та ф'ючерсних цін: **контанго** і **беквордейшн**.

Контанго (contango) – *«премія»*, що означає таку ринкову структуру, в якій позиції на більш віддалені терміни дорожчі, ніж позиції на ближчі строки. Таку структуру називають *нормальним ринком*. Для товарів, які практично не втрачають якості з часом, максимальна премія при продажі у віддаленні місяці обмежується вартістю зберігання реального товару. Контанго (форвардація) передбачає загальні правила: продавайте швидше, купуйте пізніше з метою отримання прибутку від підвищення диференціалу; купуйте швидше, продавайте пізніше – з метою отримання прибутку за умови зменшення диференціалу.

Беквордейшн (*backwardation*) – «*перевернутий ринок*» – виникає, коли ціни на найближчі місяці вищі, ніж на місяці з відстроченим терміном поставки. У цьому разі використовується принцип: купуйте швидше і продавайте пізніше або продавайте швидше і купуйте пізніше.

Біржовий спекулянт – це інвестор, який, добровільно ризикуючи, вкладає свій капітал у біржові операції з метою отримання прибутку. Біржові спекулянти розраховують на дохід, продаючи біржовий актив за високими цінами і купуючи його, коли ціни знижуються.

Важливою економічною функцією спекулятивного капіталу на біржі є забезпечення ліквідності грошових потоків на певному ринку, де оперує цей спекулянт. Він в одній і тій самій особі є одночасно і покупцем, і продавцем.

Термін «біржовий спекулянт» вперше вжитий у документах південних торговельних суден, що проривали блокаду в Північній Америці за часів громадянської війни. Як подано вище, термін «біржовий спекулянт» має інше походження. Спекулянт на біржі легально виконує торговельні операції з конкретними зобов'язаннями, зазначеними в контракті, який він укладає з біржею з певними елементами ризику.

Пам'ятаючи про такий елемент спекулятивної операції, як ризик, спекулянти перебувають у більшому або меншому симбіозі з іншими посередниками – хеджерами. Хеджери, навпаки, бажають уникнути будь-якого ризику під час отримання прибутків. Вони купують на ф'ючерсному ринку страховку, оскільки ризик не відповідає їхнім комерційним інтересам. Спекулянти ж чудово оперують ризиком, втрати для них не є перешкодою для їх участі в торгах. Просто втрата від угоди є лише частковою перешкодою в плануванні операцій на ринках. Спекулянт на ф'ючерсних ринках пом'якшує ризик для тих, хто бажає на біржі купити чи продати або захистити товари (активи) від небажаних коливань цін.

Причиною широкої участі спекулянтів у біржових торгах є очікування значних прибутків. Для них біржові торговельні пропозиції є прекрасними можливостями для швидкого зростання капіталу. Можливості отримання прибутку відкриті не тільки для професійних торговців і власників значних капіталів, а й для тих, хто має обмежений капітал, а також для людей, не обізнаних з механізмом функціонування ф'ючерсної біржі.

Біржі більш привабливі, коли учасники ринку визначають методи зменшення та контролювання ризику під час біржових операцій. Як правило, високі доходи асоціюються з високим ризиком. Проте це не завжди так. Ризик, пов'язаний з біржовими торгами значний тоді, коли учасники торгів не є фахівцями, не вміють застосовувати ефективних спекулятивних стратегій.

Усі фактори, які впливають на ринкову ситуацію, а отже, і ціну на ринку, неможливо оцінити надто точно. Метод або комбінація методів оцінки не гарантує прибутків від кожної угоди. Така гарантія неможлива і досвідчений торговець це добре знає. Проте, щоб отримати певний прибуток від операцій, як правило, не потрібно абсолютно точно передбачати вплив усіх без винятку факторів.

Все, що необхідно зробити, це оцінити і обмежити ризик і дотримуватися визначеної тактики поведінки на торгах.

Для успішних торговельних операцій спекулянти використовують чотири простих правила:

- 1) визначити конкретний план торгів, який відповідає темпераментові спекулянта, і дотримуватися його;
- 2) брати участь лише в таких операціях, які відповідають власним можливостям спекулянта (розмір капіталу, знання ринку);
- 3) ніколи не брати участі в операціях з постійним ризиком;
- 4) не ототожнювати бажання виграти із знанням реалій ринку.

Перше правило дуже важливе. Ніхто не може постійно успішно спекулювати, якщо не дотримуватиметься визначеного плану. При адаптації і визначенні запланованих дій на біржі, як правило, треба пам'ятати:

- ✓ по-перше, визначаючи план, складати його за конкретними простими принципами і правилами, які можна прийняти, відкинути або переглянути з часом;
- ✓ по-друге, вибираючи конкретний план дій, переконатися, чи він підходить спекулянтові персонально. Потрібно пам'ятати, що певний метод торгівлі може працювати успішно для однієї людини і зовсім протилежно для іншої.

Нехай торговець має вищі від середнього рівня наполегливість і терпіння. Він хоче визначити всі фактори впливу на ринки товарів і при значних коливаннях цін обирає поведінку біржовика-«ведмеда», тобто трейдера, який грає на зниженні цін.

При визначенні плану торгів використовується фундаментальний чи технічний аналізи ринку або комбінації обох методів. Слід враховувати щоденні новини та спостереження на ринку. Однак не вони будуть причиною успіху на біржі. При використанні фундаментального аналізу інформація є важливим фактором визначення і оцінки ситуації. При використанні технічного аналізу в процесі складання спекулятивного плану можна ігнорувати поточну інформацію з ринку, оскільки головним фактором такого аналізу є зміна ціни на біржовий товар на конкретному ринку впродовж минулих періодів та оцінка обсягів цього ринку.

При нестачі інформації для прийняття плану дій трейдера тенденція невизначеності спричинює великі збитки під час торгів. Для забезпечення стабільного успіху протягом певного часу на біржових торгах необхідно мати певний консервативний капітал, яким можна ризикувати. Щоб торгувати консервативно, трейдеру треба мати такий робочий капітал на торгах, який дорівнює подвійному запланованому мінімумові прибутку. Вже вказувалося на визначені практикою розміри такого робочого капіталу для вкладання у всі спекулятивні операції та в кожному зокрема – це депозитний внесок, більший за розмірами, ніж сума, якої вимагає біржа, але при потребі трейдер повинен мати додаткові кошти для поповнення спекулятивного рахунка.

Якщо позиція на ринку збиткова і вимагає внесення додаткової суми, її треба швидко закрити. Така позиція закривається по-іншому, ніж позиція, підсилена додатковими коштами. Основною причиною такої ситуації є користування додатковими коштами, що підтверджує хибність ринкової позиції. На висновок про закриття чи утримання позиції на ринку впливає основний фактор – прибутки чи збитки. Закривати чи утримувати позиції слід на основі прогнозування ринку і визначеного плану спекулятивної операції, оцінюючи рівень ризику, передбаченого планом. Інакше кажучи, працювати із спекулятивним капіталом означає інвестувати

капітал непевно і помилково. Отримувати дохід на біржі з певною стабільністю спекулянт зможе лише за умови програмування трендів так, щоби не поширювати ризику на різноманітні операції.

Вибір однієї чи двох бірж, особливо при обмежених грошових ресурсах для торгівлі, є оптимальним вибором для спекулянта.

Диверсифікація ризику не завжди є простою справою. Участь в операції, на перший погляд, доволі приваблива (ринкова позиція передбачається з обмеженим ризиком і відчутним прибутком у майбутньому) для учасника торгів, який вирішує залишитися в даній позиції за будь-яких обставин, тобто, не враховуючи своїх зобов'язань на торгах, пізніше стає небезпечною, якщо учасник не визначиться і не спланує наперед своїх дій відразу ж під час укладення спекулятивної угоди. Йдеться про виписування стоп-ордерів на обмеження збитків.

Використовуючи адекватні засоби для уникнення ризику, можна запобігти великим втратам прибутку (капіталу). В таких випадках потрібно обов'язково враховувати розмір депозиту.

Однією із поширених помилок спекулянтів є збільшення розміру їх депозитів після того, як вони отримують кілька послідовних прибутків від позиції. Ось декілька причин, які змушують робити це. Під час прибуткового періоду виконання угоди спекулянти припускають, що нарешті знайшли формулу довгострокового виграшу, що фінансовий результат поліпшиться, якщо вони торгуватимуть значними партіями біржового товару. Насправді досвідчений торговець знає, що втрати на біржі неминучі, і вони можуть зростати після періоду з послідовними виграшами. Отже, підвищувати розмір депозитів після прибуткового періоду на торгах небезпечно.

Прибутки від спекулятивних операцій не постійні. Виграші можна забезпечити лише тоді, коли торговець не лише бажає отримати прибуток, а й має чіткий план торговельної операції.

Неможливо об'єктивно оцінювати ситуацію на ринку, якщо основною метою і бажанням трейдера є лише прибуток. Бажання і потреба виграшу можуть стати причиною значних помилок під час спекулятивної гри. Надія і бажання не повинні переважати у вчинках трейдера на біржі. Торговець має оцінювати ситуацію, яка розвивається на біржі, дуже об'єктивно.

Більшість спекулянтів вважає свої концепції комбінації ризику і отримання виграшів від однієї ситуації щодо іншої різними. Спекулянт має пам'ятати одну аксіому торгівлі: «Ніколи не програєш, вигравши». В буквальному розумінні цей вислів є правдою. Однак багато торговців розорилися, оскільки сприймали цю аксіому як філософію торгівлі. Не слід припускатись таких помилок. Якщо спекулянти виграють за найменшої можливості, то завжди мають малі виграші. Торговці, які мають звичку купувати і продавати за найменших коливань цін, як правило, значно втрачають на біржових торгах, бо коли ціни коливаються у більш широких межах, вони втрачають кошти, які не перебивають малих виграшів від минулих торгів.

Небажання отримати великі прибутки є однією із складових системи втрат. Найбільшою помилкою торговця-невдахи є те, що він при програші залишається в цій позиції довготривало, а при виграші залишав її надто швидко. Недосвідчені спекулянти вагаються при закритті збиткової позиції, внаслідок чого операції, які могли би спричинити малі збитки, обертаються великими програшами.

Поки одні торговці вагаються, чи закрити позицію при можливих втратах, інші надто швидко забирають свої виграші, боячись, що їхні прибутки зменшаться. Вилучення виграшу, причому навіть невеликого, не є хибним вчинком, бо ситуацію треба оцінювати настільки точно, щоб при програшах виграші перевищували їх.

Жодна теорія не подає точного методу завоювання ринків, які гарантують прибуток у всіх торгах. Спекулянт не може правильно чинити на ринку щоразу, заробляючи доходи на біржі. Проте він може отримувати більший прибуток на тих торгах, які він оцінив точніше, і втратити лише тоді, коли ринок не дає іншої можливості. Інакше кажучи, спекулянт може здебільшого неправильно оцінювати ринок, але багато заробляти і саме так відшкодовувати всі програші в неуспішних операціях.

Обмеження програшів і збільшення виграшів можливе, але це легше сказати, ніж зробити. Навіть ті спекулянти, що знають, як можна поліпшити свій стан на ринку, як правило, користуються принципом малих виграшів, хоч цей принцип більше придатний для збільшення програшів.

Одна з методик спекулятивних операцій передбачає:

- ✓ по-перше, обережно проаналізувати основний ринок, від якого залежить вибір найбільш сприятливої ситуації для операцій купівлі-продажу; визначити цінову ситуацію на ринку, тенденції до зниження або зростання цін та оцінити ризик і його причини;
- ✓ по-друге, визначити ризик і розмір можливого виграшу; ризик має бути пропорційний до виграшу, якщо ж потенційно великий виграш можливий лише за умови значного ризику, то такої ситуації треба уникати – ризик має бути меншим, ніж можливий прибуток;
- ✓ по-третє, визначити сприятливий момент відкриття позиції на ринку – це найважливіший фактор на ф'ючерсному ринку. Якщо момент невдалий, спекулянт може мати великі втрати навіть до розгортання подій на ринку; неправильно вибраний момент може призвести до того, що оптимальна при відкритті позиція під дією цього фактора стає збитковою.

Вступаючи у спекулятивну гру, трейдери уважно вивчають динаміку валютних курсів, відсоткових ставок, ціни на нафту, умови торгівлі сільськогосподарською продукцією тощо. Тобто маючи за мету отримання прибутку, вони стають фахівцями ринку.

Якщо аналіз ринку підтвердив тенденцію до зростання цін на певний період, але ця тенденція різко змінюється у протилежний бік, то це означає, що або аналіз ринку був неточним, або враховані не всі фактори впливу на ціни, або ця тенденція характерна для значно меншого проміжку часу.

Відкривати «довгу» позицію потрібно тільки тоді, коли ціни мають тенденцію до зниження, а «коротку» позицію – за умови підвищення ціни. Коли ж ситуація на ринку невизначена, то ліпше жодної позиції не відкривати. Входити в ринок можна, коли дані фундаментального та технічного аналізу збігаються, якщо ж ні, слід чекати доти, доки цього не станеться, і лише тоді відкривати позицію.

Після визначення позиції на ринку одночасно визначається термін, протягом якого спекулянт безпосередньо або через брокера утримуватиме позицію.

Відкривши позицію в точці А, можна утримувати її до значення 5,10; однак ціни зростають нерівномірно і за період володіння контрактом можна мати суттєві збит-

ки. Якщо ринкова ціна зростає, спекулянт намагатиметься утримувати позицію «лонг» якомога довше. Спекулянт не буде ліквідувати позицію доти, поки інформація про основні фактори не підтвердить, що ціни змінюються або тенденція розвивається в іншому напрямку, позиція утримується доти, доки рух ціни не зумовить якнайбільший вигравш.

Приклад 18.15

Спекулянт планує купити пшеницю по 4,90 дол. за бушель. Перед тим, як відкрити позицію, він вирішує, як довготривало утримуватиме позицію відкритою за умови невідгідної для себе цінової ситуації, встановлює ліміт програшу 3 пунктам за бушель, обмежуючи цим втрати через відповідне стоп-замовлення. Він відкриває на ринку позицію «лонг» і домовляється продати контракт на 3 пунктам за бушель дешевше, ніж сьогодні на ринку, або за ціною 4,87 дол. за бушель).

Якщо на ринку ця ціна досягнута, брокер має право продати або ліквідувати позицію. Отже, цим заходом спекулянт обмежить програш. І якщо на ринку зміниться ситуація на його користь, то він завжди зможе відмінити своє стоп-замовлення. Можливі зміни ціни подано на рис. 18.10.

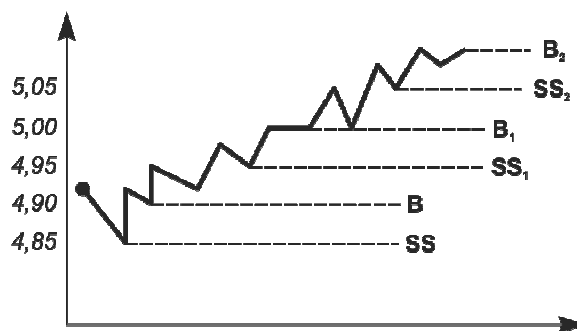


Рис. 18.10. Можливі зміни ціни

Коли позиція починає працювати, учасник завжди має бути готовим до можливих змін, метою яких є захист вигравшу та запобігання його значному зменшенню. Прокоментуємо це твердження на графіку з рис. 18.9. Спекулянт купує пшеницю за 4,90 дол. та розміщує захисний stop loss-order на позначці 4,87 дол. за бушель. Ціна на пшеницю поступово зростає до 5 дол., але спекулянт відчуває, що ціни зростатимуть далі і хоче утримувати позицію. Одночасно він боїться позбутися свого вигравшу. Для його захисту він знімає свій первинний stop loss-order з позначки 4,87 дол. за бушель і піднімає до позначки, що є нижчою від ринкової ціни, – 4,97 дол.. Якщо ринкова ціна знижується до 4,97 дол., брокер повинен продавати за найвигіднішою ціною. Можливий застрахований прибуток становить 0,07 дол. за бушель. Якщо ціни піднімаються далі, але не активізують стоп-ціну, спекулянт зміщує її догори з метою захисту прибутку, одночасно маючи простір для руху ціни.

Коли ринок розвивається в напрямку, сприятливому для спекулянта, він, можливо, захоче збільшити кількість контрактів на позиції. Це явище відоме в теорії спекуляції як **побудова піраміди** і може бути надзвичайно вигідною операцією, якщо

здійснюватиметься відповідно до єдиного плану. Більшість успішних спекулянтів на ф'ючерсних ринках при збільшенні їх позицій дотримуються двох правил:

1. Не збільшувати позицію доти, поки існуюча дає прибуток.

2. Кількість контрактів, які спекулянт додає до своєї позиції, не має перевищувати його бази, або першої позиції. І ця кількість має ставати меншою пропорційно до руху ринку в сприятливому напрямку.

Будуючи піраміди за цими правилами, спекулянти збільшують свої зобов'язання, як показано нижче. Вони розпочинають свою позицію, купуючи, наприклад, 5 контрактів на пшеницю по 4,40 дол. за бушель. Якщо ціна піднялася до 4,45 дол. за бушель, спекулянт купує додаткових чотири контракти. Тепер його сумарна позиція становить дев'ять контрактів. Середня ціна дорівнює 4,42 дол. за бушель. Якщо ціна підвищується до 4,50 дол. за бушель, спекулянт купує ще три контракти, збільшуючи загальну суму контрактів до дванадцяти, а середню ціну – до 4,44 дол. за бушель. Коли ціна зростає до 4,55 дол. за бушель, він купує ще два контракти, маючи загалом чотирнадцять контрактів з середньою ціною 4,46 дол. за бушель. Коли ціна знову зростає до 4,60 дол. за бушель, він добирає ще один контракт, маючи тепер п'ятнадцять контрактів і фінальну середню ціну 4,47 дол. за бушель.

		Середня ціна
4,60	x	4,46 5/8
4,55	xx	4,45 3/4
4,50	xxx	4,44 1/8
4,45	xxxx	4,42 1/4
4,40	xxxxx	4,40

Однак використовують піраміди не всі спекулянти. На побудову такої піраміди буває недостатньо робочого капіталу спекулянта, що вносить значний ризик при різкій зміні ринкової кон'юнктури. З іншого боку, якщо він додає до своєї позиції контракти в більших кількостях, ніж базис чи попередня купівля чи продаж, він пропорційно підвищує ризик.

Коли ж спекулянт купує один контракт по 4,40 дол. за бушель і два додаткових по 4,45 дол. за бушель і якщо ринок рухається в сприятливому напрямку, то його середня ціна становить 4,40 дол. за бушель. Він купує три контракти, потім ще чотири, потім ще п'ять. Якщо навіть він додасть їх до своєї позиції тільки у випадку сприятливих обставин, цей метод не є оптимальним у зв'язку з середніми затратами на операції.

		Середня ціна
4,60	xxxxx	4,53
4,55	xxxx	4,50
4,50	xxx	4,47
4,45	xx	4,43
4,40	x	4,40

Отже, біржова спекуляція на світових ф'ючерсних біржах відіграє надзвичайно важливу роль. За допомогою спекулянта утворюються прогнозні ринкові ціни на біржові товари, цінні папери та конвертовану валюту. Спекулянти беруть на себе

функції страхових органів для тих, хто, працюючи на реальному ринку, на ф'ючерсній біржі, страхується від цінових ризиків. Без спекулянта не буває ф'ючерсного ринку, а саме ця складова товарно-сировинного та фінансового ринків сьогодні потрібна в Україні. Залучити значні торговельні та фінансові інституції на ф'ючерсний ринок валюти, відсоткових ставок, сільськогосподарської сировини, палива тощо – це нагальна вимога часу. Ризикуючи і заробляючи доходи для себе, ці учасники візьмуть на себе ризики зміни цін та курсів у майбутньому і сприятимуть прогнозові в Україні центральних ринкових цін.

Резюме

Біржова спекуляція – це купівля-продаж цінних або курсових ризиків через укладання контрактів з похідними фінансовими інструментами з метою отримання надприбутків за умови правильних раціональних сподівань учасників щодо динаміки цін та курсів на основні активи в майбутньому.

Біржові угоди класифікують за критерієм цілей учасників біржових торгів. Виділяють, як правило, такі:

- ✓ купівля-продаж реального товару;
- ✓ страхування цінного ризику;
- ✓ спекуляція.

Спекулянт на ф'ючерсній біржі відіграє надзвичайно важливу роль, забезпечуючи глибину та обсяг ринку. Саме це дозволяє хеджерам вільно вступати в ринок або виходити з нього. Без спекулянта неможливо виконати не лише великі за обсягом замовлення хеджерів, складно виконати навіть незначні замовлення, оскільки довелося б довготривало чекати, поки з'явиться протилежна сторона, зацікавлена у прийнятті замовлення. Спекулянти присутні на ринку завжди, репрезентують обидві сторони – купівлю та продаж.

Займаючи позицію на ф'ючерсному ринку, спекулянт вкладає свій ризиковий капітал – гроші, які він може дозволити собі втратити при несприятливих цінних умовах, сподіваючись отримати прибутки від правильного прогнозування майбутнього руху цін. Він купує ф'ючерси, якщо вважає, що ціни зростуть, і продає їх, якщо вважає, що ціни знижуються. У своїх прогнозах спекулянт використовує надзвичайно поширені на Заході фундаментальний та технічний аналізи вивчення попиту та пропозиції, користується різноманітними діаграмами динаміки цін. Вдалий спекулянт має відчуття ринку, інтуїцію, знає ситуацію, вміє передбачити та своєчасно захистити свої ризикові інвестиції.

Техніка спекулятивних операцій проста: якщо на першому етапі спекулянт продає ф'ючерсний контракт, то на другому купує такий самий контракт і навпаки. Рішення спекулянтів про купівлю або продаж залежить від прогнозу ринкової ситуації. Потенційний прибуток залежить від розміру ризику, який спекулянт бере на себе, від точності прогнозування ринкової кон'юнктури, його досвіду та достовірності отриманої інформації.

Залежно від часу утримування позиції та використання стратегії і тактики спекулятивної торгівлі можна виділити чотири групи спекулянтів:

- ✓ скалпери (scalpers), або джоббери – вловлюють незначні коливання цін і ліквідовують позицію через декілька хвилин або годин;
- ✓ позиційні трейдери, або фло-трейдери (position traders) – утримують позицію кілька днів, тижнів, місяців;
- ✓ одноденні спекулянти (day traders) – утримують позицію продавця або покупця протягом одного торговельного дня;
- ✓ спредери (spreaders) – використовують різницю цін на різні, але взаємопов'язані ф'ючерсні контракти.

Контрольні запитання

1. У чому полягає економічна суть біржової спекуляції?
2. Назвіть приклади боротьби урядів різних країн з біржовою спекуляцією.
3. Які види біржової спекуляції Ви знаєте?
4. Назвіть основні групи біржових спекулянтів.
5. Які спекулятивні стратегії із застосуванням ф'ючерсних контрактів Вам відомі?
6. Назвіть основні стратегії застосування опціонів.
7. Наведіть приклади методики виконання спекулятивної стратегії.
8. Назвіть основні правила виконання спекулятивних угод.
9. На чому ґрунтується успішна спекулятивна діяльність трейдерів?
10. Які методи контролю щодо капіталу застосовують біржові спекулянти?

Рекомендована література

1. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – С. 11–15.
2. Губський Б. В. Біржові технології ринку / Б. В. Губський. – К. : Нора-прінт, 1997. – С. 207.
3. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2001. – С. 68.
4. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні : моногр. / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 193.
5. Энциклопедический словарь : в 86 т. Т. 3. – СПб. : Изд-во Брокгауз-Ефронъ, 1892. – С. 171–172.
6. Большая советская энциклопедия. Т. 40. – М. : Изд-во БСЭ, 1957. – С. 247.
7. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – 172 с.
8. Сорос Дж. Кризис современного капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 262 с.
9. Кофман А. Тайны биржевых спекуляций / А. Кофман. – М. : Изд-во журн. «Торговое дело», 1898. – 40 с.
10. Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1892. – 210 с.
11. Васильев А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. Васильев. – СПб., 1912. – 168 с.
12. Horn F. F. Trading in Commodity Futures / F. F. Horn, R. E. Fink. – New York : Institute of Finance, 1984. – 364 p.
13. Сорос Дж. Сорос о Соросе. опережая перемены / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 333 с.
14. Ковни Ш. Стратегии хеджирования / Ш. Ковни., К. Такки. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 208 с.
15. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
16. Найман Э. Малая энциклопедия трейдера / Э. Найман. – К. : Альфа-капитал : Логос, 1997. – 236 с.
17. Найман Э. Трейдер-Инвестор / Э. Найман. – К. : ВИРА-Р, 2000. – 640 с.
18. Кургузкин А. Биржевая торговля. Игра по собственным правилам / А. Кургузкин. – М. : АСТ : Полиграфиздат, 2010. – 256 с.

19. Буруджян Дж. Секреты профессионалов трейдинга. Методы, используемые профессионалам для успешной игры на финансовых рынках / Дж. Буруджян. – М. : SmartBook : И-Трейд, 2010. – 256 с.
20. Швагер Дж. Биржевые секреты. Технический анализ / Дж. Швагер. – Смоленск : Русич, 2009. – 384 с.
21. Швагер Дж. Новые маги рынка. Беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. – М. : Альпина Паблишер, 2011. – 656 с.
22. Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта / Э. Лефевр. – М. : Олимп-бизнес, 2010. – 416 с.
23. Коппел Р. Быки, медведи и миллионеры. Хроники биржевых сражений / Р. Коппел. – М. : SmartBook, 2011. – 264 с.
24. Colombo J. The Dutch Tulip Mania [Електронний ресурс] / J. Colombo. – Режим доступу : <http://www.stock-market-crash.net/tulip-mania>.

Тести для перевірки знань

1. Спекулянти – це:

- а) інвестори, які вкладають кошти у цінові прогнози;
- б) інвестори, які добровільно вкладають свої кошти в ризик;
- в) інвестори, які забезпечують ліквідність біржового ринку;
- г) все вищеперераховане.

2. Біржова спекуляція – це:

- а) купівля або продаж цінних ризиків через укладання контрактів з похідними фінансовими інструментами;
- б) отримання прибутку за рахунок інших сфер діяльності;
- в) маніпулювання ринком з метою отримання прибутків;
- г) купівля або продаж товарів з метою наживи.

3. Успішна спекуляція ґрунтується на:

- а) точному аналізу кон'юнктури ринку;
- б) психології, аналізу;
- в) психології, аналізу обраної системи торгівлі та контролі за капіталом;
- г) контролі за капіталом.

4. Народногосподарське значення спекуляції полягає у:

- а) розширенні ринку, нівелюванні, зміні цін у просторі та часі;
- б) стабілізації ринків;
- в) прогнозуванні цін;
- г) наданні можливостей для страхування.

5. Спекуляція буває двох видів:

- а) гра на підвищенні цін («бики»);
- б) гра на зниженні цін («ведмеді»);
- в) гра на різниці в цінах та тенденціях зміни цін у майбутньому;
- г) гра на великі виграші та гра на багато малих виграшів.

- 6. До основних правил проведення спекулятивної угоди належать:**
- а) вироблення плану спекулятивної діяльності;
 - б) вкладати лише ті кошти, які можна дозволити собі втратити;
 - в) не вкладати всі кошти в одну операцію і не покладатися лише на доходи від спекулятивної діяльності;
 - г) всі зазначені вище правила.
- 7. «Бик» – це:**
- а) спекулянт, який грає на тенденції до підвищення цін;
 - б) спекулянт, який грає на тенденції до зниження цін;
 - в) спекулянт, який грає на різниці в цінах ф'ючерсних контрактів;
 - г) спекулянт, який грає на різниці в цінах між спотовими і ф'ючерсними цінами.
- 8. «Ведмідь» – це:**
- а) спекулянт, який грає на тенденції до підвищення цін;
 - б) спекулянт, який грає на тенденції до зниження цін;
 - в) спекулянт, який грає на різниці в цінах ф'ючерсних контрактів;
 - г) спекулянт, який грає на різниці в цінах між спотовими і ф'ючерсними цінами.
- 9. Арбітражер – це:**
- а) спекулянт, який грає на тенденції до підвищення цін;
 - б) спекулянт, який грає на тенденції до зниження цін;
 - в) спекулянт, який грає на різниці в цінах ф'ючерсних контрактів;
 - г) спекулянт, який грає на різниці в цінах між спотовими і ф'ючерсними цінами.
- 10. Розрізняють такі види спредових спекулятивних стратегій:**
- а) внутрішньоринковий;
 - б) міжтоварний, спред «товар-похідні»;
 - в) міжтоварний спред;
 - г) всі перераховані вище.
- 11. Кеш та керрі-спред – це:**
- а) пов'язані між собою операції на реальному та ф'ючерсному ринках;
 - б) операції купівлі ф'ючерсних контрактів;
 - в) операції продажу спотових контрактів;
 - г) готівкові операції.
- 12. Спекулятивні стратегії з опціонами бувають:**
- а) внутрішньоринковими;
 - б) простими і складними;
 - в) міжтоварними;
 - г) міжринковими.
- 13. Спред «бика» – це:**
- а) продаж опціону «кол» і придбання опціону «пут»;
 - б) комбінація двох опціонних позицій («довгої» і «короткої»);
 - в) купівля і продаж двох аналогічних за типами і цінами виконання, але різними за термінами, опціонів;
 - г) купівля і продаж двох аналогічних за типами і термінами опціонів з різною ціною виконання.

14. Опціонний спред – це:

- а) продаж опціону «кол» і придбання опціону «пут»;
- б) комбінація двох опціонних позицій («довгої» і «короткої»);
- в) купівля і продаж двох аналогічних за типами і цінами виконання, але різними за строками, опціонів;
- г) купівля і продаж двох аналогічних за типами і строками опціонів з різною ціною виконання.

15. Ціновий вертикальний спред – це:

- а) продаж опціону «кол» і придбання опціону «пут»;
- б) комбінація двох опціонних позицій («довгої» і «короткої»);
- в) купівля і продаж двох аналогічних за типами і цінами виконання, але різними за строками, опціонів;
- г) купівля і продаж двох аналогічних за типами і строками опціонів з різною ціною виконання.

Ситуаційні задачі

Задача № 1

Умова:

Спекулянти А та В дотримуються стратегії прибутки-збитки 2/1 і не враховують комісійних, що становлять 50 дол. за контракт із спред 250 дол. за контракт.

Нехай середній прибуток спекулянта А становить 1 000 дол., відповідно збитки – 300 дол. У спекулянта В прибуток – 3 000 дол., збитки – 1 500 дол.

Визначити: враховуючи вказані витрати, рівень прибутковості кожного.

Задача № 2

Умова:

У січні, очікуючи підвищення цін на золото, спекулянт відкриває «довгу» позицію на 6 березневих контрактів по 1680 дол. за унцію. В березні можливі три варіанти цін: підвищення до 1720 дол. за унцію, збереження рівня попередньої ціни 1680 дол. за унцію або зниження ціни до 1620 дол. за унцію.

Визначити: результати операцій при закритті позиції оберненою офсетною угодою у березні.

Задача № 3

Умова:

Спекулянт купив жовтневий ф'ючерсний контракт на ВРХ – велику рогату худобу – по 128,00 центів за фунт і, плануючи збитки, віддав лімітне замовлення (stop-lossorder) з ціною закриття позиції 125,00 центів за фунт. Таким чином, сума, яку планує втратити спекулянт за умови зниження цін, становить: 3,00 цента за фунт, на цілий контракт 50 000 фунтів – це 1 500 дол. Даний стоп-ордер не врятує спекулянта від більших втрат, оскільки цей наказ не гарантує закриття позиції за вказаною ціною.

Визначити: додаткові збитки при зниженні цін до рівня 124,00 дол., коли спекулянт через брокера або власноручно закриває позицію.

Задача № 4

Умова:

Вересневі ф'ючерси на срібло котируються: по 590 центів за унцію – купівля, 595 центів за унцію – продаж. Комісійні брокеру становлять 50 дол. за один контракт.

Визначити: якщо спекулянт купить срібло за ціною пропозиції 595 центів за унцію, то на скільки повинен піднятися ринок, щоб спекулянт мав прибуток? Яку стратегію він може використати?

Задача № 5

Умова:

10 липня спекулянт купив серпневий контракт на нафту за 91,15 дол. за барель та продав вересневий контракт за 92,25 дол. за барель. 10 серпня погоджено строк поставки – 20–26 серпня. 26 серпня виконано поставку шляхом перекачування. 27 серпня зроблено розрахунки за ціною 92,25 \$/за барель. Витрати на зберігання становлять 0,02 дол. за барель. Відсотки за кредит – 0,03 дол. за барель. Комісійні брокерові – 0,01 дол. за барель.

Визначити: дохід спекулянта.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ біржова спекуляція;
- ✓ гра на різниці в цінах;
- ✓ гра на підвищенні та пониженні цін;
- ✓ «беки»;
- ✓ «ведмеді»;
- ✓ скалпери;
- ✓ джоббери;
- ✓ спредери;
- ✓ позиційні спекулянти;
- ✓ спекулятивні стратегії;
- ✓ спред;
- ✓ стредл;
- ✓ стреп;
- ✓ стріп;
- ✓ спред «метелик»;
- ✓ опціонний спред.

Розділ 19.

ХЕДЖУВАННЯ ЦІНОВИХ ТА КУРСОВИХ РИЗИКІВ ЗА ДОПОМОГОЮ Ф'ЮЧЕРСНОЇ ТОРГІВЛІ

Хеджери – це фірми або приватні особи, пов'язані з реальним товаром в процесі їх комерційної діяльності.

О. Елдер, біржовий трейдер

Теоретична частина

- ✓ *Суть та основні характеристики хеджування*
- ✓ *Види хеджування*
- ✓ *Досконале хеджування цінових ризиків на ринках сільськогосподарської сировини*
- ✓ *Здійснення хеджевих операцій з урахуванням реальних ситуацій на ринках*
- ✓ *Особливості хеджування цінових ризиків на ринку реальних товарів*
- ✓ *Хеджування курсових ризиків фінансових інструментів*

19.1. Суть та основні характеристики хеджування

Здатність ф'ючерсних ринків з великою точністю прогнозувати майбутні ціни була одразу використана учасниками реальних ринків, у першу чергу сільськогосподарських, для захисту майбутніх врожаїв від небажаних коливань цін на зернові культури. Це стало можливим через органічний зв'язок між спотовим ринком (рин-

ком реальних товарів з негайною поставкою) та його прогнозом (ф'ючерсним ринком).

Західні економісти давно відзначають взаємозв'язок спотових та ф'ючерсних цін, що відрізняються між собою на *величину базису* (*basis*). Однак, як правило, в момент наближення строків поставки ця різниця стає мінімальною. Тенденції та напрями зміни спотових та ф'ючерсних цін однакові. Так, відомі на Заході вчені Дж. Долан та Д. Ліндсей, визначають хеджування як операції, при яких ринки строків контрактів використовуються для компенсації одного ризику іншим, як перенесення ризику на противагу операціям страхування, що об'єднують ризик¹.

У найбільш загальному значенні *хеджування* (*hedging*) – це процес збалансування ринкових позицій учасників з метою уникнення або мінімізації фінансових втрат.

Операція хеджування полягає в тому, що організація або особа, яка продала (купила) реальний товар поза біржею або на біржі з поставкою в майбутньому (форвард), бажаючи використати існуючий на момент укладення угоди рівень цін, одночасно виконує таку саму або обернену операцію на ф'ючерсному ринку. Після отримання реального товару на ф'ючерсному ринку вони викуповують продані або продають куплені до цього ф'ючерси. Ф'ючерсні угоди страхують купівлю-продаж реального товару від можливих збитків у зв'язку зі зміною цін на ринку конкретного товару. Принцип страхування полягає в утриманні позиції на ф'ючерсному ринку проти позиції на ринку фізичних товарів.

Для хеджування особливо цінним є те, що ф'ючерсні контракти – це обов'язкові угоди. Це означає, що виконання контракту на товари, іноземну валюту, облігації та контракти з різними індексами може завершуватися поставкою або розрахунком грошима.

Хеджування як особливий вид фінансових послуг доповнює послуги страхових компаній, що беруть на себе страхування різних видів ризиків, крім одного – жодна з них не страхує ризику зміни цін та курсів на будь-які активи у майбутньому. Завдяки бажанням щодо запобігання цінових та курсовим ризикам у майбутньому власне і з'явився ф'ючерсний контракт.

Кожен, хто вирощує, переробляє або виготовляє товар з метою його продажу, має справу з ціновими ризиками доти, доки володіє матеріальними ресурсами. Якщо впродовж періоду володіння ринкова ціна на сировину різко знижується, а продажна стає нижчою від прогнозованої, виробник має втрати. Відповідно кожен, чий бізнес залежить від постійної поставки товарів за визначеними цінами, має справу з подібним ризиком, хоч і не володіє матеріальними ресурсами. Саме для уникнення або мінімізації таких ризиків продавці і покупці матеріальних ресурсів можуть страхуватися на ф'ючерсному ринку.

Підвищена цінова нестабільність на товарних і фінансових ринках України викликала жвавий інтерес до методів страхування майбутніх доходів, зменшення ризику ведення бізнесу. Цей інтерес відчувається як у теоретиків, так і практиків. Суть хеджування фінансових ризиків розглядають такі науковці, як Г. Андреева,

¹ Долан Э. Дж. Рынок: микроэкономическая модель / Э. Дж. Долан, Д. Линдсей ; пер. с англ. В. Лукасевича и др. ; под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукасевича. – СПб., 1992. – С. 325.

Л. Євчук, З. Луцишин, Л. Примостка та інші, і практики-банк'єри І. Волошин, Р. Кашпір та П. Матвієнко².

Ціновий ризик властивий усім формам діяльності та галузям господарства. У сільському господарстві, наприклад, тривала посуха впливає на обсяг виробництва та дохід сільськогосподарських виробників; зростають ціни на зернові, а вони, в свою чергу, впливають на ціни кінцевої продукції. В промисловості страйки або ембарго на сировину можуть призвести до зменшення випуску продукції, а отже до підвищення цін. Ці економічні фактори впливають на ціну, яку платять виробники та споживачі різних товарів, від нафти до прикрас.

Хеджери на ф'ючерсній біржі – це особи або компанії, що володіють або планують володіти реальним товаром (кукурудзою, пшеницею, нафтою, облигаціями чи іншими цінними паперами, валютою тощо) і враховують фактори зміни цін на товар до моменту його появи на ринку.

У ринковій економіці постійно змінюються ціни товарів, курси валют та відсоткові ставки. Цей факт спонукає учасників ринку не лише прогнозувати майбутню ситуацію, а й страхувати свої вчинки. Хеджування полягає в нейтралізації небажаних коливань кон'юнктури. Метою хеджування є перенесення ризику зміни ціни з однієї особи на іншу. Перша особа називається *хеджером*, друга – *спекулянттом*. Такий поділ є доволі умовним. Сторонами контракту можуть бути два хеджери, один з яких страхується від ризику підвищення, другий – від ризику зниження цін. Хеджування може запобігати втратам і одночасно зменшити можливості використання сприятливої кон'юнктури.

На ринку існує неписане правило: вищий потенційний прибуток можна отримати лише за умов високого ризику, який бере на себе учасник ринку. Однак ризикові стратегії застосовує небагато інвесторів. Як правило, більшість із них намагається повністю уникнути ризику або істотно зменшити його.

Крім цього, виробники намагаються планувати майбутні витрати та доходи і тому, як правило, відмовляються від додаткового потенційного прибутку заради конкретних перспектив свого фінансового стану.

Хеджування відбувається за допомогою укладення строкових контрактів: форвардних, ф'ючерсних, опціонних. У монографії «Стратегії хеджирования»³ Ш. Ковні та К. Таккі вважають хеджером «...особу або компанію, яка запобігає ризикові шляхом відкриття позиції на одному ринку та протилежної – на іншому, але еконо-

² Андреева Г. І. Стратегії хеджування: інструменти та способи застосування / Г. І. Андреева // Інноваційна економіка. – 2010. – № 4 (18). – С. 206–210; Євчук Л. А. Управління ризиками діяльності сільськогосподарських підприємств через механізм хеджування / Л. А. Євчук, А. О. Тарасов // Економіка АПК. – 2013. – № 7. – С. 78–82; Примостка Л. О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків : навч. посіб. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 1998. – 108 с.; Примостка Л. О. Операції хеджування на строкових фінансових ринках / Л. О. Примостка // Банківська справа. – 1999. – № 1 (25). – С. 40–44; Луцишин З. О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки / З. О. Луцишин. – Тернопіль : Збруч. – С. 333; Кашпір Р. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків / Р. Кашпір, П. Матвієнко // Банківська справа. – 1998. – № 2 (20). – С. 50–55; № 3 (21). – С. 2–16; Волошин І. Хеджування процентного ризику, приховане у кривих доходності / І. Волошин, М. Волошин // Вісник НБУ. – 2012. – № 6. – С. 34–36.

³ Ковні Ш. Стратегії хеджирования / Ш. Ковні, К. Таккі. – М. : ИНФРА-М, 1996. – С. 9.

мічно пов'язану з першим, таким як ф'ючерсний ринок або ринок забалансових інструментів».

Офіційно тлумачать операції хеджування в кожній країні органи державного нагляду за ф'ючерсними ринками. Наприклад, у США цим займається Комісія з ф'ючерсної торгівлі (Commodity Futures Trading Commission), яка вважає, що до хеджування належать лише ті позиції на ф'ючерсному ринку, які економічно пов'язані з ринком реального товару і служать мінімізації ризику комерційних операцій конкретного учасника ринку.

Для учасників хеджевих операцій неабияке значення має аналіз цінової перспективи та оцінка їх доцільності, адже відкриття ф'ючерсних позицій за умови неточної оцінки цінової кон'юнктури, в свою чергу, може збільшити фінансові втрати. Крім цього, на відкриття ф'ючерсних позицій та їх утримання також потрібні кошти, депозитні та варіаційні внески. Тобто хеджер повинен не лише визначити доцільність хеджевих операцій, а й підрахувати та порівняти вигоди і витрати від них. Для цього хеджер має оцінити масштаби ризику, причому всіх його видів, і обрати відповідну стратегію хеджування.

Одним з основних, принципових питань є визначення кількості ф'ючерсних позицій, що дозволяють звести до мінімуму ризик на реальному ринку. Крім визначення кількості контрактів для хеджування, хеджери вирішують, які саме позиції слід відкривати. Для цього вони користуються аналітичними матеріалами щодо майбутніх коливань цін. Для визначення можливих меж коливання цін на зарубіжних ф'ючерсних ринках, як правило, використовуються три види статистичного аналізу: *кореляційний, регресійний та аналіз тривалості цінового тренда*.

У багатьох економічних дослідженнях ф'ючерсних ринків товарів, цінних паперів і валюти застосовуються традиційні методи статистичного аналізу. Особливо популярна кореляція. Саме вона через встановлення кореляційної залежності між двома рядами цін та курсів може дати важливу інформацію про комбінації контрактів для хеджу. У зарубіжній економічній пресі публікується відповідна інформація, яку використовують для складання кореляційних рядів.

Отже, хеджування – це один із методів управління фінансовими, зокрема цінними, ризиками, що дозволяє уникнути їх або мінімізувати втрати від них, отримані на реальних ринках, шляхом укладання строкових контрактів (біржових та позабіржових).

19.2. Види хеджування

Хеджування може бути *повним* або *неповним*. *Повне хеджування* намагається повністю уникнути ризику втрат у певних межах. Найпростіша схема хеджування полягає у відкритті на ф'ючерсній біржі стільки позицій на визначений період, у скільки зацікавлений власник. Ринкова ситуація, що постійно змінюється, дозволяє хеджерові регулярно переглядати свої позиції у процесі хеджування.

Хеджеві операції реєструються на ф'ючерсній біржі шляхом відкриття спеціального хеджевого рахунка. Хеджер може страхувати свою позицію за допомогою продажу або купівлі ф'ючерсного контракту. До страхування продажем хеджер вдаєть-

ся тоді, коли в майбутньому йому потрібно виконати аналогічну операцію на реальному ринку.

Ідеальним вважається таке хеджування, коли можливий ризик витрат повністю нівелюється за рахунок укладення ф'ючерських контрактів. Однак у реальному житті так майже не буває. Актив, який продається/купується на спотовому ринку, може суттєво відрізнятись від об'єкта ф'ючерсного контракту (наприклад, на реальному ринку продається кукурудза, пшениця і кава різних сортів, а на ф'ючерсному – лише одного стандартного сорту). Терміни ф'ючерсного контракту можуть не збігатися з термінами купівлі-продажу активу на спотовому ринку. Тому на практиці хеджерам не завжди вдається повністю уникнути втрат.

Виграші або програші учасника ринку характеризуються таким поняттям, як *«базисний ризик»*, тобто ризик, пов'язаний із різницею між спотовою та ф'ючерсною цінами на момент закінчення хеджування. Найвищий рівень базисного ризику властивий для сировинних товарів та фінансових інструментів. Ф'ючерсні ціни на них залежать не лише від попиту та пропозиції, як спотові, а й рівня трансакційних видатків при укладанні ф'ючерських контрактів (депозити, варіаційна маржа, комісійні тощо). Тому на момент закінчення хеджування вони можуть суттєво відрізнятись від спотових і знизити ефективність хеджування.

Хеджування поділяється на *звичайне (чисте), селективне, випереджувальне і арбітражне*.

Звичайне (чисте) хеджування використовується для запобігання цінним ризикам. При ньому ф'ючерсні контракти укладаються при повному балансі за часом і кількістю, але протилежними за напрямками до зобов'язань на ринку реального товару. Чисте хеджування у діловій практиці використовується дуже рідко.

Арбітражне хеджування повністю враховує витрати на зберігання, використовується тільки для отримання вигоди від очікуваного співвідношення цін на реальний товар і біржові котирування з різними термінами поставок. Застосовується переважно торговцями, представниками торговельних ТНК.

Селективне хеджування відрізняється тим, що угода на ф'ючерсному ринку укладається одночасно з угодою на реальний товар, але, як правило, на меншу кількість. Якщо очікується підвищення цін на реальний товар, селективний хеджер не хеджуватиме власних запасів реального товару.

Випереджувальне хеджування полягає в купівлі або продажі ф'ючерсного контракту ще до укладення угоди з реальним товаром. Це своєрідний тимчасовий заміник товарного форвардного контракту.

Інша класифікація операцій хеджування на фінансових ринках пов'язана з технікою конкретної операції, до її складу належать п'ять широко використовуваних у світовій практиці типів хеджу. Автором цієї класифікації є А. Фельдман⁴.

Хедж «без одного». Для хеджування повної касової позиції протягом усього хеджу (тобто від початку операції) використовується лише один віддалений місяць закінчення строку дії контракту. Ф'ючерси на весь строк і обсяг хеджування купуються разом з одним майбутнім терміном виконання і відшкодовуються поступово,

⁴ Фельдман А. Б. Основы рынка производных ценных бумаг / А. Б. Фельдман. – М. : ИНФРА-М, 1996. – С. 5.

за окремими термінами хеджування. Цей хедж сам привносить додатковий ризик через імовірну зміну (в т. ч. несприятливу) базису ф'ючерса за час хеджування. Цей тип хеджу придатний для агресивних стратегій.

«Стрічковий» хедж, тобто порівняння терміну відшкодування деяких ф'ючерсних контрактів з конкретними строками «незахищеності» від ризику. В цьому й полягає його перевага перед хеджем «без одного». Ф'ючерси на весь термін хеджування купуються одразу за окремими строками виконання і відшкодовуються поступово. Кожен контракт триває стільки, скільки триває «незахищеність», що підлягає хеджуванню, і відшкодовується тільки щодо певного строку. Відповідно якщо цей хедж послаблює ризик несприятливої зміни базису, то останні обставини додають свого ризику у зв'язку з низькою ліквідністю віддалених за строками поставки контрактів. Разом з цим, цей тип хеджу вважається пріоритетним.

Хедж «стрічка, що згортається», заснований на підвищеній (нормальній) ліквідності близьких за строками поставки контрактів. Технологія цього хеджу передбачає за строками та обсягами хеджування послідовну купівлю і продаж відповідних контрактів. Спочатку купуються ф'ючерси на повний обсяг із строком відшкодування, що припадає на найближчий термін хеджування. Після цього вони відшкодовуються відповідно до даного терміну і купуються контракти на наступні обсяги і нові (віддаленіші) терміни хеджування. Тоді ці контракти погашаються і купуються нові на обсяги і строки, що залишились. Інакше кажучи, близькі контракти стають більш віддаленими і стрічка хеджу згортається. Перевагою цього типу хеджу щодо попереднього є вища ліквідність.

Хедж, що згортається («безперервний» хедж). При цьому варіанті послідовно хеджується кожна незахищена від ризиків позиція. На початку кожного окремого терміну хеджування купується необхідна кількість контрактів і відповідно у свій термін виконання вони відшкодовуються, купуються нові ф'ючерси для наступного терміну. Цей тип хеджу менш ефективний, ніж попередні, оскільки віддалені позиції хеджу незахищені до останнього моменту.

«Спродовий» хедж. Використовується лише на ринку США для хеджування короткострокових відсоткових ставок. Складніша технологія цього хеджу заснована на припущенні, що маржа між двома контрактами на довгострокові фінансові інструменти відповідає прогнозованій короткостроковій відсотковій ставці для місяців поставки за ф'ючесами. Вважається, що даний тип хеджу, як правило, можна замінити хеджем «стрічкою, що згортається».

До звичайного хеджування вдаються американські фермери, які вирощують зерно та худобу. Ця операція відбувається в один і той самий час, як правило, навесні, незалежно від динаміки цін.

Для організацій, що використовують біржовий механізм, величезне значення має розмежування хеджевих і спекулятивних операцій. До хеджерів застосовується пільговий режим щодо гарантійних депозитів, він нижчий на 25–30%, ніж для спекулянтів. На хеджерів поширюється пільговий податковий режим. Кредитуються вони на вигідніших умовах. На ф'ючерсних ринках США до хеджерів не застосовується обмеження щодо кількості відкритих позицій, а для спекулянтів воно суворо лімітується.

Після 2008 р. інвестиційні та комерційні банки, які ще не повністю оговталися від кризи запрошують на роботу сировинних трейдерів, яким обіцяють бонуси у розмірі 1 млн. дол. за сприяння зростанню кількості та обсягів операцій з сировинними деривативами. Сировинні деривативи американських банків за другий квартал 2009 р. виросли на 19% (до 209 млрд. дол.). «Bank of America Corp.» сподівається збільшити штат сировинних аналітиків та трейдерів на найближчі 2–3 роки на 25%. Ці зміни пов'язані із зростанням цін на сировинні товари (нафту, мідь, зерно-ві) при зниженні цін на фондові активи, нерухомість тощо⁵.

Про цю небезпеку також попереджають науковці та співробітники ООН, вказуючи на негативні наслідки спрямування значних коштів на ринки сировинних ф'ючерсів (пам'ятаємо ціну на нафту – 147 дол. за барель у 2008 р., ціну золота у січні 2011 р., що становила більш ніж 1400 дол. за арійську унцію).

Однак і досі банк «Goldman Sachs» і ще одинадцять інвестиційних банків мають право укладати хеджові контракти на сировинні товари, яке отримали у 1996 р. (до цього з 1936 р. хеджерами могли бути лише виробники та переробники сировини, а фінансові інститути та фізичні особи мали право відкривати лише визначену кількість спекулятивних контрактів, що дозволяло відділяти продавців та покупців реальних товарів від тих, хто торгував віртуальністю). Як довготривало буде продовжуватися така практика, покаже час.

Торговельні організації, що діють як хеджери, найбільш активно використовують біржовий механізм. Вони володіють 30–50% неліквідованих на кінець дня контрактів, застосовують всі можливі види хеджування, у них практично кожен контракт на реальний товар закривається угодою на ф'ючерсній біржі. Останніми роками значного поширення набула практика часткового використання ф'ючерсної біржі як страхового органу експортерами та імпортерами при зовнішньоекономічних операціях. Поширилися хеджеві операції через постійний дисбаланс попиту та пропозиції на реальних ринках і неможливість укладення форвардних контрактів на тривалі строки поставок.

Друге місце серед хеджерів посідають переробні фірми, що переробляють сільськогосподарську сировину, паливно-мастильні матеріали, а також кондитерські фабрики, текстильні підприємства тощо.

Третє місце за обсягом укладених хеджевих операцій займають організації, що випускають готову продукцію. При закупівлі сировини для цих організацій найважливішим є забезпечення потреби на товар необхідної якості і кількості у чітко визначені терміни. При цьому зміна цін на сировину є одним із факторів, що визначає витрати. Велике значення у цьому разі має частка сировини у собівартості продукції. Такі організації застосовують селективне і випереджувальне хеджування.

Головною перевагою хеджевих операцій, надзвичайно поширених на ф'ючерсних біржах Заходу, є зниження ризиків можливих небажаних змін цін та курсів.

Саме з цієї причини біржові контракти становлять невід'ємну частку фінансового портфеля експортерів та імпортерів. Біржові ф'ючерсні контракти є однією із трьох складових фінансового забезпечення їхніх потреб у поточних активах поряд

⁵ Банки увеличивают штат и бонусы сырьевых трейдеров на фоне роста цен на медь и нефть [Електронний ресурс] // finance.ua. – 2009. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ru/~1/0/all/2009/08/17/168700>.

із запасами і контрактами на реальний товар з поставкою на термін (форвардами). Співвідношення цих трьох складових залежить від перспектив зміни цін у майбутньому, відмінностей між цінами близьких та віддалених котирувань ф'ючерсних контрактів, рівня позичкового банківського відсотку. Біржові ф'ючерсні контракти фіксують лише рівень цін, їх легко позбутися без додаткових втрат. Це зробити неможливо при укладенні форвардного контракту. Частка ф'ючерсних та опціонних біржових контрактів становить, як правило, 10–20% від річної потреби у поточних активах фірм.

Значною перевагою ф'ючерсних контрактів при хеджуванні є їх велика маневреність при відносно невеликих витратах. При несприятливих змінах цін на ринках сировини або кінцевої продукції ці контракти швидко ліквідуються. Частка запасів товару для забезпечення потреб фірми зростає при збільшенні різниці між цінами віддалених та близьких термінів поставок, а також при зниженні банківського процента. Якщо ж витрати на зберігання не компенсуються, то ф'ючерсні і форвардні контракти вигідніші, оскільки дозволяють економити на зберіганні товарів.

Хеджування допомагає покращити планування діяльності фірми. Зафіксувавши ціну за допомогою ф'ючерсної позиції на достатньо віддалений час, продавець може найбільш вигідно продати свій товар. Покупець також має переваги, оскільки він не залежний від одного продавця і може регулювати терміни поставки, сорт, якість товару. Механізм фіксування ціни на ф'ючерсній біржі дозволяє експортерів домовлятися і продавати товар конкретному вигідному покупцеві, закривши досі продані ф'ючерсні контракти.

Використання біржового механізму виробниками, державними експортними організаціями обмежене. Експортери розглядають біржу як альтернативу реальному ринку. Вони будують тактику біржових операцій на основі співвідношення ринкових цін та індивідуальних витрат на виробництво, обсягів продажу реального товару та виробництва з урахуванням прогнозу цін. Враховується величина базису (різниця між спотовою ціною та біржовими котируваннями), а також терміни платежів за кредитами.

Використання товарних бірж для хеджування залежить від багатьох факторів, зокрема від знання можливостей ф'ючерсної торгівлі і її вигод, від розміру капіталу, що може підлягати ціновому ризику, базису тощо.

В Україні для проведення операцій хеджування мають бути створені відповідні умови:

- ✓ створені ф'ючерсні біржі або майданчики на відповідних товарних і валютних біржах (цей процес уже відбувається на фондовому ринку);
- ✓ заснований клас фінансових посередників, здатних здійснювати спекулятивні угоди з ф'ючерсними контрактами (перебуває на стадії формування);
- ✓ підготовлені кваліфіковані фінансові менеджери для промислових, торговельних фірм та фінансових інституцій, які б могли проводити хеджеві операції (створені спеціальні підприємства, що активно готують цих фахівців).

Для учасників хеджевих операцій неабияке значення має аналіз цінових перспектив та оцінка їх доцільності, адже відкриття ф'ючерсних позицій при неточній оцінці цінової кон'юнктури, в свою чергу, може збільшити фінансові втрати. Крім цього, на відкриття ф'ючерсних позицій та їх утримання також потрібні кошти, де-

позитні та варіаційні внески. Тобто хеджер повинен не лише визначити доцільність хеджевих операцій, а й підрахувати та порівняти вигоди і витрати від цих операцій. Для цього хеджер має оцінити масштаби ризику, причому всіх його видів, і обрати відповідну стратегію хеджування.

Одним з основних і принципових питань є визначення кількості ф'ючерсних позицій, що дозволяють максимально зменшити ризик на реальному ринку. Кількість контрактів, необхідних для хеджу, визначається як співвідношення ф'ючерсних та спотових позицій:

$$h = \frac{V_F}{V_S}.$$

Для визначення коефіцієнта кореляції між цінами спотового та ф'ючерсного ринків застосовується формула:

$$corr_{xy} = \frac{cov_{xy}}{\sigma_x \sigma_y},$$

де $corr_{xy}$ – коефіцієнт кореляції змінних X і Y ;

σ_x – стандартне відхилення змінної X ;

σ_y – стандартне відхилення змінної Y ;

$$cov_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (r_{xi} - \bar{r}_x)(r_{yi} - \bar{r}_y)}{n},$$

де σ_x – стандартне відхилення значень ряду X ;

σ_y – стандартне відхилення значень ряду Y .

Для визначення величини цього співвідношення та ймовірності його істотних змін використовується метод найменших квадратів або рівняння лінійної регресії:

$$y = a + bx.$$

У процесі аналізу, крім лінійної, використовується і множинна регресія. Фінансові аналітики хеджевих фондів застосовують комп'ютерні програми, визначають можливі зв'язки між цінами потрібних інструментів для хеджування і оцінюють вплив на них інших факторів фінансового та товарного ринків. Такими факторами можуть бути прогнози урожаю, врожайність, запаси продукції, прибутковість тощо.

Кутовий коефіцієнт регресії є мірою середньої відносної змінності прибутковості двох інструментів. Оптимальний хедж західні економісти⁶ визначають як відношення ф'ючерсних контрактів до спотових позицій, що мінімізує дисперсію прибутковості хеджованих позицій. Л. Едерингтон визначає оптимальний коефіцієнт хеджування, що, як правило, позначається буквою h , через коефіцієнт регресії b , який, у свою чергу, визначається за формулою:

$$b = \frac{\sigma_{CF}}{\sigma_F^2},$$

⁶ Ковни Ш. Стратегії хеджирования / Ш. Ковни, К. Такки. – М. : ИНФРА-М, 1996. – С. 14.

де σ_{CF} – конваріація між прибутковістю і ціною ф'ючерсного та спотового інструментів;

σ_F^2 – дисперсія прибутковості або ціни ф'ючерса.

Кількість необхідних для хеджу ф'ючерсних контрактів можна визначити за формулою:

$$\text{Кількість контрактів} = \frac{\text{Номінальна вартість відкритої спотової позиції} \times \text{Кутовий коефіцієнт регресії}}{\text{Номінальна величина коефіцієнта ф'ючерсного контракту}}$$

Аналіз тривалості використовується на фінансових ринках для оцінки відсоткового ризику. Тривалість характеризує зважений час між купівлею інструменту, наприклад, облігації, та отриманням доходу від володіння нею. Для визначення *тривалості*, або *дюрації*, використовують формулу Ф. Макуолі:

$$dur = \sum_{t=1}^n \frac{t \times (C_t) / (1+r)^t}{P},$$

де C – відсоткові виплати за період t ;

t – проміжок часу;

n – термін відшкодування;

r – прибутковість до відшкодування;

P – ринкова ціна.

У 80-х рр. XX ст. економісти Б. Уодреп та Дж. Бак вивели формулу залежності між трьома категоріями відсоткового ризику: еластичністю відсоткової ставки, систематичним коефіцієнтом та тривалістю. Еластичність визначали як реакцію зміни ринкового курсу цінних паперів на зміну відсоткових ставок:

$$el = (dP/P) \times (dr/r),$$

де P – ринкова ціна;

dr – зміна прибутковості;

dP – зміна ціни;

dr і dP – обмежена залежність.

Д. Фіцджеральд визначив коефіцієнт хеджування на основі тривалості контракту за формулою:

$$h = \frac{1 + r_F \times P_S \times D_S}{1 + r_S \times P_F \times D_F},$$

де r_S – прибутковість до відшкодування спотової облігації;

P_S – ринкова ціна спотової облігації;

D_S – тривалість спотової облігації;

r_F – прибутковість до відшкодування ф'ючерсного контракту на облігацію;

P_F – ринкова ціна ф'ючерсного контракту на облігацію;

D_F – тривалість ф'ючерсного контракту на облігацію.

19.3. Досконале хеджування цінових ризиків на ринках сільськогосподарської сировини

Хеджеві операції рееструються на ф'ючерсній біржі шляхом відкриття спеціального хеджевого рахунка. Хеджер може страхувати свою позицію з допомогою продажу або купівлі ф'ючерсного контракту. До страхування продажем хеджер вдається тоді, коли в майбутньому йому потрібно виконати аналогічну операцію на реальному ринку (приклад 19.1).

Отже, як бачимо з прикладу 19.1, продаж ф'ючерсних контрактів задовго до збирання врожаю дозволив фермерові застрахуватися від ризику зниження цін у майбутньому.

Приклад 19.1

Спотова ціна на кукурудзу 15 квітня становить 680 ¢/бушель. Фермер планує отримати урожай 25 000 бушелів. Собівартість уже відома – 500 ¢/бушель. У фермера немає контракту на поставку кукурудзи. Він повезе урожай на ринок у вересні. Якщо до того часу ціни підвищаться, він отримає вищий дохід, ніж очікував; якщо ж знизяться, то фермер матиме збитки. Не бажаючи ризикувати, він 15 квітня вирішує продати кукурудзу по 700 ¢/бушель на ф'ючерсній біржі, тобто за ціною вересневого ф'ючерсного контракту. Для цього він на ф'ючерсній біржі через хеджера відкриває позицію продавця п'ятьох вересневих контрактів. Його депозитний внесок становить 2% від вартості контрактів:

$$D = 5 \times 5\,000 \times 700 \times 0.02 = \$3\,500.$$

Ці кошти для утримання позиції фермер вносить до розрахункової палати біржі на свій субрахунок, який для нього відкриває брокер-хеджер на своєму рахунку. На момент збирання врожаю, 15 вересня, спотова ціна становила 680 ¢/бушель. Фермер відвозить кукурудзу на найближчий елеватор і виторгує на

$$(700 - 680) \times 5\,000 \times 5 = \$5\,000 \text{ менше, ніж планував.}$$

Проте на ф'ючерсному ринку він має вигреш на розрахунковому рахунку:

$$3\,500 + (700 - 680) \times 5\,000 \times 5 = \$8\,500.$$

Він виграв 5 000 дол. при зниженні цін, коли продавав контракти за 700 ¢/бушель.

Не маючи кукурудзи для поставки, фермер закриває позицію на ф'ючерсному ринку, ліквідувавши (викупивши контракти) позицію продавця за новою ціною 680 ¢/бушель.

Якби на момент збирання врожаю спотова ціна зросла до 320 ¢/бушель, то, продаючи на реальному ринку кукурудзу, фермер отримав би прибуток більший, ніж планував. Однак цього не трапиться, оскільки і ф'ючерсні ціни зростуть приблизно до такої самої позначки. Закриваючи позицію, фермер втратить 20 ¢/за бушель на ф'ючерсному ринку. Однак його сукупний дохід на обох ринках залишиться таким, як він планував – за зерно він виторгує по 300 ¢/бушель за собівартості 230 ¢/бушель.

До хеджування купівлею вдається той учасник ринку, що планує купувати товар (приклад 19.2).

Приклад 19.2

30 серпня представникові кондитерської фірми запропоновано контракт на поставку у грудні місячної норми виробництва кондитерських виробів до Різдвяних свят. Для цього йому необхідно закупити цукор у жовтні. З метою страхування від зростання цін у вересні він купує жовтневі ф'ючерсні контракти по 240 дол. за тонну. Через два місяці він купує цукор на спотовому ринку по 260 дол. за тонну, однак на ф'ючерсному ринку його депозит збільшився на суму 20 \$/за тонну, оскільки ф'ючерсна ціна також зросла до 260 дол. за тонну. Фактично за підсумками двох операцій на реальному та ф'ючерсному ринках виробник закріпив за собою попередню ціну цукру, яку й закладав у собівартість виготовлення кондитерських виробів. Без ф'ючерсного ринку його прибутки зменшилися би на 20 дол. за тонну.

Покажемо на прикладі, як хеджування допомагає поліпшити планування діяльності фірми. Зафіксувавши ціну за допомогою ф'ючерсної позиції на достатньо віддалений час, продавець може найбільш вигідно продати свій товар. Покупець також має переваги, оскільки він незалежний від одного продавця і може регулювати терміни поставки, сорт, якість товару. Механізм фіксування ціни на ф'ючерській біржі дозволяє експортерів домовлятися і продавати товар конкретному вигідному покупцеві, закривши досі продані ф'ючерсні контракти.

Приклад 19.3

Асоціація фермерів після збору врожаю перед формуванням структури посівних площ на наступний рік приймає рішення, яку культуру більш вигідно виростити, щоб частину врожаю експортувати. Як правило, фінансисти цієї асоціації разом з окремими фермерами оцінюють собівартість вирощення культур і порівнюють їх з біржовими котируваннями тих термінів, коли буде зібрано майбутній урожай. Експортувати планується з площі 100 га, на якій можна вирощувати озиму пшеницю, кукурудзу або соєві боби (відповідно 10 000 бушелів пшениці, 20 000 бушелів кукурудзи або 5 000 бушелів соєвих бобів). Фінансистів асоціації будуть цікавити реалізаційні ціни.

Розглянемо конкретні он-лайн-ф'ючерсні котирування (CME Group) за липень 2014 р. Як свідчать дані котирувальної таблиці, на біржі склалося співвідношення цін майбутнього врожаю до початку осінньої посівної кампанії, яке при очікуваному врожаї та витратах на виробництво дозволяє як основну експортну культуру обрати кукурудзу. Тобто фінансисти асоціації не радять сіяти озимої пшениці і всі посівні роботи виконати навесні. Щоб гарантувати отримання запланованої кількості валюти, фінансисти продають 4 ф'ючерсних липневих контракти на кукурудзу з поставкою в наступному році за 508 ¢/бушель. Якщо ціни у зв'язку з добрим урожаєм у США, країнах ЄС, Таїланді знизилися до 498 ¢/бушель, змінилося і співвідношення цін на різноманітні культури. Проте для асоціації ціна зафіксована. У вересні вони зібрали врожай, знайшли покупця і в жовтні реалізували товар, одночасно викупивши біржові контракти.

WHEAT Futures (CME Group)							
	Last	Change	Prior Settle	Open	High	Low	Volume
Jul	737'6	+8'6	729'0	733'4	744'0	723'6	40,263
CORN Futures (CME Group)							
Jul	515'0	+7'0	508'0	507'2	516'4	502'0	77,366
SOYBEANS futures (CME Group)							
Jul	1455'6	-7'4	1463'2	1464'6	1464'6	1443'2	61,178

Місяці	Реальний ринок	Ф'ючерсний ринок
Вересень 1-го року	Спотова ціна 500 ¢/бушель. Приймається рішення про вирощування кукурудзи	Відкривається «коротка» ф'ючерсна позиція на 4 контракти на кукурудзу по 508 ¢/бушель
Жовтень 2-го року	У зв'язку з високими врожаями в основних експортерів кукурудзи спотова ціна знизилася до 498 ¢/бушель	Ліквідація позиції через викуп контрактів по 498 ¢/бушель
Результат	-2 ¢/бушель, загальні збитки: 20000 x 0,02 = -\$400	+10 ¢/бушель, загальні прибутки: 20000 x 10 = +\$2000

Отже, в результаті хеджування (приклад 19.3) фінансисти асоціації не лише допомогли агрономам прийняти правильне рішення щодо вирощування прибуткової культури, а й отримали додатковий прибуток від хеджевих операцій.

Як показник, що відображає використання ф'ючерсного ринку, застосовують коефіцієнт хеджування, про який згадувалося. Він визначається як відношення кількості відкритих контрактів або неліквідованих зобов'язань хеджерів до величини капіталу, яка підлягає ціновому ризику. Останніми роками коефіцієнт хеджування в країнах Заходу зріс. Це означає, що учасники ринку щораз частіше використовують ці фінансові послуги. Ф'ючерсні ціни найближчих термінів поставки та ціни спот на певні активи відрізняються на величину базису. Ціна реального товару складається з базису і ф'ючерсної ціни. Базис може змінюватися під впливом таких факторів:

- ✓ невикористана продукція попереднього року;
- ✓ прогнози на виробництво у біржовому році;
- ✓ рівень попиту та пропозиції;
- ✓ імпорт та експорт;
- ✓ витрати на зберігання;
- ✓ вартість страхування;
- ✓ проблеми транспортування;
- ✓ сезонні цінові коливання;
- ✓ політика державних органів.

Хеджери вважають базис єдиним показником, що характеризує ціну біржової хеджевої угоди. Наприклад, якщо у вересні спотова ціна відрізняється від ф'ючерсного котирування у вересні на $\frac{1}{2}$ цента, то, як правило, вважають, що базис становить $\frac{1}{2}$ цента до вересневого котирування. Різниця між величиною базису при купівлі або продажі визначає прибутки або збитки хеджера. При хеджевій операції учасника ринку цікавить передусім величина базису, накладні видатки і можливість отримання прибутків.

Базисний ризик для активів, що застосовуються для інвестування, а саме золота, срібла, валюти, індексів, виникає здебільшого через коливання рівня безризикової відсоткової ставки.

На момент укладення ф'ючерсного контракту базис дорівнює:

$$b_1 = S_1 - F_1,$$

де b_1 – базис;

S_1 – спотова ціна;

F_1 – ф'ючерсна ціна.

При ліквідації позиції базис становить:

$$b_2 = S_2 - F_2.$$

Якщо біржовик продавав контракт, то сума, отримана від усієї операції в результаті хеджування, дорівнює ціні спот плюс виграш/програш за ф'ючерсною позицією, тобто:

$$S_2 + (F_1 - F_2) = F_1 + (S_2 - F_2) = F_1 + b_2.$$

Якщо біржовик купував контракт, то сума, яку він витратив на операцію, становитиме:

$$S_2 + (F_1 - F_2) = F_1 + b_2.$$

Базисний ризик буде тим вищий, чим більша різниця між моментами хеджу та закінченням дії ф'ючерсного контракту. Загальне правило, яке застосовують хеджери, таке: місяць поставки за ф'ючерсним контрактом повинен настати пізніше, ніж закінчиться період хеджування. Хеджування з допомогою найближчого місяця ф'ючерса називається *спотхеджуванням*.

Базисний ризик збільшується тоді, коли немає ф'ючерсного аналога активу реального ринку. Тоді для страхування обирається споріднений актив. Така операція називається *кросхеджуванням*.

Для хеджування своєї позиції інвестор визначає кількість ф'ючерсних контрактів, які потрібно купити або продати.

За умови повного хеджу кількість ф'ючерсів визначається за формулою:

$$\text{Кількість ф'ючерсів} = \frac{\text{Обсяг спотової угоди}}{\text{Кількість одиниць активу у ф'ючерсі}}$$

Приклад 19.4

У жовтні російський експортер підписав контракт на поставку товару і в грудні очікує надходження 300 тис. дол. США. На момент підписання форвардного контракту він приймає рішення застрахувати майбутнє надходження валюти шляхом продажу 1 000 дол. ф'ючерсних контрактів на Московській товарній біржі (МТБ) з поставкою у грудні. Ціна ф'ючерсів – 30,3 руб. за дол. Хеджер продає 300 контрактів:

$$\frac{300000}{1000} = 300 \text{ контрактів.}$$

Однак до повного хеджування не завжди можна вдаватися. Хеджери, як правило, визначають оптимальний коефіцієнт хеджування. Цей коефіцієнт визначено за допомогою методів статистичного аналізу, однак портфельні хеджери роблять це за формулою:

$$V_p = V_s - hV_f,$$

де V_p – вартість портфеля;

V_f – вартість ф'ючерсних контрактів;

V_s – спотова вартість активу;

h – коефіцієнт хеджу.

З урахуванням коефіцієнта кількість ф'ючерсів, необхідних для хеджу, становить:

$$\text{Кількість ф'ючерсів} = \frac{\text{Кількість одиниць активу, який хеджується} \times h}{\text{Кількість одиниць активу у ф'ючерсі}}$$

Коефіцієнт хеджування встановлює кореляцію між стандартним відхиленням ціни активу, що хеджується, і ф'ючерсною ціною.

Якщо інвестор впевнений у своїх прогнозах щодо майбутніх подій на ринку, він укладає ф'ючерсний контракт. Однак при помилкових умовах такого контракту ін-

вестор зазнає відчутних збитків. Для обмеження свого фінансового ризику інвестор, як правило, хеджується за допомогою опціонних контрактів. Опціонні контракти дозволяють інвесторові обмежити його ризик тільки певною сумою, яку він втрачає при несприятливому перебігу подій.

Широкого застосування на біржових ринках набули опціони, основою яких є акції. Однак упродовж 15 років інтенсивно застосовуються опціони на ф'ючерсні контракти з різними активами.

Найбільш популярними опціонами на ф'ючерси є контракти з казначейськими облігаціями США, зерном, соєвими бобами, нафтою, живою худобою, золотом, євродоларами, конвертованою валютою.

Приклад 19.5

Інвестор купив американський опціон на ф'ючерсний контракт на поставку 20 000 бушелів пшениці по 490 \$/бушель. Через якийсь період ціна зросла до 511 \$/бушель. Інвестор виконує опціон, відкриваючи довгу позицію за 4 ф'ючерсними контрактами. Виграш становить:

$$(511 - 490) \times 20\,000 = \$4\,200.$$

Ф'ючерсні контракти, як правило, починають діяти одразу після закінчення терміну дії опціону. На момент укладення контракту ціна зафіксована, і його можна закрити без втрат.

19.4. Здійснення хеджевих операцій з урахуванням реальних ситуацій на ринках

За характером операції хеджування поділяється на дві групи.

Перша – *хеджування купівлею*, або «довге» (*buying or long hedge*) – укладання інвестором (торговцем) контракту для страхування від можливого зростання ціни при придбанні в майбутньому відповідного товару (активу). Контракт, куплений у зв'язку з підвищенням цін, називається «довгим», або «лонг», і його покупець перебуває в позиції «лонг».

Друга група – *хеджування продажем*, або «коротке» (*selling or short hedge*), – укладання виробником (власником товару) контракту для захисту від можливого зниження ціни при продажі у майбутньому товару (активу), обтяженого обов'язковою поставкою у певний термін. Товар (актив) може бути виробленим або виробленим у майбутньому. Такий контракт називається «коротким», або «шот», і продавець цього контракту перебуває у позиції «шот». За умови підвищення ціни позиція «лонг» виграє, а позиція «шот» – програє.

Загалом біржова ситуація, коли ціни на реальний товар вищі від цін при поставці на термін, а ціни на товар (актив) з близькими термінами поставки вищі, ніж за віддаленими, позначається терміном «*беквордейш*» (*backwardation – inverted market*), або «*перевернутий ринок*». В іншому разі, коли ціни на реальний товар (актив) нижчі, ніж ціни при поставці на термін, а ціни на товар з віддаленими строками поставки вищі, ніж з близькими, використовується термін «*контанго*» (*contango – normal market*), або «*нормальний ринок*».

Хеджування продажем

Хеджер купує і продає одночасно на ринках реального товару та ф'ючерсному. Ф'ючерсний ринок використовує для захисту своїх позицій на реальному ринку. Втрата на одному ринку означає вигреш (прибуток) на іншому, бо, як правило, одночасно відкриваються дві різних позиції. Залежність між двома ринками є постійною, оскільки ціни на них однаково реагують на зміну попиту та пропозиції.

Якщо власник ресурсів (сировини) на спотовому ринку втрачає, то ф'ючерсну позицію можна закрити з виграшем. Так само і виробник, який купує сировину для прибуткового завершення операції, продає, а через певний термін купує ф'ючерсний контракт. Кількість хеджів продажем та хеджів купівлею має бути однаковою. Однак на практиці так трапляється рідко. Тобто насправді дві сторони не завжди готові одночасно укласти ф'ючерсний контракт. Може статися так, що вони бажають одночасно лише купити або лише продати. Деякі хеджери не знаходять контрагента, інтереси якого збігалися би з їхніми. У цьому випадку функцію другої сторони беруть на себе спекулянти. Саме вони заповнюють сегмент, який утворюється між хеджами на купівлю і хеджами на продаж. Якщо в майбутньому хеджер використовує спекулянтів як андерайтерів, а ф'ючерсний контракт – як страхування від ризику, то ризик переноситься з хеджера на спекулянта. Сьогодні хеджери не є малою групою учасників ф'ючерсної торгівлі, які складаються з виробників та споживачів сільськогосподарської продукції. Кількість хеджерів невпинно зростає, як зростає і кількість біржових товарів та прагнення інвесторів захистити себе від можливих втрат.

Хеджування складається з трьох основних елементів.

Перший пояснює тип хеджевої угоди і позицію, відкриту хеджером; кількість активів, якими володіє хеджер; кількість зобов'язань, які має або буде мати; кількість послуг, які надає, купує або збирається надавати хеджер.

До *другого* належить продаж контрактів з поставкою в майбутньому на реальному ринку. Цей продаж можна обмежити відповідними умовами, а саме:

- ✓ продаж товару з поставкою в майбутньому не має перевищувати на біржі обсягів операцій на спотовому ринку;
- ✓ сума купленого за фіксованими цінами товару або кількість товару, що є у власності хеджера, не може перевищувати кількості ф'ючерсних позицій;
- ✓ сума ф'ючерсних позицій не повинна перевищувати також річного запасу активів, причому учасник ринку не може утримувати такої кількості ф'ючерсних контрактів протягом останніх п'яти днів торгівлі цими контрактами.

Купівля реального товару з поставкою в майбутньому не має перевищувати:

- ✓ продажу реального товару за фіксованими цінами;
- ✓ кількісного еквіваленту продажу конкретного товару, аналогічного до товару під ф'ючерсним контрактом;
- ✓ річної потреби сировини для виробництва; такої кількості ф'ючерсних позицій не можна утримувати протягом п'яти останніх днів торгівлі.

Третій елемент свідчить про пільги кредитування та оподаткування.

Більшість учасників ринку не має мети отримати спекулятивний прибуток при зростанні чи зниженні цін на товарних та фінансових ринках. Їх основні доходи

формується від реалізації товарів та надання послуг. Для захисту цього доходу від зниження цін на товари і послуги вони хеджують ризик шляхом продажу певної кількості ф'ючерсних контрактів, що приблизно однакова за обсягами реалізації або закупівлі товарів на реальних ринках.

Хеджування продажем передбачає таку мету:

- ✓ захист товарних запасів, не закритих реальними форвардами від зниження цін у майбутньому;
- ✓ отримання певної винагороди за зберігання;
- ✓ захист спотової ціни товару, що буде виготовлений у майбутньому.

Продавець може, якщо він має від цього прибуток, поставити реальний товар під ф'ючерсний контракт або продати реальний товар на спотовому ринку і одночасно ліквідувати «коротку» ф'ючерсну позицію шляхом укладання оберненої офсетної угоди.

Більшість зернових культур, які вирощують фермери, на шляху до кінцевого споживача проходить через елеватор. Оскільки про купівлю врожаю можна домовитися наперед, елеватор купує зерно одразу або бере його від фермера на зберігання до майбутнього продажу. Коли право власності на товар переходить до елеватора, він бере на себе всі ризики від зміни цін.

Елеватори також можуть хеджувати свою закупівлю зерна через продаж його кінцевим споживачам з поставкою у майбутньому. Таке хеджування можливе завдяки тому, що ціна на зерно погоджується на момент укладання контракту. Це суттєво зменшує фінансові втрати елеватора від випадкових коливань цін. У контракті на поставку в майбутньому (форвард) визначаються умови продажу та термін поставки, що може коливатися від п'яти днів до кількох місяців.

Форвардні угоди можна здійснювати на умовах FOB згідно з «Incoterms 2010» та «Прибуття до...» (до визначеного періоду або місця призначення). Хеджування реальних закупівель можливе шляхом продажу ф'ючерсних контрактів на суму, еквівалентну сумі форвардних угод. Такий хедж застосовується лише на найближчій періоді, оскільки поставка проводитиметься за найближчою спотовою ціною.

Хеджування продажем застосовують також виробничі та переробні фірми. Виробники муки, переробники соєвих бобів, кавових зерен, кондитерські фірми тощо для підтримки рівня виробництва повинні мати певні запаси сировини, особливо в період між збиранням врожаїв. Це значною мірою збалансовує поставку матеріальних ресурсів і дозволяє підтримувати виробництво впродовж року.

Приклад 19.6

У жовтні торговий агент державного елеватора купує 40 000 бушелів соєвих бобів. Він погоджує ціну поставки, яка разом з транспортними й страховими витратами наближається до спотової ціни 1470 \$/бушель.

Одночасно фінансист елеватора, бажаючи захистити запаси зерна, продає 8 листопадових ф'ючерсів на 40 000 бушелів по 1473 \$/бушель.

Тепер для елеватора немає різниці, як змінюватиметься ціна (зростати чи знижуватися), оскільки втрати на одному ринку компенсуються вирашем на іншому.

У листопаді торговий агент продає соєві боби в Чикаго за існуючою на той момент спотовою ціною 1400 \$/бушель (знизилася на 70 \$/бушель). Ф'ючерсна ціна також знизилася на 70 \$/бушель, і фінансист отримує аналогічний вираш, закриваючи ф'ючерсну позицію.

Продовження прикладу 19.6

Отже, втрата 70 ¢/бушель на реальному ринку компенсується виграшем на ф'ючерсному, фінансист елеватора повністю нейтралізує ризик, обравши найближчий місяць ф'ючерса до моменту продажу на реальному ринку.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
15 жовтня, купівля 40 000 бушелів соєвих бобів, ціна – 1470 ¢/бушель	15 жовтня, продаж 8 листопадових контрактів, ціна – 1473 ¢/бушель
15 листопада, продаж 40 000 бушелів соєвих бобів, ціна – 1400 ¢/бушель	15 листопада, купівля 8 листопадових контрактів, ціна – 1403 ¢/бушель
Втрати – 70 ¢/бушель, 28 000 дол. на партії	Виграш – 70 ¢/бушель, 28 000 дол. на 8 контрактах
Загальний результат: збереження рівня ціни та прибутковості	

Виробник певного виду продукції або переробник сировини сезонного виробництва може захиститися від втрат, пов'язаних зі зміною ціни, двома шляхами: укласти форвардний контракт з фіксованою ціною або виконати хеджеву операцію на ф'ючерсному ринку.

Приклад 19.7

Виробник кави закуповує достатню кількість зерна для виробництва кінцевої продукції. Для захисту цих запасів кавових зерен від цінових коливань фінансист компанії може продати певну кількість ф'ючерсних контрактів на суму, еквівалентну вартості запасів. Коли виробник використовує кавові зерна для виробництва кави, фінансист закріє позицію на ф'ючерсному ринку.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
15 вересня, придбання 75 000 фунтів зерен кави, ціна – 215 ¢/фунт	15 вересня, продаж 2 контрактів, ціна – 220 ¢/фунт
15 березня, використане зерно для переробки, існуюча ціна на зерно – 170 ¢/фунт, ціна на каву також знизилася на 45 ¢/фунт	15 березня, купівля 2 контрактів, ціна – 175 ¢/фунт
Втрати: 45 ¢/фунт, 33 750 дол. у процесі переробки кави	Виграш: 45 ¢/фунт 33 750 дол. на двох контрактах, які повністю відшкодовують втрати в процесі переробки кави

Хеджування продажем широко застосовується торговельними фірмами з метою відшкодування витрат на зберігання товарних запасів. Якщо, наприклад, на елеваторі або в холодильнику є досить місця для зберігання товарів, можна їх складувати з метою подальшого перепродажу. Одночасно фінансисти цих фірм відкривають ф'ючерсні позиції на товари, аналогічні до тих, що зберігаються на складі, як правило, на ту саму суму. На ф'ючерсних контрактах заробляють гроші, що сплачуються за зберігання товарів на складі. Як тільки торгові агенти фірм знаходять вигідні пропозиції щодо купівлі їх товарів, ф'ючерсні позиції закриваються.

Вище згадувалося, що найбільш поширений вид хеджування – рутинне. Це хеджування майбутніх цін фермерами, які, незважаючи на економічний стан та політичні тенденції, вирощують свої врожаї і хеджують їх на ф'ючерсних ринках.

Хеджування купівлею

Хеджування продажем має захистити виробника від зниження цін на момент продажу. Покупець у цьому разі має протилежний ризик. Експортери і виробники переважно продають товари з форвардними поставками. Форвардні контракти бувають закриті й незакриті наявністю реального товару. Незакритий контракт – це форвард, коли продається товар, якого немає. Для захисту майбутніх закупівель для поставки за укладеним форвардом застосовують хеджування купівлею. Секретом успіху хеджування купівлею є те, що відкриття ф'ючерсної позиції має збігатися з термінами поставки за форвардними контрактами, що дуже важливо.

Хеджування купівлею використовується з такою метою:

1. Захист незакритих форвардних контрактів на продаж сировини або переробленої продукції з цієї сировини.

2. Підтримка ціни на товари з фіксованими цінами.

До хеджевих операцій вдаються експортери, які широко використовують ф'ючерсний ринок для хеджування незакритих форвардних продажів індивідуальним покупцям. Будь-який експортер може отримати замовлення від потенційного покупця на негайну поставку товару. Щоб виконати такі замовлення, експортер повинен володіти товаром. Для страхування цих запасів або майбутніх закупівель експортер використовує ф'ючерсний ринок, купуючи відповідну кількість ф'ючерсних контрактів. Пізніше, коли експортер купує реальний товар для поставки за кордон, він може ліквідувати ф'ючерсну позицію двома шляхами:

- ✓ продаючи ф'ючерсний контракт;
- ✓ обмінюючи ф'ючерс на готівку (*ex-pit transaction*), що означає «поза залогом біржі».

Приклад 19.8

15 червня прокатне підприємство отримало замовлення на мідний дріт з поставкою 15 вересня. Базуючись на спотовій ціні міді – 3058 \$/фунт – і виробничих витратах підприємства, фінансисти встановлюють ціну на мідний дріт і укладають контракт на його поставку. Оскільки з моменту підписання угоди до моменту поставки мине 6 місяців, а розмір складських приміщень не дозволяє на момент підписання контракту закупити мідь, фінансисти вирішують провести хеджеві операції на ф'ючерсній біржі. Оскільки міді для переробки на мідний дріт використано 100 000 фунтів, відкривається позиція на 4 ф'ючерсних контракти по 3050 \$/фунт.

4 серпня постачальники міді пропонують підприємству мідь за спотовою ціною 3080 \$/фунт. Воно укладає угоду і одночасно закриває ф'ючерсні позиції. Оскільки ціни на мідь зросли на обох ринках, хедж стає вигідним, він компенсує втрати від придбання міді.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
15 червня, укладено незакритий форвардний контракт на поставку мідного дроту. В калькуляцію закладено спотову ціну 3058 \$/фунт, потреба міді для виконання контракту 100 000 фунтів	15 червня, купівля 4 вересневих ф'ючерсних контрактів на мідь по 3050 \$/фунт
15 серпня, купівля 100 000 фунтів міді по 3080 \$/фунт	15 серпня, продаж 4 контрактів, ціна – 3082 \$/фунт
Втрати: 22 \$/фунт, 22 000 дол. при закупівлі міді	Виграш: 32 \$/фунт 32 000 дол. на 4 контрактах, які повністю відшкодовують втрати при придбанні міді і дозволяють отримати додатковий прибуток 10 \$/фунт, або 10 000 дол.

Хеджування купівлі застосовують виробники товарів з фіксованими цінами. Ф'ючерсна торгівля в цьому разі дозволяє виробникам задовольнити свої потреби сировини з певною вигодою. Замість реального придбання купують ф'ючерсні контракти, що дозволяє уникнути витрат на зберігання товарів.

Приклад 19.9

15 жовтня торговець на спотовому ринку закупив 100 тис. фунтів бавовни у фермера по 82 ¢/фунт з поставкою в грудні. Для відшкодування витрат на складування торговець продає два грудневих ф'ючерсних контракти по 86 ¢/фунт. 15 листопада торговець продає бавовну по 79 ¢/фунт і закриває ф'ючерсну позицію за ціною 82 ¢/фунт.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
15 жовтня, купівля 100 000 фунтів бавовни по 82 ¢/фунт	15 жовтня, продаж 2 контрактів по 86 ¢/за фунт
15 листопада, продаж 100 000 фунтів бавовни по 79 ¢/фунт	15 листопада, купівля 2 контрактів по 82 ¢/за фунт
Втрати: 3 ¢/фунт + 2 ¢/фунт (витрати на зберігання) = 5 ¢/фунт, або 5 000 дол.	Виграш: 5 ¢/фунт, або 5 000 дол. на 2 контрактах, що повністю відшкодовує втрати від зміни ціни та зберігання, що дозволяє отримати додатковий прибуток 1 ¢/фунт, або 1 000 дол.

З наведених прикладів видно, що до хеджування на зарубіжних ринках вдаються представники різних видів бізнесу. Це дозволяє страхуватися від несприятливих змін ціни і забезпечити заплановану норму прибутку. Хеджеві операції також можуть відшкодовувати вартість витрат на зберігання, тому учасники ринку використовують хеджування купівлі.

19.5. Особливості хеджування цінових ризиків ринку реальних товарів

Усі наведені вище приклади ілюстрували *досконалий хедж*. Досконалий у тому розумінні, що реальні спотові і ф'ючерсні ціни рухалися догори і вниз однаково, забезпечуючи таким чином повний захист від фінансових втрат. Різниця між спотовою і ф'ючерсною цінами – *базис* – була незмінною. Однак насправді ці ціни змінюються з різним базисом, що, в свою чергу, може призвести до додаткових втрат від ф'ючерсних операцій.

Хоча базис постійно змінюється, ці зміни можна передбачити, оскільки спотова і ф'ючерсна ціни мають тенденцію зближуватися на період поставки. Ефективність хеджу залежить від ситуації на:

- ✓ нормальному ринку;
- ✓ перевернутому ринку.

З використанням тенденції *розширення базису* застосовується хеджування продажем. У попередньому прикладі ф'ючерсна ціна завжди була відносно спотової

вищою або з повною премією, яка повністю відшкодувала витрати на зберігання бавовни впродовж місяця. Однак так буває не завжди. Є ситуації на ринку, коли ф'ючерсна ціна з премією (вища, ніж спотова) не відшкодує повних витрат на зберігання товару. В цьому разі хедж не дає повного захисту і, навпаки, може призвести до збільшення втрат за умови розширення базису.

Приклад 19.10

У жовтні торговець купує 300 тюків (150 тис. фунтів) бавовни по 79 ¢/фунт. Одночасно він продає 3 грудневих ф'ючерських контракти по 81 ¢/фунт. Сортуючи бавовну, торговець визначає, що вона коштуватиме дешевше за грудневий ф'ючерський контракт на 75 пунктів. Купівельний базис торговця становить 200 пунктів (2 ¢/фунт). У даний момент торговець не може продати бавовну за аналогічною ціною. 1 листопада він знаходить покупця, який згоден купити бавовну за ціною, що на 75 пунктів нижча від грудневого ф'ючерса, який у цей момент продається по 79 ¢/фунт. В угоді вказується ціна 78.25 ¢/фунт. Втрати відшкодує закриття ф'ючерсної позиції по 78 ¢/фунт.

Торговець правильно передбачив, що його дохід становитиме 3 375 дол., оскільки він купив бавовну при базисі 200 пунктів і продав при 75 пунктах. Його прибуток отриманий у результаті зміни базису (зменшення різниці між спотовою та ф'ючерсною цінами). Хоча обидві ціни знижувалися в одному напрямку, реальна спотова знижувалася повільніше.

Використавши цю тенденцію, яка називається звуження базису, торговець, навіть за умови продажу бавовни дешевше, ніж ціна придбання, отримав прибуток, використовуючи ф'ючерський ринок.

Спотовий ринок	Ф'ючерський ринок
1 жовтня, купівля 150 000 фунтів бавовни по 79 ¢/фунт	1 жовтня, продаж 3 контрактів по 81 ¢/фунт
1 листопада, продаж 150 000 фунтів бавовни по 78.25 ¢/фунт	1 листопада, купівля 3 контрактів по 78 ¢/фунт
Втрати: 0.75 ¢/фунт, або 1125 дол.	Виграш: 3 ¢/фунт, або 4 500 дол. на 3 контрактах, що повністю відшкодовують втрати від зміни ціни та зберігання і дозволяють отримати додатковий прибуток у розмірі 2.25 ¢/фунт, або 3 375 дол.

Приклад 19.11

20 серпня спотова ціна на бавовну нижча від грудневого ф'ючерсного контракту на 200 пунктів (2 ¢/фунт) і становить 71.50 ¢/фунт.

Ф'ючерсна ціна на грудневий контракт становить 73.50 ¢/фунт. Якщо витрати на зберігання бавовни становлять приблизно 75 пунктів, або 0.70 ¢/фунт, або 375 дол. на контракт впродовж місяця, то за умови зберігання бавовни протягом 4 місяців до грудня базис між ф'ючерсною та спотовою цінами має становити 300 пунктів, щоб відшкодувати витрати на зберігання.

Якщо торговець купує бавовну 20 серпня і одночасно продає грудневі ф'ючерси з базисом 200 пунктів, то коли грудневий ф'ючерс у майбутньому перевищить спотову ціну на 300 пунктів, будуть відшкодовані лише витрати на зберігання. Ризик такого хеджу обмежений різницею між поточним базисом і витратами на зберігання. Зниження відбувається на 75 пунктів щомісячно:

- ✓ 20 серпня – 225 пунктів,
- ✓ 20 жовтня – 150 пунктів,
- ✓ 20 листопада – 75 пунктів,
- ✓ 20 грудня – 0.

Продовження прикладу 19.11

Максимальний теоретичний ризик, якщо торговець продасть бавовну 20 вересня і закриє ф'ючерсну позицію, становить 25 пунктів. Купівельний базис – 200 пунктів, продажний – 25. Різниця 25 пунктів – це втрати.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
20 серпня, купівля 100 000 фунтів бавовни по 71.50 ¢/фунт	20 серпня, продаж 2 груд- невих ф'ючерсних контрак- тів по 73.50 ¢/фунт	20 серпня, – 200 пунктів до грудня
20 вересня, продаж 100 000 фунтів бавовни по 70.75 ¢/фунт	20 вересня, купівля 2 груд- невих ф'ючерсних контрак- тів по 73 ¢/фунт	20 вересня, – 225 пунктів до грудня
Втрати: $0.25 \text{ ¢/фунт} \times \$250 +$ $\$0.0075 \times 100\,000 = \$1\,000$	Виграш: 0.50 ¢/фунт , 500 дол.	– 25 пунктів до грудня
Результат: $\$500 - \$1000 = -\$500$ (плюс комісійні)		

Втрати з'являються тому, що ціни на реальному ринку знизилися більше, ніж на ф'ючерсному. Хоча хеджування продажем дало прибутки, однак їх було недостатньо для компенсації втрат від зміни ціни на реальному ринку та витрат на зберігання. З іншого боку, якби торговець утримував хеджеву позицію довше, він відшкодував би частину збитків. Хеджування продажем без компенсації витрат на зберігання буває не вигідним, оскільки лише частково захищає від зниження цін.

На нормальному ринку хеджери, як правило, використовують хеджування купівлею при звуженні базису. Якщо власник елеватора відкрив ф'ючерсну позицію проти продажу форварду за умови, коли ф'ючерсна ціна перевищувала спотову на повну вартість витрат, пов'язаних із зберіганням, то такий хедж забезпечує лише частковий захист від зростання цін. Базис повинен зменшуватися на суму витрат на зберігання при наближенні терміну поставки. Однак зміна базису менш важлива, ніж здатність хеджу передбачити його розмір. Ф'ючерсна ціна повинна рухатися вниз разом зі спотовою, а спотова – вгору до ф'ючерсної ціни.

Приклад 19.12

Власник млина купує 10 листопада 2 березневих ф'ючерси на кукурудзу. Ф'ючерсна ціна становить 507 ¢/бушель, спотова – 487, базис – 20 ¢/бушель. Максимальний базис до березневого ф'ючерса може перевищувати спот на 15 ¢/бушель, що дорівнює витратам на зберігання з грудня до березня.

До 10 грудня спотова ціна зростає від 487 до 497 ¢/бушель, і найбільше на що може зрости березневий ф'ючерс – це 512 ¢/бушель. Купівельний базис становив 10 ¢/бушель, продажний – 15 ¢/бушель, що виявляє втрати в розмірі 5 ¢/бушель. Таким чином купівля ф'ючерса лише частково захистила мельника від зростання ціни. Незважаючи на втрати при хеджуванні, його прибуток від продажу форварду може бути достатнім і вигідним. У будь-якому разі при застосуванні хеджу втрати менші, ніж без нього.

Продовження прикладу 19.12

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
10 листопада, продаж 10 000 бушелів кукурудзи по 487 ¢/бушель	10 листопада, купівля 2 березневих ф'ючерсних контрактів по 507 ¢/бушель	10 листопада, – 20 пунктів до березня
10 грудня, купівля 10 000 бушелів кукурудзи по 497 ¢/бушель	10 грудня, продаж 2 березневих ф'ючерсних контрактів по 512 ¢/бушель	10 грудня, – 15 пунктів до березня
Втрати: 10 ¢/бушель, 1 000 дол.	Виграш: 5 ¢/бушель, \$500	
Результат: \$500 – \$1000 = – \$500 (плюс комісійні)		

При очікуванні тенденції до зниження цін мельник купує березневий ф'ючерс по 507 ¢/бушель і продає її за форвардом по 487 ¢/бушель. Ф'ючерсна ціна має зменшитися суттєвіше, ніж спотова, оскільки з плином часу зменшуються затрати на зберігання. Спотова ціна до 10 грудня знижується до 477 ¢/бушель, ф'ючерсна ціна, знизившись на 15 ¢/бушель, дорівнює 492 ¢/бушель.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
10 листопада, продаж 10 000 бушелів кукурудзи по 487 ¢/бушель	10 листопада, купівля 2 березневих ф'ючерсних контрактів по 507 ¢/бушель	10 листопада, – 20 пунктів до березня
10 грудня, купівля 10 000 бушелів кукурудзи по 477 ¢/бушель	10 грудня, продаж 2 березневих ф'ючерсних контрактів по 492 ¢/бушель	10 грудня, – 15 пунктів до березня
Виграш: 10 ¢/бушель, 1 000 дол.	Втрати: 15 ¢/бушель, 1500 дол.	
Результат: \$1000 – \$1500 = – \$500 (плюс комісійні)		

Хоча хеджування купівлею на нормальному ринку захищає від зростання цін, однак забезпечити повний захист надзвичайно складно через неможливість точного прогнозу зміни базису або тенденції зміни ф'ючерсних та спотових цін.

Хеджування купівлею на нормальному ринку дозволяє отримати лише частковий захист «довгої» позиції. Однак хедж може бути вигідним і забезпечити повний захист «короткої» позиції, якщо базис до ф'ючерсної ціни менший, ніж повні витрати на зберігання товару. Якщо базис розширюється, це означає, що спотові ціни зростають або знижуються повільніше, ніж ф'ючерсні.

Приклад 19.13

Торговець купує 20 листопада 5 лютневих ф'ючерсних контрактів на золото по 1270 дол. за трійську унцію, як хедж проти продажу форварду на 500 тр. унцій на реальному ринку по 1260 дол. за трійську унцію. При хеджуванні він використовує базис 10 дол. за трійську унцію проти лютневого ф'ючерса. Найбільше, на що він може розраховувати, це 20 дол. за трійську унцію (витрати на зберігання від листопада до лютого) як базис до лютневого ф'ючерса. Бажаючи отримати максимальний прибуток при розширенні базису, торговець 20 грудня купує золото на реальному ринку та одночасно закриває позицію на ф'ючерсному. На реальному ринку він має втрати 10 дол. за тр. унцію, на ф'ючерсному – 15 дол. за тр. унцію прибутку. Хоча спотова ціна зросла із 1260 до 1270 дол. за тр. унцію, ф'ючерсна за той самий період – від 1270 до 1285, що й дало можливість отримати 5 дол. за тр. унцію прибутку.

Продовження прикладу 19.13

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
20 листопада, продаж 500 тр. унцій золота по 1260 дол. за тр. унцію	20 листопада, купівля 5 лютневих ф'ючерсних контрактів по 1270 дол. за тр. унцію	20 листопада, – 10 пунктів до лютого
20 грудня, купівля 500 тр. унцій по 1270 дол. за тр. унцію	20 грудня, продаж 5 лютневих ф'ючерсних контрактів по 1285 дол. за тр. унцію	20 грудня, – 15 пунктів до лютого
Втрати: 10 дол. за тр. унцію, або 5 000 дол.	Виграш: 15 дол. за тр. унцію, або 7 500 дол.	
Результат: \$7 500 – \$5 000 = \$2 500 (мінус комісійні)		

Прибутковість хеджу є результатом того, що ціни на реальному ринку, на якому відкрита «коротка» позиція, зростали повільніше, ніж на ф'ючерсному, де була відкрита «довга» позиція. При розширенні базису втрати на реальному ринку були відшкодовані виграшем на ф'ючерсному. Аналогічний результат при розширенні базису торговець міг би отримати при зниженні цін. Однак тоді виграш на реальному ринку відшкодовує програш на ф'ючерсному.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
20 листопада, продаж 500 тр. унцій золота по 1260 дол. за тр. унцію	20 листопада, купівля 5 лютневих ф'ючерсних контрактів по 1270 дол. за тр. унцію	20 листопада, – 10 пунктів до лютого
20 грудня, купівля 500 тр. унцій по 1240 дол. за тр. унцію	20 грудня, продаж 5 лютневих ф'ючерсних контрактів по 1255 дол. за тр. унцію	20 грудня, – 15 пунктів до лютого
Виграш: 20 дол. за тр. унцію, або 10 000 дол.	Програш: 15 дол. за тр. унцію, або 7 500 дол.	
Результат: \$10 000 – \$7 500 = \$2 500 (мінус комісійні)		

Хеджування продажу на інвертному ринку («перевернутому») з наступним розширенням базису дозволяє не лише уникнути на реальному ринку фінансових втрат, а й отримати прибуток.

Приклад 19.14

Власник елеватора купує овес на реальному ринку, коли він на 10 ¢/бушель дорожчий, ніж грудневий ф'ючерс, який він продає на CME Group 1 липня. 1 вересня базис зріс до 12 ¢/бушель.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, купівля 5 000 бушелів вівса по 320 ¢/бушель	1 липня, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 310 ¢/бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 вересня, продаж 5 000 бушелів вівса по 310 ¢/бушель	1 вересня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 298 ¢/бушель	1 вересня, – 12 пунктів до грудня
Втрати: 10 ¢/бушель, 500 дол.	Виграш: 12 ¢/бушель, 600 дол.	
Результат: \$600 – \$500 = \$100 (мінус комісійні)		

Продовження прикладу 19.14

Базисний прибуток, отриманий за рахунок того, що реальні ціни знижувалися повільніше, ніж ф'ючерсні. Аналогічно можна провести хеджеву операцію при підвищенні цін.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, купівля 5 000 бушелів вівса по 320 ¢/бушель	1 липня, продаж грудневого ф'ючерсного контракту по 310 ¢/бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 вересня, продаж 5 000 бушелів вівса по 340 ¢/бушель	1 вересня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 328 ¢/бушель	1 вересня, – 12 пунктів до грудня
Виграш: 20 ¢/бушель, 1 000 дол.	Втрати: 18 ¢/бушель, 900 дол.	
Результат: \$1 000 – \$900 = \$100 (мінус комісійні)		

Хоча хеджування продажем може дати прибуток при розширенні базису на інвертному ринку, це можливе лише протягом незначного періоду часу. Чим довготриваліше буде утримуватися позиція на ф'ючерсному ринку, тим менше шансів має хеджер отримати прибуток; крім того, він може мати суттєві втрати. Це відбувається через тенденцію до зближення спотових та ф'ючерсних цін до періоду поставки.

При домінуванні на ринку тенденції до зниження цін реальні ціни можуть знижуватися швидше, ніж ф'ючерсні. Тому хеджування продажем на інвертному ринку при збільшенні базису на тривалий період забезпечує лише частковий захист фінансових втрат.

Приклад 19.15

Власник елеватора купує овес на реальному ринку, коли він на 10 ¢/бушель дорожчий, ніж грудневий ф'ючерс, який він продає на CME Group 1 липня. 1 вересня базис звузився до 6 ¢/бушель.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, купівля 5 000 бушелів вівса по 320 ¢/бушель	1 липня, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 310 ¢/бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 вересня, продаж 5 000 бушелів вівса по 300 ¢/бушель	1 вересня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 306 ¢/бушель	1 вересня, – 6 пунктів до грудня
Втрати: 20 ¢/бушель, 1 000 дол.	Виграш: 6 ¢/бушель, 300 дол.	
Результат: \$300 – \$1 000 = – \$700 (плюс комісійні)		

Втрати отримано в результаті того, що реальні ціни знижувалися швидше, ніж ф'ючерсні.

Такі самі результати виникають у ситуації, коли ціни підвищуються на обох ринках, а базис зменшується.

Продовження прикладу 19.15

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, купівля 5 000 бушелів вівса по 320 \$/бушель	1 липня, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 310 \$/бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 вересня, продаж 5 000 бушелів вівса по 340 \$/бушель	1 вересня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 334 \$/бушель	1 вересня, – 6 пунктів до грудня
Виграш: 20 \$/бушель, 1000 дол.	Втрати: 24 \$/бушель, 1200 дол.	
Результат: \$1000 – \$1100 = – \$100 (плюс комісійні)		

У цьому разі хеджер не лише втратив прибутки 20 \$/бушель на реальному ринку, а й мав додаткові втрати на ф'ючерсному.

При звуженні базису на інвертному ринку також використовуються хеджеві операції.

Приклад 19.16

Власник елеватора купує ф'ючерсний контракт на овес проти форварду на продаж на інвертному ринку (ф'ючерсні та форвардні ціни нижчі від спотових). 1 липня він продає овес по 320 \$/бушель і купує грудневий ф'ючерс по 310 \$/бушель. Базис становить 10 \$/бушель до грудня. Оскільки базис на може утримуватися на одному рівні, особливо до періоду поставки, коли ф'ючерсні та спотові ціни зрівнюються, в результаті хеджу можна отримати додаткові прибутки і захистити позицію на реальному ринку від фінансових втрат.

Якщо до листопада ціни зросли до 180 \$/бушель, на реальному ринку при купівлі зерна є збитки, тому що власнику елеватора потрібно виконати форвардну угоду, а овес, який він мав, реалізовано у липні, до того ж ціни на ф'ючерсному ринку зросли швидше і зрівнялися зі спотовими.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, продаж 5 000 бушелів вівса по 320 \$/бушель	1 липня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 310 \$/бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 листопада, купівля 5 000 бушелів вівса по 340 \$/бушель	1 листопада, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 340 \$/бушель	1 листопада, 0
Втрати: 20 \$/бушель, 1000 дол.	Виграш: 30 \$/бушель, 1500 дол.	
Результат: –\$1000 + \$1500 = + \$500 (мінус комісійні)		

Все так само, коли ціни знижуються.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, продаж 5 000 бушелів вівса по 320 \$/бушель	1 липня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 310 \$/бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 листопада, купівля 5 000 бушелів вівса по 300 \$/бушель	1 листопада, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 300 \$/бушель	1 листопада, 0
Виграш: 20 \$/бушель, 1000 дол.	Програш: 10 \$/бушель, 500 дол.	
Результат: \$1000 – \$500 = + \$500 (мінус комісійні)		

Хеджування купівлею на інвертному ринку з подальшим розширенням базису виявляється прибутковим протягом короткого періоду і при розширенні базису може бути недостатнім для відшкодування збитків.

Приклад 19.17

1 липня власник елеватора продає форвард на овес з фіксованою ціною 320 \$/бушель з поставкою всередині грудня і купує як хедж грудневий ф'ючерс по 310 \$/бушель при базисі 10 \$/бушель. Якщо базис зростає до 12 \$/бушель, він купить реальний товар і ліквідує хеджеву позицію з втратами 2 \$/бушель, оскільки реальна ціна зросла на 20 \$/бушель, а ф'ючерсна – лише на 18 \$/бушель.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, продаж 5 000 бушелів вівса по 320 \$/бушель	1 липня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 310 \$/бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 листопада, купівля 5 000 бушелів вівса по 340 \$/бушель	1 листопада, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 328 \$/бушель	1 листопада, – 12 пунктів до грудня
Втрати: 20 \$/бушель, 1000 дол.	Виграш: 18 \$/бушель, 900 дол.	
Результат: -\$1000 + \$900 = - \$100 (плюс комісійні)		

Аналогічні результати, коли ціни знижуються при розширенні базису. Це означає, що спотові ціни знижуються швидше, ніж ф'ючерсні.

Якщо події на привабливому ринку сприяють операціям з реальним товаром, хеджер може продати його у будь-який момент, не пов'язуючи терміну поставки із закінченням терміну дії ф'ючерса. За умови продажу товарів зі складу, як правило, одночасно закриваються ф'ючерсні позиції. Але так відбувається не завжди. Хеджер, передбачаючи ліпшу цінову ситуацію в майбутньому на спотовому ринку, може притримати товар, наприклад зерно, на складі довше, ніж місяць. В такому разі на ф'ючерсному ринку хеджер виконує трансферт: закриває близькі позиції і відкриває нові – з віддаленими строками.

Трансферт треба виконати до визначеного останнього дня торгів місяця поставки, оскільки правила біржі забороняють торгівлю ф'ючерсними контрактами, наприклад на зерно, впродовж останніх семи днів місяця поставки. Цього досягається за допомогою купівлі хеджу на ф'ючерсні контракти, термін поставки за якими вже настав і одночасно продажу відповідної кількості на відстрочені місяці. Аналізуючи всі фактори, які можуть викликати зміну цін на різні ф'ючерси, хеджер намагається виконати трансферт у момент найкращої ціни поставки.

Приклад 19.18

Власник елеватора, бажаючи притримати зерно для майбутніх вигідних поставок, відзначає, що хеджеві контракти на грудень не страхують цієї операції, оскільки майбутні поставки плануються у квітні-травні майбутнього року. Різниця між цінами на грудневий та травневий ф'ючерсні контракти становить 7 \$/бушель.

Враховуючи події на ринку, власник елеватора виконує трансферт із грудневого на травневий ф'ючерсні контракти. Він купує грудневі контракти і продає травневі.

Таке просте пояснення трансферту не забезпечує точного розрахунку часу для його виконання. Як правило, хеджер може лише прагнути вибрати час, коли новий ф'ючерсний контракт забезпечить найвищу премію до існуючого ф'ючерса. До таких трансфертів можуть належати ф'ючерсні контракти на одному або кількох ринках. Трансферт хеджів, що складаються з ф'ючерсних контрактів з близькими термінами поставок на хеджі з віддаленими термінами, виконується, як правило, комбінацією «довгих» і «коротких» позицій, до того ж на реальному і ф'ючерсному ринках одночасно.

Приклад 19.19

Нафтопереробне підприємство в березні купує нафту на реальному ринку по 90 \$/барель і продає червневий контракт по 90,5 \$/барель. Липнева поставка в цей період котирується 91,0 \$/барель. Хоча червневий контракт з премією до повної ціни поставки становить 0,5 \$/барель, повна ціна між червневим і липневим контрактом також становить 0,5 \$/барель.

Якщо в майбутньому ціни знизяться, причому при зменшенні базису, хеджер для нафтопереробного підприємства може виконати трансферт між червневими та липневими ф'ючерсними контрактами, оскільки базис між ціною поставки і липнем становить 1,5 \$/барель.

19.6. Хеджування курсових ризиків фінансових інструментів

Фінансові інструменти хеджування пов'язані з відсотковими ставками і валютним курсом.

Рішення про хеджування приймається паралельно з визначенням ризику цієї операції. Коротко підгадаємо методи захисту від ризику для фінансових інструментів. Звичайна комерційна організація, яка бере участь в операціях на фінансовому ринку, веде рахунки та оцінює відшкодування боргових зобов'язань за кожним терміном забезпечення цих зобов'язань певними активами. Чистими, «незахищеними» вважаються ті грошові зобов'язання, які до терміну виконання згідно з даними звітного балансу або оперативного обліку не мають необхідних джерел відшкодування. Разом з даною оцінкою прогнозуються відсоткові ставки (валютні курси), у т. ч. імовірність руху відсоткової ставки (валютного курсу) у несприятливому (для цієї організації) напрямку. Для цього визначаються рівні грошового ризику:

$$ДП = (ТП - НП) \times \frac{\text{Кількість "незахищених" днів}}{360 (365)} \times ВНП \times СНЗ,$$

де *ДП* – сума грошового ризику;

ТП – поточна відсоткова ставка (поточний валютний курс);

НП – прогнозована несприятлива відсоткова ставка (валютний курс);

ВНП – показник імовірності появи несприятливої ставки (курсу);

СНЗ – абсолютна сума чистих, «незахищених» залишків за звітним балансом (за оперативними даними).

Наступний крок пов'язаний з ризиковою тактикою комерційної діяльності. Якщо інші варіанти послаблення ризику (перегляд термінів зобов'язань і надходжень, використання звичайного, «рутинного» хеджування через укладення форвардних контрактів) не вирішують проблеми, то треба звернутися до ф'ючерсного ринку, порівнявши при цьому розмір грошового ризику з витратами на хеджування на цьому ринку.

Ефективність хеджування визначається і змінюється за правилами фінансового менеджменту і виглядає так:

$$\text{Ефективність хеджування} = \frac{\text{Сума прибутків (збитків) ф'ючерсної позиції}}{\text{Сума прибутків (збитків) спотової позиції}}$$

Ефективність хеджування залежить від кількості контрактів, які використовуються для страхування цінкових ризиків. У попередніх прикладах при підрахунку доходу від хеджевих операцій не враховувалися депозитні та маржеві внески, які можуть суттєво впливати на загальну прибутковість. Депозитні та маржеві внески становлять значну суму, що вилучається на тривалий проміжок часу без отримання суттєвих відсотків.

Для нейтралізації або зменшення впливу розмірів маржевих внесків хеджери використовують *хеджування варіаційної маржі* (*variation margin hedging, underhedging*). Якщо незахеджована позиція, що є різницею між «короткою» або «довгою» ф'ючерсними позиціями і реальними запасами, визначена правильно, то прибуток від хеджу компенсує можливі втрати відсотків за банківськими депозитами у розмірі варіаційної маржі. Тобто дохід буде такий самий, як від суми варіаційної маржі, покладеної в банк на той самий термін.

При прийнятті рішення про застосування хеджевих операцій треба повністю проаналізувати ринкову ситуацію, зміни базису, його можливі тенденції до розширення або звуження, витрати на саме хеджування і лише тоді приймати рішення щодо використання цього методу захисту від фінансових втрат загалом.

Для учасників фінансових і товарних ринків в Україні, особливо експортерів та імпортерів сировини, банків та інших фінансових посередників, сьогодні гострою є проблема захисту активів від цінкових коливань. Фахівцям цих ринкових інститутів необхідно досконало вивчити хеджевий механізм, вміло застосовувати його для хеджування на зарубіжних біржах і в перспективі використовувати на національному ринку.

Резюме

Хеджування – це процес збалансування ринкових позицій учасників з метою уникнення або мінімізації фінансових втрат. Операція хеджування полягає в тому, що фірма або особа, яка продала/купила реальний товар поза біржею або на біржі з поставкою в майбутньому (форвард), бажаючи використати існуючий на момент укладення угоди рівень цін, одночасно виконує таку саму або обернену операцію на ф'ючерсному ринку. Після отримання реального товару на ф'ючерсному ринку вони викупувають продані або продають куплені до цього ф'ючерси.

Ф'ючерсні угоди страхують купівлю/продаж реального товару від можливих збитків у зв'язку зі зміною цін на ринку конкретного товару. Принцип страхування полягає в утриманні позиції на ф'ючерсному ринку проти позиції на ринку фізичних товарів.

Хеджування як особливий вид фінансових послуг доповнює послуги страхових компаній, які беруть на себе страхування різних видів ризиків, крім одного – жодна з них не страхує ризику зміни цін та курсів на будь-які активи у майбутньому. Через бажання запобігти ціновим та курсовим ризикам у майбутньому і з'явився сам ф'ючерсний контракт.

До хеджерів застосовується пільговий режим щодо гарантійних депозитів, який для них нижчий на 25–30%, ніж для спекулянтів. На хеджерів поширюється пільговий податковий режим. Кредитуються вони на найбільш вигідних умовах. На ф'ючерсних ринках до хеджерів не застосовується обмеження щодо кількості відкритих позицій, а для спекулянтів воно суворо лімітується.

Хеджування – це один із методів управління фінансовими, зокрема ціновими, ризиками, який дозволяє уникнути їх або мінімізувати втрати від них, отримані на реальних ринках шляхом укладання строкових контрактів (біржових та позабіржових).

Контрольні запитання

1. У чому полягає суть операцій хеджування?
2. Які види хеджування Ви знаєте?
3. Як класифікуються операції хеджування?
4. Що таке базис при операціях хеджування?
5. Назвіть приклади звичайного хеджування.
6. Назвіть приклади селективного хеджування.
7. Коли і хто використовує хеджування продажем?
8. Назвіть умови, за яких торговці використовують хеджування купівлею.
9. Як визначається коефіцієнт хеджування?
10. Які особливості хеджування на фінансових ринках Ви знаєте?

Рекомендована література

1. Амосов С. Кредитные деривативы в операциях хеджирования / С. Амосов, Л. Гаврилова // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 3.
2. Андреева Г. І. Стратегії хеджування: інструменти та способи застосування / Г. І. Андреева // Інноваційна економіка. – 2010. – № 4 (18). – С. 206–210.
3. Банки увеличивают штат и бонусы сырьевых трейдеров на фоне роста цен на медь и нефть [Электронный ресурс] // finance.ua. – 2009. – Режим доступа : <http://news.finance.ua/ru/~1/0/all/2009/08/17/168700>.
4. Волошин І. Хеджування процентного ризику, приховане у кривих дохідності / І. Волошин, М. Волошин // Вісник НБУ. – 2012. – № 6. – С. 34–36.
5. Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском / Л. Галиц. – М. : ТВП, 1998.
6. Долан Э. Дж. Рынок: микроэкономическая модель / Э. Дж. Долан, Д. Линдсей ; пер. с англ. В. Лукасевича и др. ; под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукасевича. – СПб., 1992. – С. 325.
7. Євчук Л. А. Управління ризиками діяльності сільськогосподарських підприємств через механізм хеджування / Л. А. Євчук, А. О. Тарасов // Економіка АПК. – 2013. – № 7. – С. 78–82.
8. Кавкин А. В. Рынок кредитных деривативов / А. В. Кавкин. – М. : Экзамен, 2001. – 288 с.
9. Кашпір Р. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків / Р. Кашпір, П. Матвієнко // Банківська справа. – 1998. – № 2 (20). – С. 50–55; № 3 (21). – С. 2–16.
10. Ковни Ш. Стратегии хеджирования / Ш. Ковни, К. Такки. – М. : ИНФРА-М, 1996. – С. 9, 14.
11. Луцишин З. О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки / З. О. Луцишин. – Тернопіль : Збруч. – С. 333.
12. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
13. Примостка Л. О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків : навч. посіб. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 1998. – 108 с.
14. Примостка Л. О. Операції хеджування на строкових фінансових ринках / Л. О. Примостка // Банківська справа. – 1999. – № 1 (25). – С. 40–44.
15. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.
16. Суханов М. С. Кредитные деривативы / М. С. Суханов // Банковские услуги. – 2002. – № 10.
17. Фельдман А. Б. Основы рынка производных ценных бумаг / А. Б. Фельдман. – М. : ИНФРА-М, 1996. – С. 5.
18. Ковни Ш. Стратегия хеджирования / Ш. Ковни, К. Такки. – М. : ИНФРА-М, 1996.

Тести для перевірки знань до розділу 19**1. Хеджери – це:**

- а) особи, що володіють або планують володіти реальними товарами, які намагаються захистити від небажаних змін цін;
- б) особи, що беруть на себе ціновий ризик;
- в) особи, що нейтралізують вплив різних факторів на ціну;
- г) особи, що продають або купують біржові контракти з метою отримання вигоди.

2. Хеджування – це:

- а) процес страхування цінових ризиків за допомогою строкових контрактів;
- б) страхування майна;
- в) страхування від підприємницьких ризиків;
- г) страхування кредитів.

3. Хеджування можливе шляхом укладання:

- а) форвардних контрактів;
- б) ф'ючерсних контрактів;
- в) спотових контрактів;
- г) форвардних, ф'ючерсних, опціонних контрактів та свопів.

4. Для визначення можливих меж коливання цін використовують:

- а) фундаментальний аналіз;
- б) технічний аналіз;
- в) статистичний аналіз;
- г) всі зазначені вище види аналізу.

5. Хеджування буває:

- а) повним і неповним;
- б) випереджуючим;
- в) рутинним;

6. Хеджування поділяється на:

- а) селективне, випереджувальне і арбітражне;
- б) ідеальне і сезонне;
- в) звичайне і селективне;
- г) звичайне, селективне, випереджувальне і арбітражне.

7. Коефіцієнт хеджування – це:

- а) кореляція між цінами спот і ф'ючерс;
- б) співвідношення ф'ючерсних та спотових позицій;
- в) співвідношення форвардних та опціонних позицій;
- г) кореляція між форвардними та спотовими цінами.

8. Кількість контрактів, необхідних для хеджу визначається як:

- а) відношення добутку номінальної вартості спотової позиції і коефіцієнта регресії до номінальної вартості ф'ючерсної позиції;
- б) відношення ф'ючерсної позиції до спотової;
- в) відношення форвардної позиції до спотової;
- г) відношення спотової позиції до ф'ючерсної.

9. Хеджування купівлею використовується тоді, коли в майбутньому очікується:

- а) зниження цін;
- б) стабілізація цін;
- в) зростання цін;
- г) невизначена ситуація на ринку.

10. Хеджування продажем використовується тоді, коли в майбутньому очікується:

- а) зниження цін;
- б) стабілізація цін;
- в) зростання цін;
- г) невизначена ситуація на ринку.

11. Базис як різниця між ф'ючерсною та сподіваною спотовою ціною може змінюватися під впливом таких факторів:

- а) залишки продукції попереднього року, прогнози на врожай, рівень попиту та пропозиції;
- б) експорту та імпорту;
- в) витрат на зберігання та страхування;
- г) всіх вищеперерахованих факторів.

12. Спотхеджування – це:

- а) хеджування контрактами з віддаленими термінами поставок;
- б) хеджування за допомогою ф'ючерсів із найближчими місяцями поставок;
- в) хеджування на контракти із спорідненим активом;
- г) хеджування продажем похідних товарів.

13. Кросхеджування – це:

- а) хеджування контрактами з віддаленими термінами поставок;
- б) хеджування за допомогою ф'ючерсів з найближчими місяцями поставок;
- в) хеджування на контракти із спорідненим активом;
- г) хеджування продажем похідних товарів.

14. Хеджування продажем має за мету:

- а) захист товарних запасів;
- б) отримання коштів на зберігання;
- в) захист спотової ціни у майбутньому;
- г) все вищеперераховане.

15. Хеджування купівлею має за мету:

- а) захист майбутніх продажів;
- б) підтримка ціни на товари з фіксованим ціноутворенням;
- в) захисти товарних запасів;
- г) а) і б).

Ситуаційні задачі

Задача № 1

Умова:

Нафтопереробне підприємство у березні купує нафту на реальному ринку по 95 \$/барель і продає червневий контракт по 95,5 \$/барель. Липнева поставка в цей час котирується 97,0 \$/барель. Хоча червневий контракт з премією до повної ціни поставки становить 0,5 \$/барель, повна ціна між червневим і липневим контрактом також становить 0,5 \$/барель.

Необхідно здійснити хеджеву операцію та визначити результати, якщо у майбутньому ціни знизяться відповідно на червневий контракт до 93 \$/барель та липневий до 93,5 \$/барель.

Задача № 2

Умова:

У жовтні торговельний агент державного елеватора купує 60 000 бушелів соєвих бобів. Він погоджує ціну поставки, яка разом з транспортними та страховими витратами наближається до спотової ціни 1230 ¢/бушель.

У листопаді торговий агент продає соєві боби в Чикаго за існуючою на той момент спотовою ціною 1225 ¢/бушель (знизилася на 5 ¢/бушель). Ф'ючерсна ціна також знизилася на 5 ¢/бушель.

Визначити: яку операцію варто було провести на ф'ючерсній біржі?

Задача № 3

Умова:

30 серпня представнику кондитерської фірми запропоновано контракт на поставку у грудні місячної норми виробництва кондитерських виробів до Різдвяних свят. Для цього йому необхідно закупити цукор у жовтні. Жовтневі ф'ючерсні контракти дорівнюють 470 \$/тонну. Через два місяці він купує цукор на спотовому ринку по 490 \$/тонну, ф'ючерсна ціна також зросла до 500 \$/тонну.

Визначити: яку хеджеву операцію варто було провести фінансисту фабрики, щоб недопустити втрат?

Задача № 4

Умова:

Власник елеватора купує ф'ючерсний контракт на овес проти форварду на продаж на інвертному ринку (ф'ючерсні ціни нижчі від спотових).

1 липня він продає овес по 330 ¢/бушель і купує грудневий ф'ючерс по 320 ¢/бушель. Базис становить 10 ¢/бушель до грудня. Оскільки базис на може утримуватися на одному рівні, особливо до періоду поставки, коли ф'ючерсні та спотові ціни зрівнюються, в результаті хеджу можна отримати додаткові прибутки і захистити позицію на реальному ринку від фінансових втрат.

Визначити: результати хеджевої операції, якщо до листопада ціни зросли до 340 ¢/бушель, до того ж ціни на ф'ючерсному ринку зросли швидше і зрівнялися зі спотовими.

Задача № 5

Умова:

Спотова ціна на кукурудзу 15 квітня становить 497 ¢/бушель. Фермер планує отримати урожай 50 000 бушелів. Собівартість зерна відома – 447 ¢/бушель. У фермера немає контракту на поставку кукурудзи. Він повезе урожай на ринок у вересні. Якщо до того часу ціни підвищаться, він отримає вищий дохід, ніж очікував, якщо ж знизяться, то фермер може зазнати збитків. На момент збирання врожаю, 15 вересня, спотова ціна становила 487 ¢/бушель, ф'ючерсна – 477 ¢/бушель.

Необхідно здійснити хеджеву операцію та **визначити** результати.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ хеджування;
- ✓ види хеджування;
- ✓ класифікація хеджу;
- ✓ коефіцієнт хеджування;
- ✓ базис;
- ✓ хеджування купівлею;
- ✓ хеджування продажем.

Розділ 20.

ПЕРСПЕКТИВИ СТАНОВЛЕННЯ Ф'ЮЧЕРСНИХ РИНКІВ В УКРАЇНІ

Нам всім необхідно переосмислити механізми роботи міжнародної банківської системи, а також ринків свопів та похідних фінансових інструментів.

Дж. Сорос, біржовий трейдер

Теоретична частина

- ✓ Створення умов для становлення ф'ючерсних ринків сировини
- ✓ Шляхи становлення ф'ючерсних ринків в Україні

20.1. Створення умов для становлення ф'ючерсних ринків сировини

Вперше за період економічних реформ в Україні запрацював, хоча і недосконалий, але визнаний механізм творення центральної ринкової ціни на сільськогосподарську сировину, переважно на зерно. Вперше учасники сільськогосподарського виробництва почали цікавитися інформацією з Української аграрної біржі, яку оперативно передавали засоби масової інформації. Вперше було визначено орієнтир (ціну зерна з негайною поставкою), спотову ціну, що є базовою для будь-якого ринку.

З 1995 р. створюються об'єктивні умови для організації функціонування біржі, здатної виконувати макроекономічні функції, зокрема ціноутворюючу інформаційну та згодом хеджеву. Цей процес розвивався швидкими темпами ще й тому, що

Національному банку України та урядовим структурам вдалося подолати антиринкові настрої, що, в свою чергу, дозволило застосувати біржовий механізм формування ринкових цін на сировину, цінні папери, валюту. Проте через три роки, на початку 1998 р., урядовці повністю втратили цікавість до біржових структур.

Міжбанківська валютна біржа до 2000 р. подавала реальний валютний спотовий курс, яким користувалися всі суб'єкти економічної діяльності¹. Національний банк України через валютні інтервенції мав змогу активно впливати на його динаміку. Саме за рекомендацією Національного банку України брокери цієї біржі навесні 1995 р. були учасниками аукціону Міністерства сільського господарства України з купівлі та продажу сільськогосподарського врожаю 1994 р.

Правила торгівлі Міжбанківської валютної біржі, біржове обладнання. Перші аукціони не забезпечили відчутних результатів, але найголовніше було зроблено: вперше в Україні використано справді неемісійні методи ціноутворення на зерно та іншу сировину. Ці спроби відіграли важливу роль у пропаганді біржових торгів зерном серед сільськогосподарських товаровиробників. Однак на аукціоні постала проблема залучення до торгів фахівців: продавців та покупців, тих, хто має досвід роботи на позабіржових ринках сільгоспсировини, співпраці товаровиробників з посередниками.

Зернові ринки залежать від запасів зерна, прогнозу на майбутній врожай, вартості зберігання, політики держави щодо закупівлі, дотацій або субсидій для сільськогосподарського виробництва, умов імпорту та експорту, податкового законодавства, кліматичних й погодних умов, селекційної роботи, розміру площ, засіяних або запланованих до засіву, врожайності, використання добрив тощо.

Досвід країн розвинутого ринку свідчить, що торговельні посередники відіграють важливу роль у становленні та функціонуванні біржового ринку сировини. На ринку потрібна чітка спеціалізація за видами біржових товарів: сільськогосподарські товари (зерно, жива худоба, цукор тощо), валюта, пально-мастильні матеріали, метали, акції певних акціонерних підприємств, державні облигації, банківські векселі тощо.

На товарних біржах, утворених у період так званого «біржового буму» 1991–1992 рр., сьогодні стихійно торгують різними товарами, первинної сировини там мало. Переважає зовсім не характерний для бірж Заходу товар. Ціни на них, що публікуються в засобах масової інформації, цікавлять лише вузьке коло підприємців. Цим котируванням далеко до біржових котирувань Заходу, які є основою отримання цінової інформації для широкого загалу.

На київських товарних біржах, у т. ч. й Укראгропромбіржі, брокери укладають угоди переважно на реальний товар, як правило, одиничний. Працювати з форвардними та ф'ючерсними контрактами вони не вміють і не мають фінансових ресурсів. При створенні Української аграрної біржі Міністерство сільського господарства та продовольства України, відповідна комісія Верховної Ради прийняли рішення про

¹ Правила випуску та обігу валютних деривативів : затв. Постановою Правління НБУ № 216 від 07.07.1997 р.; Правила проведення торгів у секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі : затв. Біржовим комітетом УМВБ (Протокол № 33 від 17.10.1997 р.); Практические рекомендации для работы с фьючерсными контрактами в секции срочного рынка УМВБ. – К. : УМВБ, 1998. – 11 с.

передачу елеваторів, складів, холодильників для створення бази доставки товарів за біржовими контрактами (спот, форвард), яке досі фактично не виконане. На біржу активно залучається сільськогосподарський товаровиробник, однак торги відбуваються без належної активності. Повторюється помилка, допущена при аукціоні: на біржі немає посередника, а солідний покупець не прийшов до біржового залу з різних причин. Однак розуміння необхідності впровадження у торговельну практику строкових контрактів є, про що свідчать розроблені типовий спотовий та форвардний контракти, які використовують біржі-члени Національної асоціації бірж України.

Як було доведено у попередніх розділах підручника, самому товаровиробникові як продавцеві сільськогосподарської продукції на біржі робити нічого. Ні колективні сільськогосподарські підприємства, ні фермери сьогодні не мають коштів для придбання місця на біржі, та й призначення у них інше (вирощувати хліб). Якщо діяльність біржі, створеної під егідою урядових структур, буде зведена до примітивної посередницької гуртової торгівлі, то в Україні так і не визначатиметься ринкова ціна на зерно та іншу сільськогосподарську сировину. Сьогодні біржова торгівля на аграрних біржах здійснюється відповідно до Правил біржової торгівлі, затверджених наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України № 103/44/62 від 3.04.1996 р.²

Спотовий ринок сільськогосподарської сировини в Україні не створений. До такого висновку дійшли не лише дослідники сільськогосподарського ринку, а й зарубіжні консультативні фірми, в т. ч. американська фірма «Кемонікс Інтернешнл», яка працювала в Україні над проектом «Українська аграрна товарна біржа» при фінансовій підтримці Агентства Сполучених Штатів з міжнародного розвитку з 1996 р. Підтвердженням вищесказаному була ситуація на зерновому ринку, яка склалася в успішному 2001 сільськогосподарському році. Вирощений небувалий врожай не приніс сільгоспвиробникам бажаних коштів, ціни на зерно відчутно впали, а хеджевий механізм учасники ринку не могли використати, оскільки на українських біржах не має ф'ючерсних контрактів. Не використовують цей механізм і експортери українського зерна, які могли би здійснювати ці операції на міжнародних ф'ючерсних біржах.

На біржі повинні працювати біржовики-фахівці (хеджери та спекулянти), а не представники сільськогосподарських підприємств, які не здатні в повному обсязі виконувати всі біржові операції. Форвардні контракти впровадити сьогодні надзвичайно складно. Для торгівлі форвардами необхідна інфраструктура (склади, транспорт), значні фінансові кошти, доступ до кредитів. Фінансовий стан, криза неплатежів ускладнюють становище багатьох підприємців. Обігових коштів, достатніх для 50% авансування контрактів, просто нема. Кредити під ці контракти для банків є не вигідними.

Головним завданням на українському зерновому ринку є залучення на біржу потужних покупців (резидентів та нерезидентів), що мають великий досвід роботи на міжнародних ринках. Це можуть бути російські, українські переробники, торговельні посередники, що досконало вивчили митні процедури, знають кон'юнктуру

² Правила біржової торгівлі, затверджені наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України № 103/44/62 від 3.04.1996 р.

ринку. Не можна допустити, щоб і надалі в Україні не було жодного потужного зернового трейдера, як це було на початку 2002 р. За таких умов завжди будемо програвати на міжнародних ринках.

Паралельно треба активно сприяти становленню обмеженої кількості сировинних бірж у регіонах. Для цього варто чітко визначити бази доставки за спотовими, форвардними та ф'ючерсними контрактами (склади, елеватори, холодильники). Треба використати досвід деяких бірж, які на свій страх і ризик впроваджують ф'ючерсні контракти (Дніпропетровська і Київська універсальні товарні біржі), проводять у пресі навчання з питань ф'ючерсної торгівлі.

Ф'ючерсний ринок зобов'язань поставки/приймки стандартного товару у визначеному місці у встановлені терміни сконцентрує попит і пропозицію в просторі і часі, зменшить цінові сезонні коливання. До стандартних товарів належать стратегічні сировинні товари для України: зерно, цукор, олія, жива худоба, метали тощо.

Стандартні розміри контрактів мають бути значними і передбачати вимоги щодо транспортування. Місця доставок за біржовими контрактами повинні розташовуватися у портах, бути наближеними до кордонів або до великих міст, мати елеватори, холодильники. Цих місць має бути 2–3, тому що ф'ючерсний ринок передбачає невелику кількість реальних поставок.

Крім цього, найважливішим заходом стане організація самостійної розрахункової (клірингової) установи для внесення депозитів, підтримуючої маржі, забезпечення ліквідності біржових угод, що може обслуговувати не лише аграрні ф'ючерсні біржі, а й фондові.

20.2. Шляхи становлення ф'ючерсних ринків в Україні

Терміновий ринок у світі є одним з найбільш привабливих для усіх категорій інвесторів від інституційних до приватних. Невипадково обороти біржових торгів за строковими контрактами, як правило, в десятки разів перевищують обороти на ринку базисного активу. Причини популярності строкового ринку – широкі можливості ринку похідних інструментів для інвесторів, що переслідують зовсім різні цілі на фінансовому ринку. Крім того, операції на терміновому ринку є більш вигідними порівняно з операціями на ринку базисного активу. Це пов'язано не тільки з «ефектом плеча», а і з відсутністю транзакційних витрат, що виникають при проведенні операцій на ринку базисного активу.

Так, із впровадженням ф'ючерсної біржі в Україні вже відчутно спізнилися. Як простий гуртовий ринок біржа реального товару не дає макроекономічного ефекту, вона в такій ролі не потрібна. Необхідно сприймати як належний той факт, що біржа служить не для постачання товарів, цю функцію виконує будь-який торговельний посередник, дистриб'ютор, дилер тощо.

Старт термінового ринку на «Українській біржі» відбувся 27 травня 2010 р. В основу нього закладені торгова платформа, система гарантійного забезпечення ММВБ і технологія торгів з Центральним контрагентом, які вже не перший рік успішно працюють у Росії і довели свою життєздатність, переживши не одну кризу.

Таблиця 20.1

Розклад торгів у секції термінового ринку

Час	Процес
10:30	Відкриття торговельної сесії
13:00 – 13:03	Проміжний кліринг
17:30	Закриття торговельної сесії Початок вечірнього клірингу

Зазначимо, що в даний момент «Українська біржа» проводить торги ф'ючерсними контрактами на «Індекс українських акцій» (UX) і опціонними контрактами на ф'ючерс на «Індекс українських акцій» (табл. 20.2 і 20.3). У перспективі впровадження торгів ф'ючерсними контрактами на різні базові активи (цінні папери, валюти, товарні активи та ін.).

Таблиця 20.2

Ф'ючерсні контракти на Індекс українських акцій

Короткий код	Повний код	Розшифрування контракту	Останній день звернення	Дата звернення	Базовий розмір ГО	Підсумки торгів
UXM3	UX-6.13	Ф'ючерсний контракт на «Індекс українських акцій»	17.06. 2013 р.	17.06. 2013 р.	20%	Підсумки
UXU3	UX-9.13	Ф'ючерсний контракт на «Індекс українських акцій»	16.09. 2013 р.	16.09. 2013 р.	20%	Підсумки

Крім того, з метою популяризації інструментів термінового ринку надана можливість участі в навчальних торгах ф'ючерсними та опціонними контрактами. Навчальні торги дозволяють укладати віртуальні угоди з ф'ючерсними та опціонними контрактами в режимі реального часу в умовах максимально наближених до ринкових без ризику фінансових втрат.

Таблиця 20.3

Опціонні контракти на Індекс українських акцій³

Короткий код	Повний код, де ххххх – ціна на-страйк (ціна виконання) опціону	Розшифрування контракту	Останній день звернення	Останній день терміну	Діапазон страйків	Код базового активу	Підсумки торгів
1	2	4	5	6	7	8	9
UXxxxxxBD3	UX-6.13M150413CAxxxx	Опціонний контракт CALL на ф'ючерсний контракт UX. Виконання ф'ючерса 17.06. 2013 р.	15.04. 2013 р.	15.04. 2013 р.	250–1800	UXM3	Підсумки

³ Українська біржа, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.ux.ua.

Продовження табл. 20.3

1	2	4	5	6	7	8	9
UXxxxxxBR3	UX- 6.13M150413PA xxxxx	Опціонний контракт PUT на ф'ючерсний контракт UX. Виконання ф'ючерсу 17.06. 2013 р.	15.04. 2013 р.	15.04. 2013 р.	250–1800	UXM3	Під- сумки
UXxxxxxBF3	UX- 6.13M170613CA xxxxx	Опціонний контракт CALL на ф'ючерсний контракт UX. Виконання ф'ючерсу 17.06. 2013 р.	17.06. 2013 р.	17.06. 2013 р.	200–1800	UXM3	Під- сумки
UXxxxxxBR3	UX- 6.13M170613PA xxxxx	Опціонний контракт PUT на ф'ючерсний контракт UX. Виконання ф'ючерсу 17.06. 2013 р.	17.06. 2013 р.	17.06. 2013 р.	200–1800	UXM3	Під- сумки
UXxxxxxBI3	UX- 9.13M160913CA xxxxx	Опціонний контракт CALL на ф'ючерсний контракт UX. Виконання ф'ючерсу 16.09. 2013 р.	16.09. 2013 р.	16.09. 2013 р.	300–1750	UXU3	Під- сумки
UXxxxxxBU3	UX- 9.13M160913PA xxxxx	Опціонний контракт PUT на ф'ючерсний контракт UX. Виконання ф'ючерсу 16.09. 2013 р.		16.09. 2013 р.	16.09.2013	300– 1750	UXU3

Біржа потрібна державі для виконання макроекономічних функцій: ціноутворення на сировину, капітал, цінні папери, валюту, хеджування (страхування ризику від негативної зміни цін та курсів валют), інформаційної, стабілізаційної. Біржа потрібна як чутливий барометр, що буде офіційно котирувати (реєструвати) ціни на біржові інструменти, вносячи стабілізаційний ефект в економічну діяльність. Крім того, інтеграція вітчизняного фінансового ринку у світовий економічний простір потребує вдосконалення фінансових інструментів, що використовуються. Україна знаходиться на шляху розбудови ринку похідних фінансових інструментів, тому доцільно розглянути сучасні проблеми його становлення та розвитку⁴.

Головними проблемами, які потрібно вирішити при організації ф'ючерсної торгівлі сировиною, є визначення в законодавчому порядку переліку товарів, на які можна укладати ф'ючерсні контракти. Це має робити комісія при Кабінеті Міністрів України з ф'ючерсної торгівлі або відповідний відділ Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку⁵.

Нині в Україні відсутній спеціальний закон, який встановив би особливості використання та регулювання деривативів або похідних цінних паперів. Чинні нормативні акти є недосконалими, не враховують світовий досвід застосування таких інструментів. На сьогодні немає єдиного підходу до термінологічного апарату. У Цивільному кодексі України⁶ та Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»⁷ використовується термін «похідні цінні папери», механізм випуску і обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором (контрактом) цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів. При цьому не зазначається, які саме цінні папери відносяться до похідних. У Законі України «Про оподаткування прибутку підприємств» використовується термін «дериватив», який характеризується як стандартний документ, що посвідчує право та/або зобов'язання придбати/продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах у майбутньому. До деривативів за зазначеним законом віднесені: форвардні контракти, ф'ючерсні контракти, опціони⁸. У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок»⁹ застосовуються терміни «похідні (деривативи)» та «похідні цінні папери». При цьому визначення надано тільки для характеристики групи похідних цінних паперів, але не подано їхнього переліку.

⁴ Розвиток похідних фінансових інструментів в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.mybilliardsonline.com/books/-zbrnik_stattei_-fnansovo-kreditnii_mehanzm_aktivzac_nvesticinogo_procesu_-rozvitok_pohdnih_fnansovih_nstrumentv_v_ukran_44.

⁵ Національна Комісія з цінних паперів та фондового ринку, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/>

⁶ Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.

⁷ Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30 жовтня 1996 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://rada.gov.ua>.

⁸ Про оподаткування прибутку підприємств : Закон України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://rada.gov.ua>.

⁹ Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://rada.gov.ua>.

Привертає увагу той факт, що за останнім зареєстрованим у Верховній Раді України законопроектом «Про похідні (деривативи)» до похідних (деривативів) зараховано строкові контракти та похідні цінні папери¹⁰. До строкових контрактів, згідно з цим проектом, належать: 1) біржові строкові контракти: ф'ючерсні контракти (ф'ючерси), опціонні контракти (опціони); 2) позабіржові строкові контракти: форвардні контракти (форварди), свопові контракти (свопи). До похідних цінних паперів – опціонні сертифікати, фондові варанти. При цьому обіг похідних цінних паперів може бути винятково на фондових біржах. У законопроекті зазначено емітента опціонного сертифіката на придбання (юридична особа – власник базового активу такого сертифіката або юридична особа, яка уклала з власником базового активу опціонного сертифіката договір комісії чи договір доручення), а щодо сертифіката на продаж не визначено, хто може виступати в такій ролі. До того ж незрозумілим для учасників ринку буде одночасне існування на біржах обігу опціонів як строкових контрактів, так і опціонних сертифікатів.

Ф'ючерси та опціони – це строкові похідні фінансові інструменти, і узаконити їх обіг потрібно як на строковому сировинному ринку, так і на фінансовому. Тому важливою є розробка стандартизованих вимог щодо стандартизованих ф'ючерсних контрактів за кількістю відкритих позицій покупців і продавців, якими нині займаються фахівці Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку і керівництво бірж. Крім того, комісія повинна вимагати підписання учасниками ф'ючерсної торгівлі повідомлень про ризик та про відкриття хеджевих (страхових) рахунків.

Необхідно зазначити, що 1 січня 2013 р. набула чинності норма про запровадження в Україні електронних закупівель, оскільки на початку липня 2012 року Верховна Рада України змінила правила гри у сфері державних закупівель, прийнявши Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України з питань державних закупівель». Документ дає змогу держпідприємствам, зокрема комунальним, казенним, господарським товариствам з державною часткою більш як 50%, не проводити тендерних торгів при здійсненні держзакупівель¹¹. Нині перші кроки реалізовує Аграрна біржа, яка проводить торги у режимі он-лайн, що дасть змогу зробити частину державних закупівель прозорою¹² (рис. 20.1).

Зазначимо, що 5 грудня були проведені перші торги в Електронній торговій системі (ЕТС), за підсумками яких було укладено 11 договорів на загальну суму понад 2,4 млн. грн. Крім того, велися продажі сої, пивоварного ячменю, сума контрактів щодо них становила 59,4 тис. грн.

Нині на торговому майданчику Аграрної біржі можна укласти контракти на умовах спот і форвард¹³. Крім того, Аграрна біржа забезпечує:

¹⁰ Янукович доручив до червня 2013 р. підготувати проект закону про деривативи [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/yanukovich-doruchiv-do-cherhvnyya-2013-r-pidgotuvati-proekt-zakonu-pro-derivativi/>

¹¹ Мінекономіки планує з січня 2013 року запустити електронні торги [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://economics.unian.net/ukr/news/143870-minekonomiki-planue-z-sichnya-2013-roku-zapustiti-elektronni-torgi.html>.

¹² Віртуально торгувати сподобалось і агрохолдингам, і дрібним фермерам [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/virtualno-torguvati-spodobalos-i-agroholdingam-i-dribnim-fermeram/>

¹³ Аграрна біржа, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/pro-birzhu/>

- ✓ максимальне спрощення пошуку ринку збуту та постачальників;
- ✓ прозорість ринкового ціноутворення;
- ✓ свободу здійснення брокерської діяльності;
- ✓ безкоштовні та якісні консультації спеціалістів відділу торгів і юридичного відділу щодо ринкової кон'юнктури, процедури укладення договорів, вирішення спорів та інших питань, які стосуються біржової торгівлі;
- ✓ організацію державних закупівель сільськогосподарської продукції.

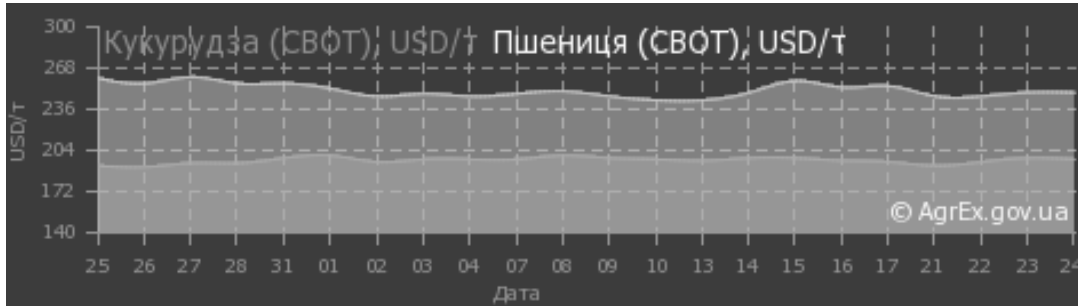


Рис. 20.1. Біржові котирування кукурудзи та пшениці за станом на 08.05.2014 р.

Крім того, необхідно зазначити, що аграрна біржа – це єдина державна товарна біржа в Україні. Створена у 2005 р., вона забезпечує рівні умови для всіх учасників біржової торгівлі та сприяє розвитку ринку товарних деривативів, базовим активом яких є сільськогосподарська продукція. Впродовж останніх років Аграрна біржа займає провідні позиції з організації торгівлі сільськогосподарськими товарами в Україні.

Таблиця 20.4

Зразкова форма опціону на ф'ючерсний контракт
на «Індекс українських акцій» («Індекс UX»)

Біржа	Публічне акціонерне товариство «Українська біржа».
Зразкова форма	Зразкова форма опціону на ф'ючерсний контракт на «Індекс українських акцій» («Індекс UX»)
«Індекс українських акцій» (Індекс UX)	Індекс, який розраховує Публічне акціонерне товариство «Українська біржа» згідно із затвердженою Біржовою радою Методикою розрахунку «Індексу українських акцій»
Сторони опціонного контракту	Утримувач/підписник за опціонним контрактом з одним кодом.
Правила торгівлі в Секції строкового ринку	Правила торгівлі в Секції строкового ринку Публічного акціонерного товариства «Українська біржа».
Угода про систему заходів щодо зниження ризиків	Угода про систему заходів щодо зниження ризиків невиконання зобов'язань за строковими контрактами Публічного акціонерного товариства «Українська біржа»
Опціонний контракт	Опціон на ф'ючерсний контракт на «Індекс українських акцій», умови якого визначаються Зразковою формою.
Ф'ючерсний контракт	Ф'ючерсний контракт на «Індекс українських акцій»
Центральний контрагент	Товариство з обмеженою відповідальністю «Український центральний контрагент».

В цьому контексті зазначимо, що з 6 червня 2012 р. компанія «СМЕ Group» запустила перший ф'ючерсний контракт на пшеницю Причорноморського регіону, який номінований у доларах США. Базис поставки – FOB, обсяг одного контракту – 136 тонн. Торги відбуваються через електронну систему «СМЕ Globex»¹⁴. Залучення контракту на причорноморську пшеницю до заданої електронної платформи частково забезпечить вихід на світові ринки вітчизняних виробників і споживачів пшениці. При цьому треба зазначити, що пересічному національному сільськогосподарському виробнику для того, щоб скористатися таким фінансовим інструментом, необхідно мати у своїй структурі компанію нерезидента, оскільки ціна за контрактом фіксується у доларах США, що ставить вагомі обмеження для більшості сільськогосподарських виробників.

Після другого видання підручника учасники ринку здійснили значні кроки у розвитку торгівлі похідними фінансовими інструментами в Україні. Однак сучасний стан біржової торгівлі свідчить, що вона потребує подальшої перебудови, суттєвої технологічної модернізації, адаптації до правових норм європейського законодавства та впровадження кращої практики функціонування аналогічних систем на світових ринках.

Доцільно визначити перелік товарів, що обертаються на світових ф'ючерсних біржах, оскільки вони є сировинними і більшість з них доволі актуальна для України. Це зернові культури, жива худоба, цукор, спирт, пально-мастильні матеріали, лісові продукти, метали. Стандартні сорти, марки, які є найбільш актуальними для України, вироблення шкали знижок і надбавок до базисних сортів і марок мають визначатися одночасно з двох боків (біржовиками та урядовою комісією). Першим кроком у цьому напрямі можна вважати розроблені Міністерством агропромислового комплексу спільно з Міністерством фінансів та погоджені у Міністерстві юстиції Типові правила біржової торгівлі сільськогосподарською продукцією¹⁵.

У податковому законодавстві необхідно відобразити зміни щодо трактування прибутків від хеджевих та спекулятивних біржових операцій. Доцільно запозичити досвід західних країн щодо пільг при наданні кредитів хеджерам. Тільки за таких умов можна зробити ф'ючерсний ринок масовим, а значить, високоліквідним, здатним визначати центральні ринкові ціни, страхувати виробника і споживача біржових товарів від негативної зміни цін у майбутньому.

Ф'ючерсна сировинна біржа в Україні потрібна для інформації широкого загалу про тенденції світових ринків та цін, порівняння рухів внутрішніх майбутніх цін із світовими. Сьогодні в Україні світові ф'ючерсні ціни публікують лише кілька спеціалізованих видань, розрахованих на вузьке коло фахівців, навіть газета «Бізнес» друкує матеріали про майбутні (ф'ючерсні) ціни, не називаючи їх так, із запізненням на тиждень. Котирувальна таблиця вибіркова, читати її складно, вона не вміщує відомостей щодо цін майбутнього врожаю тощо.

Тільки ретельно сплановане впровадження клірингу в біржову діяльність є гарантією виконання укладених угод і дозволить ф'ючерсним біржам працювати ефек-

¹⁴ Довгоочікуваний контракт у розвитку ф'ючерсного ринку в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.propozitsiya.com/>.

¹⁵ Правила біржової торгівлі, затверджені наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України № 103/44/62 від 3.04.1996 р.

тивно. Лише через впровадження незалежного клірингу на біржі можна працювати і залучати клієнтів забезпеченням високої надійності виконання біржових контрактів як з боку покупця, так і продавця.

На сьогодні розрахунки за біржовими контрактами виконуються через розрахункові рахунки бірж в установах банку. Як правило, ні продавці, ні покупці (члени бірж, що функціонують в Україні) не платять завдатків (ні в грошовій, ні в товарній формі). Створення розрахункових центрів для розрахунків за біржовими контрактами стримує як відсутність фахівців, так і законодавчого забезпечення.

У ході створення Української аграрної біржі, яка неодноразово згадувалася вище, за сприяння урядових структур на рівні Кабінету Міністрів України ця проблема була основною, однак вона не вирішена й досі. Крім того, Постановою Кабінету Міністрів у листопаді 1995 р. ухвалено неправильне рішення: цей документ функції розрахункового центру Української аграрної біржі поклав на банк «Україна». Аналогічно роль розрахункового центру Придніпровської товарної біржі виконував «Приватбанк». Діяльність банку «Україна» підтверджує необхідність заснування спеціальної клірингової установи для розрахунків за ф'ючерсними та опціонними контрактами.

Треба створити один спеціальний банк як розрахунковий центр, але без виконання інших функцій, крім розрахунків та гарантій укладених угод, закріпити це у змінах і доповненнях до ЗУ «Про товарну біржу» та «Про банки і банківську діяльність». Цей банк мають створити члени біржі. Можна і не називати його банком, а як і в країнах з розвинутою біржовою мережею, розрахунковою (кліринговою) установою, палатою, корпорацією тощо.

Вирішувати ж через один комерційний банк питання розрахунків за біржовими контрактами УАБ або будь-якої іншої, на яку покладаються функції центральної, основної біржі, ціни якої будуть котируватись в країні і поза її межами, дуже небезпечно. Та й обраний для цієї мети банк не зможе гарантувати використання завдатків, у т. ч. товарних (які для банку проблематичні), лише для розрахунків за біржовими контрактами; ці кошти можна використати на ризиковані кредити тощо. Розрахункові (клірингові) палати нічим іншим не займаються, а саме вони є гарантами виконання біржових контрактів як з реальним товаром, так і з ф'ючерсами.

Парадоксальність ситуації полягає в тому, що в країнах Заходу це питання відпрацьовувалося понад сто років. І сьогодні сама біржова торгівля, її організаційні форми і техніка проведення операцій постійно вдосконалюються. Організація розрахункових палат як окремих структур, що обслуговують біржу, а сьогодні починають обслуговувати і позабіржовий ринок, встановлення оптимального розміру біржового контракту, методи торгівлі, що використовують нову техніку та технологію (засоби зв'язку, обміну, обробки інформації), роблять біржі особливо привабливою сферою вкладення капіталу.

Цей досвід можна використати і в Україні при організації класичної біржової торгівлі. Спотовий ринок вимагає високих гарантій, однак його формування не має стати самоціллю. За спотовим контрактом ще можна виконати розрахунки через певний банк, який, крім спеціальної угоди із біржею, не буде зацікавлений гарантувати виконання біржових контрактів.

Ф'ючерсний ринок, необхідний для визначення центральних ринкових цін на сировину, капітал та валюту, неможливий без розрахункової (клірингової) установи. Саме вона допоможе вирішити проблеми автоматизації розрахунків з клієнтами, оформлення всіх необхідних документів, пов'язаних з розрахунками, нарахування комісійних, зберігання інформації тощо.

Інвестиції у ф'ючерсний ринок сировини, валюти, кредитних ресурсів постійно збільшуються. В Україні також можна використати ці тенденції, спот-ринок потрібно впроваджувати на найвищому технологічному рівні. Застави продавців товарів, грошові внески передоплати покупців мають виконуватися через налагоджену роботу розрахункових (клірингових) палат з такими самими правами, як у банків для розрахунків, але тільки за біржовими операціями.

Ці палати зобов'язані, крім розрахунків, реєструвати угоди, приймати завдатки від контрагентів, визначені Правилами біржової торгівлі. Тільки така організація спотового ринку сировини та валюти, як база для впровадження ф'ючерсної торгівлі, сьогодні можлива.

Форвардні біржові контракти надзвичайно ризикові і на біржах світу не використовуються. Спотова та ф'ючерсна – ось дві ціни, що постійно порівнюються при біржовій торгівлі.

Товарна біржа у XXI ст. з ринкового інституту перетворилася на фінансовий, однак органічно пов'язана з товарним ринком. Роль біржі сьогодні полягає не в збуті товарів (як на Українській аграрній біржі та ряді регіональних аграрних бірж), а в обслуговуванні торгівлі (здешевлення фінансування, відшкодування різниці цін, підвищення рівня прогнозування майбутніх цін).

Біржа як фінансовий інститут необхідна в Україні для встановлення прогнозних ринкових цін на сировину та залучення товаровиробників до процесу хеджування. Тому на законодавчому рівні треба виробити положення про розрахункові (клірингові) установи товарних бірж і надати їм відповідного правового статусу. Йдеться про необхідність присвоєння цій унікальній організації, покликаній виконувати розрахункові та товарно-розпорядні функції, МФО. У цьому напрямі може працювати уряд разом з Національною асоціацією бірж України.

Саме процес становлення ефективного клірингу суттєво затримує сьогодні діяльність Української аграрної біржі, а закріплення свого часу як розрахункового центру за цією біржею банку «Україна» зробило неможливим впровадження на ній ф'ючерсної та опціонної торгівлі (банк збанкрутував). Це підтверджує той факт, що біржа реального товару не має майбутнього навіть при підтримці урядових структур.

Було згадано негативний досвід валютного строкового ринку Росії, який існує з 1992 р. Перші угоди з ф'ючерсними та опціонними контрактами на курс долара США укладені на Московській товарній біржі (МТБ). За час існування цього ринку валютні ф'ючерси уклалися на чотирьох біржах: Московській фінансовій ф'ючерсній, Московській центральній фондовій, Російській товарно-сировинній та Московській товарній. Перед московською міжбанківською кризою обсяги торгів за валютними ф'ючерсами переважали аналогічний спот-ринок. Восени 1995 р. деякі банки, в яких розміщували депозитні гарантійні внески учасники ф'ючерсних

торгів, збанкрутували, що спричинило паніку і вихід операторів з гри, а на початку 1996 р. МТБ навіть припинила торгівлю валютними ф'ючерсами.

Отже, розрахунки (кліринг) за строковими контрактами – це основа цього ринку. Для його нормального функціонування в Україні необхідно передусім Національному банку України, Міністерству фінансів України, Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку не лише внести зміни у біржове та банківське законодавство, а й виробити положення про розрахунково-клірингові центри всіх бірж і міжбанківської валютної, в тому числі щодо того, де вмістити відомості про виняткову діяльність щодо біржових розрахунків.

Проекти вказаних документів мають вноситися спільно названими організаціями, але сьогодні так не робиться. Без узгоджених законодавчих актів щодо швидкого та ефективного розвитку ринку ф'ючерсів, особливо товарних, пов'язаних з гарантійними внесками, годі й сподіватися. А без ф'ючерсного ринку не буде нормально функціонувати повноцінний ринок взагалі.

Становлення ф'ючерсного ринку сировини органічно пов'язується з розвитком ф'ючерсного ринку іноземної валюти, кредитних ресурсів, цінних паперів.

Стан справ на фінансовому ринку в Україні надзвичайно складний і тому, що тут не запроваджено форвардних і ф'ючерсних контрактів на кредитні ресурси та іноземну валюту. Міжбанківська валютна біржа замість інтенсивного впровадження саме ф'ючерсних контрактів на валюту переходить до торгівлі державними короткостроковими облігаціями знову ж таки лише за спотовими контрактами.

Відсутність фахівців (валютних дилерів) у комерційних банках стримує становлення валютного ф'ючерсного ринку. І, навпаки, в Росії становлення ф'ючерсного ринку більш швидкими темпами відбувається саме на фінансовому ринку. На Санкт-петербурзьких та московських біржах котируються контракти на ставки МІБОР (Московський міжбанківський кредит), тисячодоларові контракти (\$1 000), ліквідні акції тощо. Пасивність Києва, центру фінансового ринку України, викликає велике занепокоєння.

На тлі консерватизму у найгіршому розумінні цього слова похвальною була друга спроба започаткування валютних ф'ючерсних торгів в Україні (у 1994 р. першу спробу на основі контрактів МТБ (м. Москва) на 1 000 дол. зробила Придніпровська товарна біржа). 27 грудня 1995 р. у м. Дніпропетровську на Товарній біржі «Скатуринославська» відбулися перші торги ф'ючерсними контрактами на безготівковий курс карбованця до долара США.

Інтерес до ф'ючерсних торгів як для початку був високим. Тоді ж реалізовано 13 контрактів (13 тис. дол.). Відкрито 14 позицій за термінами поставки на січень, лютий, березень.

Влітку 1995 р. на ринку похідних фінансових інструментів на стадії зародження виникли проблеми. Припинилися (розпочаті навесні) торги опціонами на курс долара Української міжбанківської валютної біржі як на Українській фондовій біржі, так і на Дніпропетровському ринку ф'ючерсів. Не справдилися прогнози щодо двох можливих шляхів розвитку ф'ючерсного валютного ринку. Були надії на те, що або Київ, або Дніпропетровськ залучать серйозних біржовиків, які поведуть за собою інших, і це дозволить створити майданчик ф'ючерсів на УМВБ. Однак поширення так званих периферійних учасників ринку похідних фінансових інструментів не

підштовхнуло розвитку цього ринку навіть через сім років. Зменшення спекулятивних можливостей на спотовому валютному ринку, слабкість ринку акцій приватизованих підприємств вимагає впровадження ф'ючерсних контрактів на валюту, кредитні ресурси і цінні папери.

Повчальним є досвід становлення ф'ючерсного ринку Росії. Як свідчить світова практика, і російська зокрема, ліквідний ф'ючерсний ринок може виникнути лише на базі розвинутого ринку реального товару. Тому і в Росії, і в Україні найбільш перспективним є впровадження строкового контракту на державні короткострокові облигації внутрішньої та зовнішньої позик, відсоткову ставку розміщення банківських кредитів і на окремі ліквідні акції, як, наприклад, РАО ЄС.

У Росії предметом контракту до фінансової кризи 1998 р. був курс державної короткострокової облигації за три- та шестимісячними короткостроковими облигаціям Міністерства фінансів Російської Федерації, який фіксувався на первинному аукціоні їх розміщенням у місяці, відповідному місяцеві поставки за ф'ючерсом. Основою іншого контракту була відсоткова ставка на 90- та 30-денні міжбанківські кредити на суму 10 млн. рублів (Moskow Interbank Offered Rate). Московська міжбанківська ставка з надання кредитів розраховується Інформаційним консорціумом, створеним під егідою Центрального банку Росії на основі ставок найбільших комерційних банків.

Аналогічні контракти доцільно запровадити і в Україні, що додасть стабільності ринкам грошей та державних облигацій. І головну роль у цьому має відіграти Національний банк, без участі якого в ролі агента цього ринку справа з місця не зрушиться. Спроби біржовиків Дніпропетровська у 1994–1996 рр., Києва у 1996–1998 рр. самостійно впровадити ф'ючерсні контракти без активної допомоги НБУ фінансовим ринком не сприймаються. Натомість великі комерційні банки, в першу чергу «Приватбанк», розпочали співпрацю з провідними біржами світу, а саме СМЕ, LIFFE з укладення валютних ф'ючерсних контрактів.

Для великих підприємств, промислово-фінансових груп, фінансових менеджерів, які ведуть розрахунки за значними зовнішньоекономічними контрактами, укладення таких операцій є життєво необхідним. Крім того, всі вони повинні мати засоби отримання більш оперативної інформації: комп'ютерні мережі, електронну пошту, Інтернет та відомі економічні видання. Тільки так можна виконувати хеджеві валютні операції, купуючи та продаючи валюту за ф'ючерсними й опціонними контрактами для страхування реальних валютних розрахунків.

Ринок фінансових ф'ючерсів та опціонів України має розвиватися у двох напрямках:

- 1) впровадження у біржову практику на міжбанківському валютному ринку власних фінансових інструментів, ф'ючерсів і валюти, державних цінних паперів;
- 2) безпосередня участь українських інвесторів у міжнародних ф'ючерсних ринках через укладення угод на провідних ф'ючерсних біржах світу.

Обидва напрями, доповнюючи один одного, допоможуть сформувати в Україні необхідний ринок похідних фінансових інструментів та вертикально структурувати фінансовий ринок загалом.

Резюме

З 1995 р. створюються об'єктивні умови для організації функціонування біржі, здатної виконувати макроекономічні функції, зокрема ціноутворюючу, інформаційну та згодом хеджеву. Цей процес розвивався швидкими темпами ще й тому, що Національному банку України та урядовим структурам вдалося подолати антиринкові настрої, що, в свою чергу, дозволило застосувати біржовий механізм формування ринкових цін на сировину, цінні папери, валюту. Проте через три роки (на початку 1998 р.), урядовці повністю втратили інтерес до біржових структур.

Із впровадженням ф'ючерсної біржі в Україні нині відчутно спізнилися. Як простий гуртовий ринок біржа реального товару не дає макроекономічного ефекту, вона в такій ролі не потрібна. Необхідно сприймати за належне той факт, що біржа служить не для постачання товарів, цю функцію виконує будь-який торговий посередник, дистриб'ютор, дилер тощо.

Біржа потрібна державі для виконання макроекономічних функцій: ціноутворення на сировину, капітал, цінні папери, валюту, хеджування (страхування ризику від негативної зміни цін і курсів валют), інформаційної, стабілізаційної. Біржа потрібна як чутливий барометр, що буде офіційно котирувати (реєструвати) ціни на біржові інструменти, вносячи стабілізаційний ефект в економічну діяльність.

Головними проблемами, які потрібно вирішити при організації ф'ючерсної торгівлі сировиною, є визначення в законодавчому порядку переліку товарів, на які можна укладати ф'ючерсні контракти. Це має робити Комісія з ф'ючерсної торгівлі при Кабінеті Міністрів України або відповідний відділ Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

У зв'язку з тим, що товарний ф'ючерс є інструментом фінансового ринку, було би доцільно доручити регулювати цей ринок саме Комісії з цінних паперів та фондового ринку, відкривши відділ для роботи не тільки з фондовими, а й ф'ючерсними сировинними та валютними біржами. Створення нової державної Комісії з ф'ючерсної торгівлі може зволікатися, а вже сьогодні потрібно визначитися щодо ф'ючерсних контрактів Київської універсальної товарної біржі, Придніпровської біржі та інших бірж-членів НАБУ, сертифікації біржових брокерів.

Ф'ючерси та опціони – це строкові похідні фінансові інструменти, і узаконити їх обіг потрібно як на строковому сировинному ринку, так і на фінансовому.

Ці органи повинні виробляти вимоги щодо стандартизованих ф'ючерсних контрактів за кількістю відкритих позицій покупців і продавців. Це мають бути пільгові умови для брокерів, які виконують хеджеві функції для своїх клієнтів, і водночас жорсткі обмеження щодо позицій спекулянтів.

Для нормального функціонування ф'ючерсного ринку в Україні необхідно, в першу чергу, Національному банку України, Міністерству фінансів України, Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку не лише внести зміни у біржове та банківське законодавство, а й виробити положення про розрахунково-клірингові установи всіх бірж і доручити їм виняткову діяльність щодо біржових розрахунків.

Контрольні запитання

1. З якого року в Україні на урядовому рівні відбуваються позитивні зміни щодо біржового будівництва?
2. Які причини відсутності ф'ючерсних ринків в Україні?
3. Назвіть основні державні органи, від яких залежить процес становлення ф'ючерсних ринків.
4. Для чого потрібна ф'ючерсна біржа на зерновому ринку України?
5. Які методи захисту від цінових коливань на українських експортних ринках Ви знаєте?
6. Назвіть основні шляхи створення товарних ф'ючерсних ринків в Україні.
7. Яку роль у становленні ф'ючерсних ринків повинна відіграти розрахункова (клірингова) установа?
8. Які зміни варто внести у біржове законодавство для активізації процесу становлення ф'ючерсних ринків?
9. У чому полягає основний зміст указів президента щодо розвитку біржового ринку?
10. Назвіть основні положення Концепції розвитку біржового ринку.

Рекомендована література

1. Правила випуску та обігу валютних деривативів : затв. Постановою Правління НБУ № 216 від 07.07.1997 р.
2. Правила проведення торгів у секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі : затв. Біржовим комітетом УМВБ. Протокол №33 від 17.10.1997 р.
3. Практические рекомендации для работы с фьючерсными контрактами в секции срочного рынка УМВБ. – К. : УМВБ, 1998. – 11 с.
4. Правила біржової торгівлі : затв. наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України №103/44/62 від 3.04.1996 р.
5. Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку : Постанова Кабінету Міністрів України № 916 від 17 листоп. 1995 р.
6. Концепція розвитку біржового ринку : Постанова Кабінету Міністрів України № 848 від 5 серп. 1997 р.
7. Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки : Указ Президента України № 1529 від 3 груд. 1999 р.
8. Про заходи щодо забезпечення формування та функціонування аграрного ринку : Указ Президента України № 767 від 6 черв. 2000 р.
9. Українська біржа, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.ux.ua.
10. Розвиток похідних фінансових інструментів в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.mybilliardsonline.com/books/-zbrnik_stattej_-_fnansovokreditnij_mehanzm_aktivizac_nvesticynogo_procesu_-_rozvitok_pohdnyh_fnansovyh_nstrumentv_v_ukran_44.
11. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [доступу: http://www.nssmc.gov.ua/](http://www.nssmc.gov.ua/)
12. Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.
13. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30 жовт. 1996 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [доступу: http://rada.gov.ua](http://rada.gov.ua).

14. Про оподаткування прибутку підприємств : Закон України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [доступу: http://rada.gov.ua](http://rada.gov.ua).
15. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лют. 2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://rada.gov.ua>.
16. Янукович доручив до червня 2013 р. підготувати проект закону про деривативи [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/yanukovich-doruchiv-do-chervnya-2013-r-pidgotuvati-proekt-zakonu-pro-derivativi/>
17. Мінекономіки планує з січня 2013 року запустити електронні торги [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://economics.unian.net/ukr/news/143870-minekonomiki-planue-z-sichnya-2013-roku-zapustiti-elektronni-torgi.html>.
18. Віртуально торгувати сподобалось і агрохолдингам, і дрібним фермерам [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/virtualno-torguvati-spodobalos-i-agroholdingam-i-dribnim-fermeram/>
19. Аграрна біржа, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/pro-birzhu/>
20. Правила біржової торгівлі : затв. наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України № 103/44/62 від 3.04.1996 р.
21. Довгоочікуваний контракт у розвитку ф'ючерсного ринку в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pporozitsiya.com/>.

Тести для перевірки знань до розділу 20

- 1. В Україні почали створюватися умови для організації торгівлі класичним біржовим товаром у:**
 - а) 1992 р.;
 - б) 1995 р.;
 - в) 1991 р.;
 - г) 2001 р.

- 2. Вперше в Україні неемісійні методи ціноутворення на зернові культури було використано у:**
 - а) 1992 р.;
 - б) 1995 р.;
 - в) 1991 р.;
 - г) 2001 р.

- 3. За сприяння уряду в Україні у 1995 р. було створено:**
 - а) Українську аграрну біржу;
 - б) Укראгропромбіржу;
 - в) Київську універсальну товарну біржу;
 - г) Київську біржу «Десятина».

- 4. НБУ України видав заборону на торгівлю строковими валютними контрактами:**
 - а) у 1992 р.;
 - б) у 1995 р.;
 - в) у 1998 р.;
 - г) у 2000 р.

- 5. За рекомендацією НАБУ на українських біржах використовуються такі види контрактів:**
- а) спотовий та опціонний;
 - б) спотовий та форвардний;
 - в) форвардний та ф'ючерсний;
 - г) ф'ючерсний та опціонний.
- 6. Біржова торгівля на аграрних біржах України здійснюється на основі правил торгівлі, затверджених:**
- а) Міністерством економіки та європейської інтеграції;
 - б) Міністерством сільського господарства та продовольства;
 - в) самими біржами;
 - г) Національною асоціацією бірж України.
- 7. Форвардні контракти впроваджувати складно через:**
- а) нерозвинену ринкову інфраструктуру;
 - б) обмеженість фінансових коштів;
 - в) відсутність кредитних ресурсів;
 - г) усі перераховані вище чинники.
- 8. Головним завданням на українському зерновому ринку є створення:**
- а) класу спекулянтів;
 - б) класу хеджерів;
 - в) потужних трейдерів, здатних здійснювати експорт;
 - г) класу біржових посередників.
- 9. Ф'ючерсна торгівля має такі переваги:**
- а) незначні депозити;
 - б) висока ліквідність;
 - в) можливість хеджу;
 - г) усі перераховані вище переваги.
- 10. При становленні ф'ючерсної торгівлі найважливішим є:**
- а) створення розрахункової (клірингової) установи;
 - б) створення інфраструктури;
 - в) створення державного наглядового органу;
 - г) створення ф'ючерсних бірж.
- 11. Державі ф'ючерсна біржа потрібна для виконання:**
- а) функцій гуртової торгівлі;
 - б) макроекономічних функцій;
 - в) функцій ціноутворення;
 - г) інформаційної функції.
- 12. Місце доставки за ф'ючерсними контрактами повинно бути розташовано:**
- а) у столиці;
 - б) у фінансових центрах;
 - в) у транспортних вузлах;
 - г) у портах та транспортних вузлах.

13. Визначати маржі та сорти для ф'ючерсних контрактів повинні:

- а) біржовики;
- б) урядова комісія;
- в) НАБУ;
- г) всі названі учасники.

14. Основними джерелами біржової інформації в Україні є:

- а) НАБУ;
- б) Міністерство сільського господарства України;
- в) біржі;
- г) економічна преса.

15. При створенні УАБ була допущена така помилка:

- а) не було створено типових контрактів;
- б) не обладнали біржову залу;
- в) доручили кліринг банку «Україна»;
- г) не залучили широкий загал торговців.

Ключові слова, нові терміни

- ✓ державна політика;
- ✓ біржове будівництво;
- ✓ ф'ючерсний товарний ринок;
- ✓ ф'ючерсний фінансовий ринок.

СЛОВНИК ТЕРМІНІВ

Active=Asset ¹ (актив)	– майнові права (майно), що належать фізичній або юридичній особі; – частина (ліва) бухгалтерського балансу, яка відображає всі належні підприємству активи (матеріальні цінності, кошти, боргові вимога на певну дату).
Account (рахунок)	– запис фінансових транзакцій для юридичної або фізичної особи, у банку або інших фінансових організаціях.
Account executive (адміністратор)	– службовець брокерської фірми, що веде рахунки клієнтів.
Account statement (виписка з рахунка)	– у виписці подаються узагальнені відомості про операції клієнта за певний період.
Agent (агент)	– фізична або юридична особа, яка виконує функції посередника, уповноваженого здійснювати певні дії від імені іншої особи (принципала) за дорученням і в інтересах цієї особи; – гуртовий

¹ При упорядкуванні глосарію використовувалися такі інформаційно-довідкові джерела:

1. Блэк Дж. Экономика : толк. слов. : англо-русский. – М. : ИНФРА-М : Весь Мир, 2000. – 840 с.
2. Доунс Дж. Финансово-инвестиционный словарь / Дж. Доунс, Дж. Гудман. – [пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд.]. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 586 с.
3. Дякин Б. Г. Энциклопедия рынка. Многотомный пятиязычный словарь-справочник. Термины – эквиваленты – дефиниции – регистры. Т. 2 : Биржи. Финансовая отчетность / Б. Г. Дякин. – М. : ROSBI – РОСБИ, 1995. – 684 с.
4. Дякин Б. Г. Энциклопедия рынка. Многотомный пятиязычный словарь-справочник. Термины – эквиваленты – дефиниции – регистры. Т. 3 : Глобальный бизнес. Интеллектуальная и промышленная собственность / Б. Г. Дякин. – М. : ROSBI – РОСБИ, 1996. – 668 с.
5. Загородній А. Г. Фінансовий словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко. – [4-те вид., випр. та доп.]. – К. : Т-во «Знання» : КОО; Львів : Вид-во Львів. банк. ін-ту НБУ, 2002. – 566 с.
6. Економічна енциклопедія : у 3-х т. / редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К. : Вид. центр «Академія», 2000. – Т. 1 (3093 ст., А–К), 2000. – 864 с.; Т. 2 (1968 ст., К–П), 2001. – 848 с.; Т. 3 (3295 ст., П–Я), 2002. – 920 с.
7. Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. – К. : ВИРА-Р, 2001. – 296 с.
8. Найман Э. Л. Трейдер-инвестор / Э. Л. Найман. – К. : ВИРА-Р, 2000. – 635 с.
9. Розенберг Дж. М. Бизнес и менеджмент : терминолог. слов. / Дж. М. Розенберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 464 с.
10. Розенберг Дж. М. Международная торговля : терминолог. слов. / Дж. М. Розенберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 368 с.
11. Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 601 с.

	торговець, який представляє інтереси продавця чи покупця на відносно постійній основі та виконує певні функції без права власності на товар.
Active month (активний місяць)	– місяці поставок, за якими котируються ф'ючерсні контракти.
Active position (активна позиція)	– позитивна різниця між відсотковими частками фінансового активу в портфелі порівняно з еталонним.
Actuals, physicals (реальні товари)	– товари, які дійсно можна придбати і використати, на відміну від товарів, що продаються і купуються за ф'ючерсними контрактами і представлені лише документами.
Alert (попередження)	– повідомлення про наперед позначену подію на ринку, наприклад, досягнення ціною певного значення.
American Depository Receipts (ADRs) (Американські депозитарні розписки – АДР)	– цінні папери, випущені американськими банками як свідчення непрямого володіння акціями іноземних фірм. Зазначені акції зберігаються на депозиті у банку країни, де фірма зареєстрована.
American-style option (американський опціон)	– дає право його власнику виконати опціон (купити актив, якщо це опціон «кол», чи продати актив, якщо це опціон «пут») у будь-який момент до закінчення дії опціону.
ARBs (арбітражери)	– аббревіатура, що позначає арбітражерів, тобто дилерів, які спеціалізуються на арбітражі.
Arbitrage (арбітраж)	– одночасне придбання валюти, цінних паперів і товарів на одному ринку і продаж їх за вищою ціною на іншому ринку і навпаки. Вигідна біржова угода з використанням різного рівня цін у різних біржових центрах. Безпечна арбітражна угода припускає поставку фізичного товару, але термін використовується також для позначення будь-якої угоди, що використовує різний рівень цін на різних ринках; вид третейського суду для розв'язання суперечок на біржах, ухвала арбітражу обов'язкова для членів біржі.
Ask («аск»)	– пропозиція про продаж банком чи брокером (для іншої сторони – пропозиція купити) певного товару за вказаною ціною.
Ask price (ціна продажу)	– найнижча ціна продажу на даний момент часу, за яку продавець згоден продати свої цінні папери.
At best (ринковий наказ: за найкращою ціною)	– команда брокеру купувати чи продавати акції, цінні папери, товари, валюти тощо за найкращою поточною ціною. Це розпорядження повинно виконуватися негайно незалежно від ринкової ситуації.
At-the-money option (опціон з нульовою «внутрішньою» вартістю)	– опціон типу «кол» або «пут», за яким ціна виконання приблизно дорівнює поточній ринковій вартості даного цінного папера.
Aussie (осси)	– на дилерському жаргоні позначає австралійський долар.

Backwardation (беквардейшн)	– ситуація на товарному і валютному ринках, коли ціни на активи з умовою поставки в майбутньому є нижчими від цін на актив з умовою поставки в найкоротші строки. Наприклад, ціна нафти з поставкою в березні 18,65 дол. за барель, а в липні – 17,10 дол. за барель. У такому разі беквардейшн за 5 місяців порівняно з беквардейшн становить 1,55 дол. за барель. Антонім – контанго.
Barometer (барометр)	– економічні та ринкові дані, які використовуються для визначення загальних тенденцій; наприклад: рівень безробіття, процентні ставки та рівень споживання.
Basis (базис)	– різниця між ціною товару, проданого з умовою поставки у певний строк (за ф'ючерним контрактом) і ціною цього самого товару, проданого за готівку з умовою негайної поставки. Премія або знижка між спотовою ціною і біржовим котируванням.
Basis price (базисна ціна)	– ціна, погоджена продавцем та покупцем на момент укладання ф'ючерної угоди.
Bear («ведмідь»)	– біржовий спекулянт, який, передбачаючи зниження цін, продає ф'ючерні контракти з надією купити їх до моменту виконання угоди за нижчим курсом (ціною) і таким чином отримати прибуток на різниці цін. Біржовий жаргон. Справжні ведмеді, нападаючи на ворога, б'ють лапою згори вниз, звідси й аналогія зі словом «знижувати»; – трейдер, який грає на зниження ціни.
Bear market (ринок «ведмедів»)	– ринок, що має тенденцію до зниження ціни в результаті значної пропозиції.
Beta – beta coefficient (Бета або коефіцієнт бета)	– статистична оцінка співвідношення між рівнем ризику індивідуальних акцій або портфельних акцій і ризику всього ринку акцій. Бета акцій або портфель акцій вимірюється волатильністю цієї акції і портфеля відносно темпів зміни курсів всього ринку акцій.
Bid («Бід»)	– пропозиція купити актив (якщо немає інших умов) за запропонованою ціною.
Bid price (ціна покупки)	– найвища ціна на даний момент часу, яку покупець згоден заплатити за цінний папір.
Big figure (велика фігура)	– на дилерському жаргоні позначає базове число 100 пунктів.
Blue chip («голуба фішка»)	– акції найбільших і найбільш відомих компаній з хорошою прибутковістю і стійкою практикою виплати дивідендів. Назва походить від кольору найдорожчих фішок при грі у покер. Компанії – «голубі фішки» добре відомі, мають хороші показники зростання і великі активи. Основна частина інвестиційних портфельів інституціональних інвесторів складається з «голубих фішок».
Bond (облігація)	– боргове зобов'язання, що видається позичальником кредиторю. Облігації, як правило, випускаються державою, місцевими органами влади чи компаніями у формі цінних паперів з фіксованою процентною ставкою. Існує багато різновидів облігацій: з фіксованими чи змінними процентними ставками, з правом достроково-

	вого погашення чи без нього, коротко- і довгострокові, забезпечені та незабезпечені тощо.
Bonification (боніфікація)	– доплата до ціни товару, фактична якість якого вища від передбаченої угодою чи стандартом; – повернення податків, стягнених за товари, що вивозять за кордон, з метою підвищення їх конкурентоспроможності на світовому ринку; – одноразовий грошовий внесок власника облігацій державної позики в разі їх конверсії.
Bonus (бонус)	– додаткова винагорода, премія; – додаткова цінова знижка, яку надає продавець за умовами контракту чи постійним покупцям; – комісійна винагорода за надання послуги щодо купівлі-продажу товару.
нім. «Börse» від лат. «bursa» – гаманець (біржа)	– установа та організаційна форма гуртової (зокрема міжнародної) торгівлі масовими товарами (товарна біржа) або центр систематичних операцій щодо купівлі-продажу цінних паперів (фондова біржа), золота і валюти (валютна біржа), а також строкових контрактів із зазначеними активами. Біржа є основною ринковою організаційною структурою, що опосередковує, регулює, формує вільні товарно-грошові товарообмінні відносини.
Bougant (боянт – активний)	– стан ринку, коли у зв'язку із загальними умовами легко піднімаються ціни.
Box spread (спред «коробка»)	– комбінація опціонів «кол» і «пут» з однаковою ціною виконання.
Break (брейк)	– швидке, неочікуване зниження цін на біржі.
Break-forward («брейк-форвард»)	– контракт на грошовому ринку, що поєднує у собі риси форвардного валютного контракту і валютного опціону. Форвардний контракт може бути погашеним достроково за раніше узгодженим валютним курсом, залишаючи свободу дій у випадку, якщо на ринку складеться сприятлива ситуація. У таких контрактах не передбачена премія на опціон; витрати включаються у фіксований валютний курс.
Break-out (пролом, пробоїна)	– проходження ціною рівня опору (перевищення) або підтримки (зниження).
Broker, floor broker, ring broker (брокер)	– акредитований (zareєстрований) на біржі агент для придбання продажу ф'ючерсних та опціонних контрактів з товаром, цінними паперами або валютою. Офіційний посередник; член біржі, що укладає угоди у біржовій ямі (кільці) як безпосередньо для себе, так і для клієнтів за винагороду (як правило, 0,25–3% від вартості угоди).
Brokerage (брокерідж)	– винагорода, або комісія, що виплачується брокерові за послуги. Встановлюється у фіксованій сумі або у відсотках до суми укладеної угоди.
Bull («бик»)	– біржовий спекулянт, що купує товари та цінні папери, очікуючи підвищення цін. Біржовий жаргон. Бик б'є рогами знизу догори, звідси й аналогія зі словом «підвищення».

Bull market, bullish (ринок «бика»)	– ринок, ціни на якому підвищуються впродовж тривалого часу; ситуація на ринку з тенденцією до можливого підвищення цін у результаті високого попиту.
Bull note (облігація «бика»)	– облігація, викупна вартість якої прив'язана або до індексу цін (наприклад, до індексу «FTSE 100»), або до ціни товару (наприклад, до золота). Таким чином, власник облігацій «бика» при її погашенні отримає суму, що перевищуватиме номінал облігації, якщо ціна чи індекс зростуть (і навпаки, менше від номінальної вартості, якщо індекс або ціна знизиться). З облігацією «ведмедя» відбувається зворотнє. Отже, облігації «бика» чи «ведмедя» схожі на звичайні, проте вони є ще й опціоном, який відкриває можливості для хеджування і спекуляцій.
Butterfly («метелик»)	– дилерська стратегія, яка використовується у торгівлі опціонами. Передбачає одночасне придбання і продаж опціонів «кол» (право на придбання) з різними цінами виконання або з різними термінами виконання опціону. «Метелик» є найбільш прибутковою стратегією в умовах, коли курс цінного папера коливається у вузьких межах.
Buy (покупка)	– покупка.
Buying forward (форвардне придбання)	– придбання товарів, цінних паперів, валюти та іншого з фіксованим терміном їх поставки на будь-яку дату в майбутньому, щоби відкрити позицію «бика» або закрити «ведмежу» позицію.
Buying hedge (хеджування придбанням)	– операція з хеджування цінових ризиків купівлею ф'ючерсного контракту.
Buying power, excess, excess margin, free credit (вільний залишок)	– кошти на субрахунку клієнта на брокерському рахунку, які можна зняти або використати для відкриття нових позицій.
Cable (кабель)	– на дилерському жаргоні позначає англійський фунт.
Call («кол»)	– вимога сплати маржі; на біржах Англії так називається період сесії, коли торгують контрактами лише з одним місяцем поставки.
Call option (опціон «кол»)	– опціон на придбання, за яким його власник має право (але не зобов'язання) на придбання певного товару або цінних паперів за раніше обумовленою ціною на певну дату або визначений період в обмін на сплату премії.
Candlestick charts (японські свічки)	– один із методів побудови графіків технічного аналізу.
Capital market (ринок капіталів)	– ринок, на якому промислові й торгові компанії, уряди й органи влади залучають довгостроковий капітал. Гроші надходять від приватних інвесторів, страхових компаній, пенсійних фондів і банків. Фондові біржі теж є частиною ринку капіталів, де вони формують ринок акцій та облігацій, які, будучи випущеними, становлять залучений капітал. Саме наявність і ступінь розвитку

	<p>ринку капіталів відрізняє промислово розвинені країни від країн, що розвиваються. В останніх можливості залучення промислового і торгового капіталу або відсутні, або значно обмежені.</p>
Carry-over (перехідний запас)	<p>– кількість товарів (запасів), яка залишилася від одного урожаю до наступного. Ціна певних товарів (наприклад, зерно, кава, цукор тощо) визначається співвідношенням попиту і пропозиції. В свою чергу, пропозиція складається з урожаю даного року і кількості запасів, які залишилися у виробників і торговців з минулого урожаю. Таким чином, при певних обставинах перехідний запас може суттєво впливати на рівень ринкових цін.</p>
Cash flow (рух коштів)	<p>– суми коштів, отриманих чи сплачених підприємством. Плани і звіти щодо руху коштів, що містять очікувані й фактичні надходження та виплати і мають першочергове значення для своєчасних розрахунків з персоналом, кредиторами, постачальниками та ін.</p>
Cash market, spot market (ринок наявного товару)	<p>– ринок товарів з негайною поставкою. Ціни спотового ринку є базовими цінами.</p>
Chart (чарт, графік, діаграма)	<p>– графічне відображення зміни цін та іншої інформації в часі.</p>
Chartist (чартист)	<p>– інвестиційний аналітик, який використовує для аналізу схеми і графіки для відображення минулих коливань курсу акцій, відношення ринкової ціни акції до розміру чистого прибутку в розрахунку на одну акцію, обороту та інших показників окремих компаній з метою прогнозування зміни курсів акцій цих компаній у майбутньому.</p>
Clearing (кліринг)	<p>– система безготівкових розрахунків за товари, цінні папери та послуги, що базується на зарахуванні взаємних вимог і зобов'язань. Кліринговий метод розрахунків широко використовується у біржовій торгівлі товарами, цінними паперами, деривативами. При цьому всі платіжні вимоги передаються до розрахункової (клірингової) палати біржі, яка є третьою стороною у біржових угодах: покупцем стосовно будь-якого члена біржі-продавця і продавцем стосовно будь-якого члена біржі-покупця. За таких розрахунків і покупці, і продавці беруть на себе розрахункові зобов'язання не один перед одним, а перед розрахунковою палатою біржі; – діяльність щодо визначення взаємних зобов'язань і їх заліку за поставками біржового товару та розрахунків за ними; – процедура періодичного взаємозаліку зобов'язань учасників розрахунків певної платіжної системи.</p>
Clearing day (збір кліринговий)	<p>– збір, що стягує клірингова палата за реєстрацію ф'ючерсного контракту.</p>
Clearing house (клірингова палата)	<p>– незалежна організація, яка гарантує своїм членам виконання всіх угод, укладених на товарних і фондових біржах. Розрахункова (клірингова) палата утримує всі депозитні і маржеві зобов'язання членів клірингової палати, які мають щодня викону-</p>

	вати свої зобов'язання перед нею. Клірингова палата виконує всі готівкові розрахунки за угодами, укладеними на (ринку) біржі і забезпечує учасників необхідною документацією для реєстрації угоди.
Clearing fee (клірингові комісійні)	– плата, що утримується агентством, яке є членом товарної біржі, за проведення розрахунків за біржовими угодами.
Clearing contracts (клірингові контракти)	– виконання розрахунків за угодами через розрахункову палату, а не через принципалів.
Clearing member (член розрахункової палати)	– фірма або особа, якій гарантується виконання всіх угод, зареєстрованих на її ім'я, всі вони зобов'язані бути членами біржі.
Close out («закриття»)	– закриття «відкритої» позиції, як правило, на ф'ючерсних ринках, шляхом 1) придбання, яке покриває «короткий» продаж, чи 2) продажу «довгого» придбання.
Close price («тісна» ціна)	– ціни, зареєстровані на кінець робочого дня на товарному ринку чи на фондовій біржі.
Closing deal (угода, що закривається)	– операція на товарному ринку чи на фондовій біржі, в результаті якої відбувається закриття «короткої» чи «довгої» позиції або припиняється відповідальність власника опціону.
Collar («нашийник»)	– комбінація з двох процентних опціонів, яка захищає інвестора від різких коливань процентних ставок. Один із цих опціонів – «шапка» – захищає інвестора від занадто високих значень процентних ставок; другий – «підлога» – застерігає можливі втрати інвестора при різкому падінні процентних ставок.
Commissioner (комісійний брокер)	– дилер, який працює на фондовій біржі, виконує накази про купівлю чи продаж цінних паперів і отримує за свої послуги плату або комісію, розмір якої залежить від суми угоди.
Commission (комісія)	– плата посереднику (наприклад, агенту, брокеру тощо). Комісія, як правило, розраховується як обумовлені відсотки від вартості реалізованих товарів, контрактів. Іноді вся сума комісійних виплачується продавцем, а іноді комісійні розподіляються між продавцем і покупцем в певній пропорції. Комісіонер – це агент, що спеціалізується на купівлі-продажу товарів для свого принципала за кордоном за плату у формі комісії.
Committant (комітент)	– юридична або фізична особа, яка доручає комісіонеру здійснити від свого (комісіонера) імені, але за кошт комітента комісійну операцію. Є власником товару, призначеного до реалізації, а тому може диктувати умови продажу.
Commodity (товар)	– сировинні товари (наприклад, зерно, кава, цукор, вовна тощо) або метали та інші фізичні активи, які продаються на товарному ринку.
Commodity broker (товарний брокер)	– дилер, який здійснює угоди з товарами, насамперед той, хто обслуговує операції на товарному ринку від імені принципалів.

Commodity market (товарний ринок)	– ринок, на якому відбувається торгівля товарами. Як правило, головні ринки товарів знаходяться в країнах походження цих товарів.
Common stock (звичайні акції)	– поширена у США назва звичайних акцій.
італ. «compagnia» (компанія)	– юридична особа – об'єднання власників капіталу (акціонерів) для здійснення певного виду діяльності: торговельної, промислової, фінансової, страхової, транспортної тощо. Аналог поняття «акціонерне товариство».
Confirmation (підтвердження)	– ситуація, коли один показник підтверджує сигнал іншого показника.
Consumer Price Index (індекс споживчих цін)	– показник, що відображає середню зміну цін за певний період (за місяць) на фіксований набір товарів і послуг.
Contango (контанго)	– ситуація на ринку, при якій ціни на поставку товару в найближчому майбутньому нижчі від цін на поставку товару в пізніші строки. Наприклад, котирування вівни становить 4,50 дол. за кг у березні і 4,80 дол. за кг у липні; отже, контанго знижка поточних цін на поставку товару в пізніші строки становить 0,30 дол. за кг.; – різниця між ціною наявного товару, включаючи ренту, страхування і процентний дохід, і його форвардною ціною у тих випадках, коли ціна наявного товару нижча.
Continuation (знижка комісійної винагороди, продовження)	– договір між інвестором і фондовим брокером, за яким останній поступово знижує ставку своїх комісійних, якщо інвестор протягом певного періоду здійснює кілька аналогічних угод; – у технічному аналізі фігура продовження.
Contract (контракт, угода)	– документ, який має умови угоди придбання-продажу, діючи обов'язкову домовленість між продавцем і покупцем.
Contract month (контрактний місяць)	– місяць поставки товару (або готівкового розрахунку за товар) об'єкта ф'ючерсної угоди; місяць, закінчення строку дії договору.
Contract trading volume (контрактний торговельний обіг)	– загальна кількість договорів (угод) на поставку товару, укладених протягом певного часу (за день, за тиждень тощо).
Controlling interest (контрольний пакет акцій)	– пакет акцій компанії, який дає його власнику можливість контролювати компанію. Для встановлення тотального контролю над компанією акціонеру має належати більше половини усіх акцій, що голосують. Однак на практиці для контролю вистачає і значно меншої кількості акцій за умови, що випущені акції, які йому не належать, розпорошені серед решти акціонерів.
Convergence (сходження)	– сходження, зближення між показниками.
Corner (корнер)	– дії групи осіб або фірм на створення дефіциту товару на ринку шляхом скуповування ф'ючерсних контрактів та реального товару з визначеним строком поставки.

Cover (відшкодування)	– внесення депозитних вкладів при відкритті ф'ючерських позицій, зворотний викуп раніше проданого контракту.
Covered bear («захищений ведмідь»)	– особа, яка продала цінні папери, товари чи валюту, яких у неї немає в наявності. При цьому вона має інструмент хеджування, який може бути з прибутком проданим, якщо ціни на ринку почнуть зростати і не вийде з прибутком закрити «ведмежу» позицію.
Covered option (опціон відшкодований)	– опціон одного напрямку, укладений паралельно одним і тим самим учасником ф'ючерського ринку. Наприклад, опціон «кол» і позиція «лонг» за ф'ючерським контрактом.
Covering, to cover short (відкуп)	– викуп досі проданих ф'ючерських контрактів.
Coupon (купон)	– річний процент від номінальної вартості облігації, який гарантує оплату за облігацією.
Crash (крах)	– швидке і значне зниження рівня цін на ринку.
Cross (кросування)	– укладання контракту на придбання товару одночасно з контрактом на продаж цього самого товару в той самий контрактний місяць.
Cross-currency interest-rate swap (валютно-процентний своп)	– процентний своп, при якому обмінюються зобов'язання в одній валюті на зобов'язання в іншій валюті; в момент погашення зобов'язань валюта знову змінюється на первинну. При цьому зобов'язання в одній валюті має фіксовану процентну ставку, а зобов'язання в іншій валюті – плаваючу процентну ставку.
Crossover (перетинання)	– перетинання індикаторів, показників або цін на графіку.
Currency (валюта)	– будь-який різновид грошей, що перебувають в обігу; – все, що функціонує як засіб обігу (у т. ч. монети, банкноти, чеки, прості й перевідні векселі та ін.); – законний засіб платежу.
Currency future (валютний ф'ючерс)	– фінансовий ф'ючерський контракт, відповідно до якого купується чи продається за певним фіксованим курсом валюта з поставкою її через визначений час.
Currency option (валютний опціон)	– контракт, що дає право купити чи продати фіксовану суму валюти за визначеним курсом упродовж певного періоду з виплатою покупцеві винагороди – премії. Валютний курс, зафіксований в опціоні, називається ціною виконання. Це той курс, за яким покупець опціону має право купити чи продати валюту.
Currency price (валюта ціни)	– валюта, в якій встановлюється ціна товару у зовнішньоторговельному контракті або визначається сума надання міжнародного кредиту. Такою валютою може бути будь-яка вільно конвертована валюта (країни продавця, країни покупця чи «третьої» країни).
Currency swap (валютний своп)	– фінансова операція з обміну фіксованої суми однієї валюти на іншу валюту за визначеним курсом.

Day trading (денна торгівля)	– стиль біржової торгівлі при якій позиція відкривається та закривається протягом одного дня (відкрита позиція не переноситься на інший день).
DAX 100	– середньозважений індекс цін акцій 100 найбільших компаній на німецькому ринку.
Dealer (дилер)	– особа, яка сприяє торгівлі фінансовими активами шляхом створення запасів різних цінних паперів. Купуючи папери, дилер збільшує запас, а продаючи – зменшує його, отримуючи прибуток за рахунок різниці цін купівлі та продажу.
Dear money (політика «дорогих грошей», рестриктивна монетарна політика)	– кредитно-фінансова політика, що намагається стримувати отримання кредитів, встановлюючи високі процентні ставки за ними.
Declaration day (закінчення строку опціону)	– останній робочий день, коли опціон може бути «оголошений», тобто його власник повинен заявити, чи має він намір виконати свій опціон на придбання (опціон «кол») або на продаж (опціон «пут») відповідних цінних паперів.
Default (дефолт – невиконання зобов'язань)	– невиконання однією із сторін умов ф'ючерсної угоди: поставка (неодержання) товару, невиконання вимог щодо маржі.
Deflation (дефляція)	– загальне зниження рівня цін; протилежність інфляції.
Deliveri basis (база контракту)	– один або кілька сортів (марок) товару, дозволених для поставки за біржовим контрактом з оплатою за ціною, що відповідає біржовому котируванню. Інші сорти та марки пропонуються зі знижками або надбавками до базового сорту.
Delivery point (пункти доставки)	– визначаються ф'ючерсними біржами конкретні порти, склади тощо для поставки реальних товарів під ф'ючерсні контракти.
Delivery, tender, retender (поставка)	– завершення ф'ючерсного контракту поставкою реального товару або іншого активу.
Delivery date (дата поставки)	– один із днів місяця, в якому повинна бути здійснена поставка за ф'ючерсним контрактом; – дата поставки іноземної валюти за форвардним валютним контрактом.
Delivery month (місяць поставки)	– місяць, обумовлений для поставки за ф'ючерсним контрактом; місяць виконання строкових контрактів (у всіх ф'ючерсних контрактах треба вказувати місяць поставки).
Delta (дельта)	– відношення зміни ціни премії (опціону) до зміни біржового котирування; – ступінь залежності зміни ціни опціону при коливаннях цін базового активу.
Deposit (депозит)	– мінімальний вклад, визначений розрахунковою палатою, на всі угоди, укладені на біржі.

Depository or warehouse receipt (депозитна або товарна розписка)	– документ, який випускається банком або товарним складом ф'ючерсної біржі, що підтверджує право його власника на засоби, розміщені на депозиті або відповідальному зберіганні
Derivative instrument, derivative (похідний інструмент, похідний)	– фінансовий інструмент, вартість якого визначається на основі очікуваних цінних коливань активу, який вони представляють (наприклад, товару, валюти або цінного паперу). Похідні інструменти можуть використовуватися для хеджування позиції або для встановлення «синтетичної» відкритої позиції. Прикладами похідних є ф'ючерси, варанти, опціони, свопи та ін.
Derivative market (ринок похідних)	– ринок опціонів та ф'ючерсів.
Devaluation (девальвація)	– зниження вартості валюти відносно вартості золота або інших валют. Завдання девальвації полягає у тому, щоби зробити експортні товари дешевшими, а імпорتنі – дорожчими, хоча негативним аспектом є втрата довіри до країни, яка змушена девальвувати свою валюту. Девальвація – це захід, на який змушені йти лише країни з фіксованим обмінним курсом національної валюти.
Differential (диференціал)	– премія або знижка до ціни базового сорту, якщо запропоновані до поставки інші сорти.
Differentials (диференціація)	– різниця між розрахунковою ціною на день укладання угоди і наступними розрахунковими цінами. Це прибуток або збитки при ліквідації позиції, можна використати для сплати маржі.
Direct quotation (пряме котирування)	– котирування курсу іноземної валюти відносно одиниці національної валюти.
Discount (дисконт, знижка)	– знижка, процент, що його стягують банки під час обліку векселів; обліковий процент; – у валютних угодах знижка з курсу валюти у строкових готівкових операціях; – різниця між номінальною вартістю цінних паперів та їх біржовим курсом, якщо останній є нижчим за вартість; – різниця між цінами на один і той самий товар з різними термінами постачання; – різниця між форвардним і поточним курсами валют; – відхилення від офіційного курсу валюти у бік зменшення; – знижка ціни на товар у результаті невідповідності його якості, обумовленій у контракті; – різниця між ціною на той самий товар з різними строками поставки. Вислів «липень у дисконті до травня» означає, що ціни на товар у липні нижчі, ніж ціни на товар у травні.
Discounting (дисконтування)	– зведення економічних показників різних років до порівнянного в часі вигляду. Дисконтування здійснюється за допомогою коефіцієнта дисконтування, основою якого є формула складних процентів.
Discount rate (облікова ставка)	– ставка процента, під який центральні банки надають кредити іншим банкам.

Discount securities (дисконтний цінний папір)	– безпроцентний цінний папір, що торгується з дисконтом, тобто зі знижкою до номіналу, і погашається за номінальною вартістю після закінчення строку дії.
Discretionari account (брокерський рахунок, дискреційний рахунок)	– рахунок, за яким брокер від імені власника рахунка має право виконувати операції за ф'ючерсними угодами або опціонами без попередньої домовленості з власником рахунка.
Diversification (диверсифікація)	– включення в інвестиційний портфель цінних паперів широкого кола компаній з метою уникнення істотних втрат у разі зниження їхньої прибутковості, що охопило лише деякі із секторів економіки.
Divergence (розходження)	– розходження, віддалення показників один від одного.
Dividend (дивіденд)	– частина прибутку компанії, яка щорічно розподіляється серед акціонерів після сплати податків, процентів за кредит і відраховань до резервного капіталу.
DJIA, Dow Jones Industrial Average (фондовий індекс Доу–Джонса)	– найбільш поширений індикатор загального стану фондового ринку, середньозважений за ціною індексу за 30 найбільшими компаніями на NYSE, переважно промислових підприємств.
Double auction (подвійний аукціон)	– спосіб торгівлі на окремих товарних ринках, який полягає у вільному біржовому торзі. Покупці та продавці вигукують ціни, за якими вони готові укласти угоди. Якщо покупець і продавець вигукнуть однакову ціну, між ними укладається угода, яка згодом оформлюється у вигляді письмового контракту.
Double option (подвійний опціон)	– комбінація опціона «пут» і опціона «кол».
Double top (подвійна вершина)	– досягнення максимального рівня двічі; те саме, що і double bottom, тільки навпаки.
Economic indicator (економічний індикатор)	– статистичні дані, що відображають загальні тенденції в економіці.
Employee buyout (викуп підприємства персоналом)	– придбання контрольного пакета акцій компанії її персоналом. Це відбувається у тих випадках, коли компанії загрожує ліквідація, а її працівники прагнуть зберегти свої робочі місця.
Equities (акції звичайні)	– звичайні акції компанії, яка котирує їх на фондовому ринку. У випадку ліквідації компанії власники звичайних акцій мають право на розподіл між ними активів компанії, що залишилися після задоволення вимог усіх інших кредиторів.
Erratic (нестійкий ринок)	– ринок, що характеризується швидкою зміною цін, хаотичністю в роботі та різкою зміною трендів.
Eurocurrency (євровалюта)	– валюта, яка розміщена в одній з європейських країн, але не є національною валютою цієї країни. Наприклад, долари США, депоновані в швейцарському банку, називають євродоларами. Євровалюта використовується для надання кредитів, позик і займів.

Eurodollars (євродолари)	– долари, депоновані у фінансових установах за межами США.
Eurobond (єврооблігація)	– облігація, випущена в євровалюті. Євровалютний ринок є одним з найбільших ринків мобілізації капіталів. Існують різні види єврооблігації. Звичайна облігація – «пряма» – є облігацією з фіксованим процентом зі строком обороту від 3 до 8 років. Крім цього, існують облігації з плаваючою ставкою, ставка процента за якими змінюється залежно від ставки пропозиції на ринку депозитів, і «вічні» облігації, строк погашення яких не фіксований.
Euromarket (євrorинок)	– ринок, який виник у 50-х рр. XX ст. для фінансування міжнародної торгівлі. Основними учасниками цього ринку є комерційні банки країн-членів ЄС. Операції проводяться переважно з єврооблігаціями, «єврокомерційними векселями», євронотами та «євроакціями» з номіналами у євровалютах; – європейське товариство, яке розглядається як єдиний великий ринок товарів.
European option (опціон європейський)	– опціон, який дає право на реалізацію лише в момент закінчення дії опціону.
European style option (європейський опціон)	– опціон, який може виконуватися лише в кінці строку його дії.
European Union – EU (Європейський Союз – ЄС)	– міжнародне політико-економічне об'єднання європейських держав. Правовою основою цього об'єднання є Договір про Європейський Союз, підписаний у 1992 р. у м. Маастріхті (Нідерланди).
Exchange (обмін)	– торгівля готовими та сировинними товарами, цінними паперами, акціями, паперовими грошима та ін.; – місце, де відбувається біржова торгівля, тобто фондова або товарна біржа.
Exchange rate (обмінний курс, валютний курс)	– ціна однієї валюти, виражена в іншій валюті. Обмінний курс показує, скільки одиниць валюти будь-якої країни необхідно для придбання однієї одиниці іноземної валюти.
Expensive (дорого)	– вище від обґрунтованої, «справедливої» ринкової ціни.
Expire date (дата закінчення строку)	– дата завершення строку контракту; – останній день строку опціону.
Exempt securities (позаспискові цінні папери)	– цінні папери, торгівля якими здійснюється без включення до списку (лістинг) організатора торгівлі (біржі).
Exercise date (дата закінчення строку опціону)	– термін, коли утримувач опціону, який вільно обертається, може викликатися для використання свого права на виконання опціонної угоди.
Exercise price, striking price (ціна використання опціону)	– ціна акції, за якою особа, яка купила опціон, може придбати відповідний цінний папір у випадку опціону «кол» чи продати його – опціон «пут».
Evening up (вирівнювання)	– виконання офсетної угоди шляхом відкупу досі проданих контрактів.

Fast market («швидкий ринок»)	– ф'ючерсний ринок, на якому ціни змінюються так швидко, що брокери не встигають точно і в термін виконувати заявки клієнтів. У випадку «швидкого ринку» брокери мають право відхилитися від стандартних правил виконання розпоряджень клієнтів.
Fee (премія)	– термін, що вживається для позначення ціни опціону.
Fill («виконати наказ»)	– виконати біржову угоду.
Financial futures (фінансові ф'ючерси)	– ф'ючерсні контракти за угодами з валютою або процентними ставками. На відміну від простих форвардних контрактів на строк, ф'ючерсні контракти можуть продаватися або купуватися на спеціалізованих ринках.
First notice days, notice day (день повідомлення про поставку)	– день, коли можна подавати повідомлення про поставку, як правило, за кілька днів до початку місяця поставки.
Fixed exchange rate (фіксований обмінний курс)	– обмінний курс між різними валютами, який встановлюється урядом і підтримується ним шляхом скуповування чи продажу своєї валюти для підтримки чи зниження її курсу.
Flat (флет)	– рух цін без певного тренда. Як правило, горизонтальний відносно осі часу.
Floating exchange rate (плаваючий валютний курс)	– курс однієї валюти відносно іншої, який вільно коливається залежно від ринкової ситуації. Плаваючий курс сьогодні характерний для більшості провідних валют і країн.
Floor (приміщення)	– приміщення, в якому здійснюються ділові операції. Приміщення на фондовій, товарній біржах, в якому укладаються угоди. До участі в них допускаються лише члени біржі.
Floor broker (біржовий брокер)	– людина, яка здійснює операції для третьої сторони у біржовій залі.
Floor trader (маклер торговельного поля)	– біржовий маклер, брокер, зареєстрований працівником торговельного поля, який виконує всі біржові операції для свого брокера в операційній залі біржі. Він також називається представником ринку/біржі.
Flurry (біржова паніка)	– вибух бурхливої діяльності, короточасний ажіотаж на спекулятивному, особливо фінансовому, ринку.
Foreign exchange (іноземна валюта)	– валюта іноземних держав. Вона купується та продається на валютних ринках.
Foreign exchange market (валютний ринок)	– міжнародний ринок, на якому продаються іноземні валюти. На цьому ринку діють переважно дилери, найняті комерційними банками, та агенти з купівлі-продажу іноземної валюти.
FOREX (форекс)	– позабіржовий ринок, де покупці і продавці проводять валютні транзакції.

Forward dealing (угода на строк)	– угода з товарами, цінними паперами, валютою, вантажами, що передбачає їх поставку в такий-то день у майбутньому за ціною, яка узгоджена під час укладення контракту, який називається контрактом на строк. Така форма торгівлі дозволяє дилерам і виробникам покривати свої майбутні потреби шляхом хеджування власних невідкладних купівель.
Fundamental analysis (фундаментальний аналіз)	– аналіз базових факторів, що впливають на процес ціноутворення на ф'ючерсні контракти.
Futures (ф'ючерси)	– угоди на строк. Зобов'язання прийняти або поставити товар у майбутньому. Паперові угоди у 98–99% випадків завершаються ліквідацією контрактної позиції шляхом укладання оберненої угоди з виплатою (отриманням) цінової різниці.
Futures market, terminal market, contract market, paper market, commodity exchange (біржа ф'ючерсна)	– сучасна форма товарної біржі, на якій торгують ф'ючерсними контрактами, які закінчуються у 98–99% сплатою цінової різниці між ціною придбання контракту та його ліквідацією шляхом укладання оберненої (офсетної) угоди, і лише у 1–2% шляхом реальної поставки-прийому товару або іншого активу.
Gamma (гамма)	– ступінь зміни дельти (delta) опціону при зміні ціни базового активу.
Gap (розрив)	– ціновий розрив.
Gift («подарунок»)	– на жаргоні трейдерів означає угоду, здійснену за цінами, набагато сприятливішими за ринкові.
Global certificate (глобальний сертифікат)	– документ, оформлений на весь випуск цінних паперів у бездокументарній формі, який підтверджує право на здійснення операцій з цінними паперами цього випуску в Національній депозитарній системі.
G.N.M.A («Джинні Мей»)	– цінні папери, які випускає Американська державна національна асоціація іпотечного кредиту.
Government security (державні цінні папери)	– державні цінні папери.
Granter (грантер)	– продавець опціону.
Greenback («грінбек»)	– паперові гроші в США.
G.T.C. (Д.Д.О.)	– діє до скасування (часу виконання). Наказ брокеру займатися замовленням до його повного виконання або скасування.
Hard currency (тверда валюта)	– валюта, яка приймається як засіб платежу будь-де у світі. Такими є валюти промислово розвинених країн.
Hedging (хеджування)	– страхування цінних ризиків на реальних ринках за допомогою укладання ф'ючерсних контрактів.

High (максимум)	– найвище значення показника за певний період .
Holder, buyer of an option (утримувач опціону)	– особа, яка здобуває право купити або продати цінність, що є основою опціону; покупець опціону.
Horizontal spread (горизонтальний спред, покриття)	– комбінація опціонів з різними строками, наприклад, поєднання опціонів з довгостроковими і короткостроковими правами продажу.
Index futures (індексні ф'ючерси)	– ф'ючерсні контракти на ринку фінансових ф'ючерсів, типу Лондонської міжнародної біржі фінансових ф'ючерсів та опціонів, які дають можливість здійснювати торгівлю ф'ючерсами й опціонами, орієнтуючись на індекс 100 акцій фондового ринку «Файненшл таймс», та індекс 100 Європейського фондового ринку «Файненшл таймс».
Indicators (індикатори)	– математично оброблені дані про ціни фінансового інструменту, що дозволяють характеризувати наявний тренд і його передбачувані зміни.
In-the-money option (опціон при грошах)	– опціон, страйкова ціна якого або ціна виконання вища від поточної ринкової ціни ф'ючерсного контракту.
Initial margin (вступна початкова маржа)	– див. депозит.
Insiders (інсайдери)	– представники керівництва компанії-емітента або обізнані особи, які мають доступ до інформації, здатної істотно вплинути на вартість цінних паперів емітента, але в даний момент закритої для широкого кола інвесторів.
Interest, percentage (процент)	– плата позичальника за користування кредитом чи позикою у боргових відносинах. Проценти бувають простими (нараховують з початкового вкладу) і складними (нараховується з наращеної суми попереднього періоду).
Interest arbitrage (процентний арбітраж)	– операції з іноземною валютою між фінансовими центрами, що використовують різницю в процентних ставках і розбіжності між строковими та реальними валютними курсами.
Interest rate (позичковий процент)	– сума, що утримується з позичальника за надання кредиту чи позики, яка виражається певним відсотком з обсягу кредиту.
Interest-rate futures («процентні ф'ючерси»)	– форма фінансових ф'ючерсів, яка дозволяє інвесторам, менеджерам і власникам портфелів цінних паперів, позичальникам і т. ін. захищати себе від майбутніх коливань процентних ставок. «Процентні ф'ючерси» або угоди на строк з процентними ставками також дозволяють спекулювати на змінах процентних ставок.
Internet-trading (інтернет-трейдинг)	– це самостійна торгівля на біржових майданчиках України через Інтернет.

Intraday trade (денна торгівля)	– торгівля в межах одного дня, коли трейдер намагається закрити всі відкриті впродовж дня позиції перед закриттям ринку.
Intrinsic value (внутрішня вартість)	– різниця між ринковою вартістю цінного папера при продажу опціону й ціною використання опціону: – опціон з «позитивною» внутрішньою вартістю називається опціоном, ціна виконання якого більш вигідна покупцеві, ніж поточна ціна; – опціон з «нульовою» внутрішньою вартістю називається опціоном, поточна ціна якого приблизно дорівнює ціні виконання; – опціон з «негативною» внутрішньою вартістю називається опціоном, ціна виконання якого нижча від поточної вартості як відповідного інструменту.
Inverted market (інвертний ринок, «ринок навпаки»)	– ф'ючерсний ринок, де ціни на товари за умови поставки протягом найближчих місяців вищі, ніж на ті самі товари за умови поставки у пізніші строки.
Issuer of securities (емітент цінних паперів)	– держава в особі уповноваженого органу, юридична особа і у випадках, передбачених законодавством, фізична особа. Емітент від свого імені випускає цінні папери і зобов'язується виконувати обов'язки, які виникають за умовами випуску.
Jobbing backwards (біржова гра)	– аналіз минулих угод чи подій та можливих інших варіантів поведінки, якби тоді було би відомо те, що відомо зараз.
Junk bond (високодохідна, але ненадійна облигація)	– облигація з високою ставкою процента, що пояснюється більш високою, ніж звичайно, ймовірністю несплати за нею.
Lambda (лямбда)	– ступінь зміни ціни опціону при зміні її волатильності.
Leverage (левередж, «принцип важеля»)	– у США цим терміном позначається співвідношення між власним і залученим капіталом; – використання компанією власних обмежених активів для гарантії значних позик, які вона бере для фінансування власної діяльності.
Life of contract (строк дії контракту)	– проміжок часу від укладання контракту до моменту закінчення його дії.
Liquidation (ліквідація)	– продаж (закриття) попередньої позиції за ф'ючерсними контрактами або повторне придбання (закриття) досі встановленої позиції. Перше називається «довгою» ліквідацією, друге – «коротким» відшкодуванням.
Liquid market (ліквідний ринок)	– ринок, на якому угоди придбання-продажу можуть виконуватися без будь-яких обмежень через наявність великої кількості учасників.
Limit (ліміт, обмеження)	– встановлена клієнтом певна ціна, яку брокер при виконанні замовлення не може змінити ні в бік підвищення, ні в бік зниження.
Limit order (лімітний наказ)	– наказ, яким клієнт встановлює ліміт на мінімальну реалізаційну ціну чи на максимальну купівельну ціну.

Listing (лістинг)	– допущення цінних паперів до торгів на фондовій біржі та їх реєстрація в реєстрі цінних паперів біржі після лістинг-контролю – передпродажної перевірки їх якості й надійності відділом лістингу відповідно до обов’язкових правил (зокрема за умови надання біржовій раді та потенційним покупцям необхідної інформації про реальний фінансовий стан емітента). Залежно від відповідальності фінансового стану емітента певним вимогам (щодо розміру капіталу, його структури, рівня рентабельності, кількості акціонерів тощо) у процесі лістингу встановлюють категорію цінних паперів. Процедура лістингу здійснюють спеціальні відділи фондової біржі; – угода між емітентом цінних паперів і фондовою біржею чи небіржовими учасниками фондового ринку про передання частини цінних паперів для продажу чи ринкового котирування.
Local («місцевий»)	– член біржі, який має право укладати угоди в операційній залі біржі за свій рахунок або за дорученням членів біржі, але не від імені клієнтів. Це право має окрема приватна особа.
Locked trade (закрита угода)	– опціонна угода, за якою ризик повністю відсутній, якщо тримати опціон до закінчення його дії.
London InterBank Offer Rate (LIBOR)	– процентна ставка, за якою найбільші міжнародні банки надають один одному позики (переважно в євродоларах).
Long (лонг – довгий)	– маклер, який закупив ф’ючерсні контракти, або власник нехеджованих фізичних товарів. «Чистий лонг» – маклер, в якого загальна кількість контрактів на придбання більша від кількості контрактів на продаж товарів, яких продавець не має.
Long position («довга» позиція)	– позиція за строковими угодами при грі на підвищення; – позиція дилера, який займається угодами з цінними паперами, товарами, валютою і т. ін., коли його активи/авуари перевищують продажі, оскільки дилер очікує підвищення цін. Якщо ціни зростуть, це дозволить йому прибутково продавати те, що він притримав.
Long-term bond (довгострокова облігація/ зобов’язання)	– облігація або боргове зобов’язання, строк виплати за якими настане не раніше одного календарного року.
Lot (лот, партія)	– стандартна за кількістю та якістю партія товару, що пропонується для продажу на біржі (аукціоні); – одиниця вимірювання товарів або одиниця торговельної угоди, що дорівнює одному ф’ючерсному контракту; – біржовий контракт.
Low (мінімум)	– найнижче значення показника за певний період.
Management fee (комісійні за управління коштами)	– комісія за управління – плата, що стягується взаємним фондом за управління інвестиціями.
Margin (маржа, різниця, межа)	– різниця між цінами купівлі та продажу цінних паперів або товарів дилером; – для угод з товарами і валютою розмір авансу, що вноситься брокеру або дилеру особою, яка грає на біржі, чи інвестором при купівлі ф’ючерса.

Margin, variation margin (маржа, гарантійний внесок)	– утримана з клієнта грошова сума або застава у брокера для компенсації можливих втрат за відкритими ф'ючерсними контрактами. За правилами біржі, брокер має вимагати від клієнта маржу, якщо нереалізована втрата перевищить 25% від його початкового внеску.
Margin call (вимога про додатковий гарантійний депозит)	– вимога брокера, який укладає угоди з товарами, фінансовими ф'ючерсами або з цінними паперами, до свого клієнта збільшити маржу, тобто обсяг коштів або цінних паперів, депонованих у нього як застави.
Margin lending (маржинальне кредитування)	– кредитування інвестора грошовими коштами або цінними паперами під заставу поточної вартості його активів (цінних паперів та / або грошових коштів).
Market (ринок)	– територія, на якій відбувається зустріч продавців і покупців для того, щоб обмінятися тим, що становить вартість; – організовані збори/зустріч людей, коли відбувається торгівля товарами, цінними паперами, валютою тощо; – попит на певний товар чи послугу, який часто вимірюється обсягами продаж за певний період.
Market order (ринковий наказ)	– розпорядження брокеру фондової чи товарної біржі, дилеру та іншим фахівцям негайно продати або купити певну кількість товарів чи цінних паперів за кращою ціною, доступною зараз.
Market maker (маркетмейкер)	– дилер, який здійснює операції з цінними паперами на фондовій біржі. Він продає і купує цінні папери як принципал від власного імені і тому повинен оголошувати ціну, за якою він буде продавати чи купувати конкретний цінний папір у визначений час;
Market price (ринкова ціна)	– ціна сировини, продукту, послуги, цінного папера та іншого на відкритому ринку (середнє арифметичне між ціною придбання та продажу).
Maturity date (строк платежу/погашення)	– дата, за якою настає строк платежу за такими документами, як облігація, перевідний вексель або страховий поліс.
Maxi-mim fluctuation (межі коливань/зміни ціни)	– максимальне щоденне коливання (відхилення) ціни, що допускається на окремих ринках.
Meltdown («плавлення»/некерований розпад)	– катастрофічне, некероване й безконтрольне зниження цін на акції.
Money market (грошовий ринок)	– ринок валют і благородних металів як доповнення до ринку короткострокових позик.
Moving average, MA (ковзуча середня)	– послідовність чисел, кожний елемент якої є середнім усіх чисел за попередні n днів, де n – параметр ковзучої середньої.
Narrow money («вузькі» гроші)	– неформальна назва показника грошової маси в обігу М0, а іноді й М1, тобто тієї частини грошей в обігу, які можуть безпосередньо виконувати функцію засобу обігу.

NASD (НАСД)	– Національна асоціація дилерів з цінних паперів. Саморегульована організація, що встановлює правила для своїх членів і регулює діяльність брокерів та дилерів на позабіржовому ринку.
National Association of Securities Dealers Automated Quotations – NASDAQ (НАСДАК)	– автоматизовані котирування NASD. Автоматизована загальнонаціональна телекомунікаційна мережа, керована NASD, що об'єднує дилерів та брокерів на позабіржовому ринку.
Net income (чистий дохід)	– сума доходу, яка залишається після виплати з отриманого валового доходу податкових платежів, зокрема податку на додану вартість, акцизного збору, митних та деяких інших зборів.
Netting (взаємна компенсація вимог і зобов'язань)	– процес взаємозаліку вартостей, які врівноважують обсяги продажу та придбання. Це стосується насамперед купівлі-продажу ф'ючерсів, опціонів і форвардних угод з іноземною валютою.
Nikkei Index (індекс Ніккей)	– індекс акцій 225 провідних компаній, що продаються на фондовій біржі Токіо.
Normal distribution (нормальний розподіл)	– статистичний розподіл, який описує частоту настання випадкових подій; розподіл має характерну дзвоноподібну, параболічну форму – симетричну, що досягає до нескінченності в обидва боки; відомий також як розподіл Гауса.
Note (білет)	– простий вексель; боргове зобов'язання.
Notice day (день повідомлення)	– день, в який повинно надійти повідомлення про те, що товари, передбачені контрактом, укладеним на товарному ринку, надійдуть і контракт не буде анульовано іншим.
Notice of delivery (повідомлення про поставку – потис)	– повідомлення продавця ф'ючерсного контракту про наміри поставити реальний товар для виконання цього контракту.
Novation (новація)	– заміна одного ф'ючерсного контракту на інший з протилежною позицією або зміна продавця чи покупця за ф'ючерсним контрактом, який закінчується ліквідацією через поставки реального товару.
Numbers («числа»)	– жаргонний термін, що застосовується трейдерами щодо інформаційних випусків економічних показників.
Offer (пропозиція)	– пропозиція продавця продати товар за визначеною ціною.
Offset (офсетна угода)	– обернена ф'ючерсна угода, за допомогою якої ліквідується позиція. Раніше придбані контракти продаються, раніше продані викуповуються, в учасника ринку не повинно залишитися жодних зобов'язань.
Off-Shore (офшор)	– центр спільного підприємництва, в якому існує пільговий режим для фінансово-кредитних операцій з чужоземними резидентами і в чужоземній валюті.

Old Lady («стара леді»)	– банк Англії. Введено британським політиком і драматургом Р. Шеріданом.
Omnibus account (рахунок «Омнібус»)	– рахунок, який веде один брокер в іншого, в якому угоди двох чи більше осіб ведуться разом.
Open interest (відкритий інтерес)	– ф'ючерсні контракти, які поки не закриті. Відкритий інтерес дорівнює загальній кількості «довгих» чи «коротких» позицій, але не їх сумі.
Open position (відкриті позиції, відкриті контракти)	– кількість неліквідованих на кінець дня ф'ючерсних контрактів на придбання та продаж.
Opening prices (ціни відкриття)	– ціни покупців і продавців, які оголошуються на початку операційного дня на будь-якому ринку цінних паперів або товарів.
Option (опціон, угода з премією)	– право (але не зобов'язання) укладати ф'ючерсні контракти на придбання-продаж за обумовленою ціною протягом визначеного проміжку часу. Це право купує покупець опціону у продавця за визначену плату (премію), що дорівнює його потенційним втра-там на ринку.
Order (наказ, доручення)	– наказ клієнта брокерові про виконання біржової операції.
Oscillator (осцилятор)	– група індикаторів технічного аналізу.
OTC market (позабіржовий ринок)	– аббревіатура поняття «позабіржовий або небіржовий ринок цінних паперів».
Overbought (надмірне придбання)	– придбання занадто великої кількості товару порівняно з необхідною чи замовленою кількістю; – придбання більшої кількості цінних паперів чи біржових товарів, ніж це може бути покрито гарантійним внеском дилеру чи брокеру; – занадто швидке покращення кон'юнктури за рахунок надмірного зростання обсягів придбання.
Overbought market (перекуплений ринок)	– цінний папір, який, на думку аналітиків, досяг максимальної ціни і в найближчому майбутньому його ціна має знизитись, міститись в зоні перекупленості ринку.
Overnight (на наступний робочий день)	– перехід відкритої позиції на наступний робочий день.
Overshooting (надмірне зростання)	– стрибкоподібне підвищення вартості активів з подальшим поступовим відновленням рівноваги, що пояснюється змінами в очікуваннях.
Oversold (надмірний продаж)	– продаж товару чи послуги, який перевищує можливості виробника чи продавця; – різке погіршення ринкової кон'юнктури внаслідок надмірних продажів.

Over-the-counter (OTC) market (позабіржовий ринок)	– ринок цінних паперів, що не котируються на біржі.
Out-of-the-money option (опціон без грошей)	– опціон, страйкова ціна або ціна виконання якого менша від поточної ринкової ціни ф'ючерсного контракту; опціон з негативною внутрішньою вартістю.
Outright forward (звичайна угода на строк)	– контракт на придбання чи продаж у майбутньому будь-якої валюти за фіксованою ціною без виплати відповідних компенсацій.
Paper («папір»)	– жаргонна назва цінних паперів, які можна купувати, продавати чи утримувати як інвестиції/вкладення.
Par (паритет)	– повна відповідність поставленого товару параметрам, закладеним у стандартизованому ф'ючерсному контракті відносно якості та місця поставки.
Parity (паритет)	– рівність у цінах товарів, валют або цінних паперів на окремих ринках.
Par of exchange (валютний паритет)	– розрахунковий курс обміну однієї валюти на іншу, при якому досягається рівновага попиту та пропозиції за кожною з цих валют. Паритет валюти займає проміжне становище між ринковими курсами купівлі й продажу.
Pegging the exchange (фіксація)	– фіксація державою/урядом курсу національної валюти на зарубіжних валютних ринках.
Physicals (наявні товари)	– наявні товари на строкових товарних біржах.
Physical price (ціна реального товару)	– ціна товару, який є в наявності. У більшості форвардних і ф'ючерсних контрактів реальні / наявні товари ніколи не поставляються, оскільки придбання і продажі взаємозараховуються.
Pip(s) point (пункт)	– мінімально можлива зміна ціни.
Pit (яма)	– частина приміщення біржі, підлога якої знаходиться на нижчому рівні, ніж усієї зали. Місце, де укладаються угоди і ведуться торги на фондових чи товарних біржах, біржах фінансових ф'ючерсів та опціонів.
Point (пункт)	– мінімальне коливання цін на біржі.
Position (позиція)	– характеристика того, в якій мірі інвестор, дилер чи спекулянт бере на себе зобов'язання, продаючи або купуючи на ринку цінні папери, валюти, товари і т. ін.; – відкрита позиція продавця або покупця ф'ючерсних контрактів, не реалізоване зобов'язання на біржі.
Pre-market («до ринку»)	– назва угод, укладених до офіційного відкриття ринку.

Premium (премія/надбавка)	– підвищення ціни за умови поставки товару вищої якості, ніж передбачено ф'ючерсним контрактом; – ціна, яку покупець сплачує продавцю опціону, що вільно обертається за право його використання. Надбавки чи премії визначаються на біржі чи на ринку під час вільної торгівлі на торговому майданчику, а їх рівень залежить від попиту і пропозиції на даний опціон у конкретний момент; – різниця між спотовою, наявною ціною при продажу реальних товарів чи валюти та їх форвардною ціною/ціною за угодами на строк.
Price (ціна)	– грошове вираження вартості товару.
Price exchange (ціна біржова)	– ціна, за якою товар реалізують на біржі; формується за співвідношенням попиту і пропозиції. Розрізняють такі види біржових цін: ціна попиту (ціна товару, пропонована покупцем), ціна пропозиції (ціна товару, пропонована продавцем), контрактна ціна (фактична ціна за біржовою угодою), котирувальна ціна (фактична типова середня ціна біржових угод за певний період (біржовий день)). У біржових бюлетенях публікують ціни пропозиції та середні ціни купівлі; – ціна, яку визначають додаванням до біржової котирувальної ціни надвишку або відніманням знижки, залежно від якості товару, віддаленості від місця постачання, інших умов, передбачених біржовими правилами.
Principal (принципал)	– довіритель; особа, від імені якої діє агент або брокер.
Profit (прибуток)	– за разовою угодою різниця між продажною ціною реалізованого товару чи послуги та витратами на їх виробництво (придбання); – за певний період виробничої діяльності різниця між розміром чистих активів на кінець та початок періоду.
Profit taking (фактичне отримання прибутку)	– продаж товарів або цінних паперів з прибутком у результаті поліпшення ринкової кон'юнктури.
Punter (біржовий гравець)	– спекулянт на фондовій біржі, на ринках фінансових ф'ючерсів або товарів, у першу чергу, такий, що розраховує на швидке отримання прибутку.
Put option (опціон «пут»)	– опціон на продаж, який дає право на продаж ф'ючерсного контракту.
Rally (зростання курсів)	– підвищення цін на фондовій біржі чи на товарному ринку після їх зменшення. Як правило, є результатом зміни настроїв учасників ринку.
Range (рейндж, розмах, діапазон)	– різниця між найвищими та найнижчими цінами на один ф'ючерсний контракт за встановлений період.
Reaction (реакція)	– зміна домінуючої на ринку тенденції/тренда на протилежну в результаті надмірних продажів на спадаючому ринку (коли деякі покупці зацікавлені низькими цінами) або надмірного придбання

	під час ринкового підйому (коли деякі учасники намагаються отримати прибуток).
Recession (рецесія, спад)	– уповільнення чи зниження темпів зростання валового національного продукту. Глибокий занепад називається «депресія». Спад супроводжується зниженням рівня інвестицій, зростанням безробіття та зменшенням цін.
Recovery (рікавері)	– поживлення ринку, зростання його обсягів.
Redemption (погашення)	– погашення облигації після завершення строку її обігу чи іншого документа, що засвідчує заборгованість позичальника перед кредитором.
Rent (рента)	– доходи з капіталу, землі або майна, які регулярно одержують їх власники, не займаючись підприємницькою діяльністю.
Resistance (опір)	– сектор максимальних цін на графіку. Лінія опору будується не менш ніж за двома локальними максимумами цін.
Resold market (перепроданий ринок)	– цінний папір, який, на думку аналітиків, досяг своєї мінімальної ціни і в найближчому майбутньому вона має підвищуватися; міститься в зоні перепроданого ринку.
Revaluation of currency (ревальвація валюти)	– підвищення вартості валюти відносно золота чи інших валют. Ревальвація, як правило, організовується державою, яка протягом тривалого періоду має позитивне сальдо платіжного балансу. Результатом ревальвації є здешевлення імпорту при одночасному подорожчанні експорту і, як наслідок, зниження конкурентоспроможності країни на зовнішніх ринках.
Rho (ρ)	– ступінь зміни ціни опціону при зміні ставки фінансування базового цінного папера.
Risk (ризик)	– ймовірність втрат від будь-якої форми завдання збитку; – можливість отримати негативний, від’ємний результат від комерційної діяльності.
Ring (біржове кільце, ринг)	– ф’ючерсний ринок; термін використовується тому, що біржовики під час торговельних сесій стоять або сидять колом. П’ятихвилинні періоди торгівлі металами на ЛБМ.
Risk capital (капітал ризиковий)	– капітал, який використовують не на поточні потреби, а для майбутніх інвестицій або спекуляцій.
Round lot (стандартний лот)	– кількість акцій, що дорівнює стандартній одиниці торгівлі, переважно 100 або число, кратне 100.
Royalty (рояліті)	– відрахування автору (ліцензіару) за право користування предметом ліцензійної угоди – винаходу, патенту, ноу-хау та інших нематеріальних активів (право інтелектуальної власності).
Run to settlement («що дійшов до виконання»)	– позначення ф’ючерсного контракту на біржовий товар, за яким настає строк виконання і який раніше не був погашений відповідним договором про купівлю-продаж, а тому за ним повинна відбутися поставка реального товару.

Словник термінів

Scalper, floor speculator (скалпер)	– член біржі, біржовий спекулянт, що утримує позиції недовго тривало як правило, впродовж кількох хвилин.
Secondary market (вторинний ринок)	– ринок, на якому обертаються вже існуючі цінні папери. У більшості випадків роль вторинного ринку виконує фондова біржа, оскільки розміщення нових емісій становить лише незначну частину біржового обороту.
Security (цінний папір, забезпечення)	– фінансові активи, до яких належать акції, державні цінні папери, облігації, боргові зобов'язання, сертифікати пайових трестів та свідоцтва прав власності на позичені чи депоновані грошові кошти.
Sell (продавати)	– продати.
Sellers over (переважання продавців)	– ринок біржових товарів, цінних паперів і т. ін., на якому після задоволення заявок усіх покупців ще залишилися бажані продати. Такий ринок характеризується тенденцією до зниження цін і називається «слабким».
Selling hedge (хеджування продажем)	– операція з хеджування цінових ризиків продажем ф'ючерсного контракту.
Selling short	– продаж на строк без покриття.
Sensitive market («вразливий» ринок)	– ринок біржових товарів, цінних паперів і т. ін., чутливий до зовнішнього впливу внаслідок його внутрішньої нестабільності.
Settlement price (розрахункова ціна)	– офіційна біржова ціна закриття для контрактів ф'ючерсного ринку.
Share (акція)	– цінний папір, що є титулом власності на частину майна компанії. Акція дає своєму власнику юридичне право на частину прибутку компанії (у вигляді дивіденда) і право голосу.
Shareholder (акціонер)	– власник акцій компанії (акціонерного товариства) або частки (паю) у товариства з обмеженою відповідальністю.
Share splitting (дроблення акцій)	– поділ акціонерного капіталу компанії на дрібніші частини, його розпорошення серед акціонерів.
Short («коротка» позиція)	– позиція торговця при відкритті ф'ючерсного контракту на продаж; – торговець, чия чиста позиція на ф'ючерсному ринку відкритих контрактів на продаж перевищує кількість відкритих контрактів на придбання.
Short covering (закриття «короткої» позиції)	– придбання товарів, які були раніше реалізовані з відкриттям «короткої» позиції, в результаті чого відкрита позиція закривається. Дилери закривають «короткі» позиції у тих випадках, коли очікується зміна цінової тенденції на ринку або коли на ринку спостерігається поживалення і зростання цін.
Short position («коротка» позиція)	– позиція, яку займає дилер з цінних паперів, товарів, валют і т. ін. При «короткій» позиції обсяг продажів, здійснених дилером, перевищує обсяг товарів, які є у нього в наявності.

Short selling («короткий» продаж)	– продаж біржових товарів, цінних паперів, валюти та іншого, що немає в наявності у продавця.
Specialist (спеціаліст)	– дилер, який уповноважений керівництвом біржі підтримувати ринок деяких цінних паперів. Спеціалісти діють як маркетмейкери і зобов'язані виконувати чотири функції: котирувати ціни, виконувати доручення на придбання чи продаж, підтримувати ліквідність ринку та бути посередниками між продавцями і покупцями.
Spot currency market (ринок наявної валюти)	– ринок, на якому валюта продається з поставкою протягом двох днів, на відміну від біржового ринку форвардних угод, де поставка валюти відбувається в майбутньому через зазначену кількість місяців.
Spot month (місяць «спот»)	– місяць, починаючи з якого може відбуватися поставка товарів, що були придбані за ф'ючерсним контрактом.
Spread (спред)	– стратегія спекуляції ф'ючерсними контрактами. Одночасне відкриття «довгої» та «короткої» позиції на однакову кількість контрактів; – різниця між ціною купівлі та ціною продажу цінного папера в один і той самий момент часу.
Standard deviation, STD (стандартне відхилення)	– статистична характеристика, яка свідчить про величину відхилення у послідовності чисел; дорівнює кореню квадратному із суми квадратів відхилень від середнього.
Statement of account (витяг з рахунка)	– різниця між розрахунковою ціною дня укладання угоди та поточною розрахунковою ціною.
Stock exchange (фондова біржа)	– біржа, на якій продають і купують акції та еквівалентні їм цінні папери, наприклад, NYSE і AMEX.
Stock index (Індекс фондовий)	– зведений показник кількох курсів цінних паперів, як правило, акцій, що відображає рівень попиту на фондовому ринку.
Stockbroker (фондовий брокер)	– фондовий брокер – особа, що має ліцензію на операції з цінними паперами, яка купує і продає цінні папери на фондовій біржі від імені своїх клієнтів та отримує за свої послуги винагороду у вигляді комісії.
Stock exchange, market (фондова біржа, ринок)	– ринок, на якому купуються і продаються цінні папери, а ціни на них визначаються попитом і пропозицією.
Stop order (стоп-наказ)	– наказ брокеру про відкриття позиції у тому випадку, коли ціна досягне відповідного рівня; використовується для відкриття позицій та обмеження втрат.
Stop-loss order (наказ про продаж для обмеження збитків)	– наказ брокеру, який діє на фондовому чи товарному ринку, закрити раніше відкриту позицію за певною ціною для обмеження збитків. Такі накази спрямовані на мінімізацію втрат і характерні для швидкозмінних ринків.
Stop-price (стоп-ціна)	– ціна, названа інвестором при подачі «стоп»-заявки або «стоп»-заявки з обмеженням ціни, визначає кордон, коли заявка починає діяти.

Straddle (стредл)	– спекулятивна стратегія, при якій замінюються контракт на придбання контрактом на продаж з іншими строками поставки.
Strap (стреп)	– потрійний опціон на фондовому чи товарному ринку, який складається з одного опціона «пут» і двох опціонів «кол» з однаковими цінами і строками виконання.
Striking price (страйкова ціна)	– ціна виконання опціону.
Strip (стріп)	– потрійний опціон на фондовому чи товарному ринку, який складається з одного опціона «кол» і двох опціонів «пут» з однаковими цінами і строками виконання.
Supply	– пропозиція.
Support (підтримка)	– рівень цін, при якому активні покупки можуть припинитись або розвернути тенденцію до зниження.
Swap (обмін, своп)	– спосіб, за допомогою якого позичальник може обміняти один тип коштів, які він може мобілізувати, на інший, який йому потрібен для розрахунків. Свop відбувається, як правило, за посередництвом банку.
Swissy (свісси)	– на дилерському жаргоні означає швейцарський франк.
Swing (свінг)	– у клірингових угодах – ліміт (гранична сума) кредиту, що взаємно надається сторонами для покриття тимчасового перевищення платежів над надходженнями. Обчислюють у відсотках від обсягу товарообігу сторін; – коливання курсу валюти і цінних паперів, а також цін товарів на біржі.
Switch (переключення)	– закриття контракту на поставку з одним строком з одночасним відкриттям на інший.
Switching («переключення»)	– закриття однієї позиції на товарному ринку та відкриття аналогічної позиції за тим самим товаром, але з іншим терміном поставки; – інтервенція держави на міжнародному валютному ринку з метою припинення впливу її валюти за кордон.
Tail («хвіст»)	– ліва та права межі розподілу ймовірності; «хвостами» вони називаються через свою форму.
Taker (отримувач)	– покупець опціону.
Technical analysis (технічний аналіз)	– аналіз ф'ючерсного ринку та змін на ньому; аналізується ціна, система зміни цін, темпи зміни, кількість укладених угод та кількість відкритих позицій. Дані подаються у вигляді графіків, схем тощо.
Tender (тендер)	– особлива форма подання замовлень на постачання товарів і підрядів на виконання робіт, яка передбачає залучення пропозицій кількох поставальників (підрядників) з метою забезпечення вигідних комерційних та інших умов угоди для організаторів торгів; – письмова пропозиція, заявка щодо намірів поставити товар за строковим контрактом.

Theta (тета)	– ступінь зміни ціни опціону при зміні часу, який залишається до закінчення його строку.
Tick, point («тік»)	– мінімальне коливання біржового курсу; найменша разова зміна цін; – крок, пункт на ринку біржових товарів; мінімально дозволена зміна ціни контракту.
Ticker (тикер)	– букви і цифри, якими позначається емітент у торговій системі.
Time & sales («час і обсяги»)	– офіційна біржова реєстрація цін, яка є основою при вирішенні спорів між клієнтом і брокером.
Time value (часова вартість опціону)	– величина, на яку премія за опціоном перевищує внутрішню вартість опціону.
Time value (теперішня вартість)	– ринкова вартість опціону, яка відрізняється від його «внутрішньої» вартості. Теперішня вартість показує, скільки би коштував опціон при його негайному, достроковому виконанні.
Trade (торгівля, комерція)	– операції з купівлі-продажу на ринку.
Trader (торговець)	– той, хто купує і продає цінні папери за власний рахунок.
Trading floor (операційний/торговий зал)	– приміщення на фондовій біржі, товарному біржовому ринку ф'ючерсів та опціонів тощо, в якому дилери вступають в особистий контакт з метою укладення угод купівлі-продажу.
Trading range (торговий рівень)	– сектор цін, у межах якого певний час торгується товар. Як правило, торгівля здійснюється в інтервалі між рівнями опору й підтримки.
Transaction (транзакція)	– угода між покупцем і продавцем.
Trend (тенденція)	– поточний загальний напрям руху ціни.
Value date (дата валютування)	– дата фактичного здійснення будь-якої операції; – дата поставки іноземної валюти.
Variation margins (варіаційні маржі)	– доходи чи збитки за відкритими контрактами на ф'ючерсних ринках, що розраховуються на основі ціни закриття в кінці кожного дня.
Vega (вега)	– ступінь зміни ціни опціону при зміні її волатильності.
Vertical spread (вертикальний спред)	– опціонна стратегія, що полягає в одночасному придбанні «довгого» опціону «кол» і «короткого» опціону «пут» з однаковими строками виконання.
View	– ринковий прогноз трейдера.
Volatility (волатильність)	– мінливість показників, яка вимірюється у стандартних, середньоквадратичних відхиленнях.

Volume (обсяг)	– показник активності торгівлі, що обчислюється за певний період. На товарних ринках денний обсяг відображає кількість придбаних і проданих протягом дня лотів.
Volume of trade (обсяг торговельних угод)	– кількість укладених ф'ючерсних контрактів на придбання-продаж за конкретний період. Вказується у біржових котируваннях провідних бірж світу.
Warrant (варант)	– цінний папір, що забезпечує власнику право підписатися на звичайні акції компанії у визначений день за фіксованою ціною. Самі варанти купуються і продаються на фондових біржах і є аналогами фондових опціонів.
«Wechsel» нім. (вексель)	– цінний папір, що засвідчує безумовне грошове зобов'язання боржника (векселедавця) сплатити в певний термін зазначену суму грошей власнику векселя (векселетримачу). Розрізняють прості та переказні векселі. У процесі обігу вексель передається через передавальний напис – індосамент.
Write (підписуватися)	– продавати опціон.
Writer (андерайтер)	– маклер в операціях з цінними паперами; – фізична або юридична особа, яка гарантує емітенту цінних паперів їх розміщення (продаж) на ринку на узгоджених умовах за відповідну винагороду; – продавець опціону.
Yield (дохід)	– дохід від інвестицій, що виражається різними способами; – поточний дохід залежить від ринкової ціни цінного папера.
Yield curve (крива дохідності)	– графік залежності ставок дохідності від строку погашення.

УМОВНІ СКОРОЧЕННЯ, що вживаються у біржових відомостях зарубіжних економічних видань

<i>AFBD</i>	– Асоціація брокерів та дилерів ф'ючерсних операцій, Великобританія (Association of Futures Brokers and Dealers, UK)
<i>AISPA</i>	– Американський інститут (American Institute of Certified Public Accountant)
<i>AMEX</i>	– Американська фондова біржа (The American Stock Exchange)
<i>ASE</i>	– Альбертська фондова біржа (The Alberta Stock Exchange)
<i>AUD</i>	– австралійський долар
<i>Barrel</i>	– барелі
<i>Bu</i>	– бушелі (bushels)
<i>BBAISR</i>	– Асоціація британських банкірів
<i>BFE</i>	– Балтійська ф'ючерсна біржа (The Baltic Futures Exchange)
<i>CAD</i>	– канадський долар
<i>CBOE</i>	– Чиказька опціонна біржа (The Chicago Board Options Exchange)
<i>CBT, CBOT</i>	– Чиказька торговельна палата (The Chicago Board of Trade)
<i>CCFE</i>	– Канадська комісія товарних ф'ючерсів (Canadian Commodity Futures Examination)
<i>CFC</i>	– товарні ф'ючерсні контракти (commodity futures contracts)
<i>CFE</i>	– Канадська ф'ючерсна комісія (Canadian Futures Examination)
<i>CFTC</i>	– Комісія з ф'ючерсної торгівлі США (Commodity Future Trading Commission, US)
<i>CHF</i>	– швейцарський франк (swissie)
<i>CME</i>	– Чиказька товарна біржа (The Chicago Mercantile Exchange)
<i>COMEX</i>	– Нью-Йоркська товарна біржа (The Commodity Exchange of New York)
<i>CPI-W</i>	– зведений індекс гуртових цін купівлі (Consumer Price Index-Wholesale)

Умовні скорочення

CSCE	– Нью-Йоркська біржа кави, цукру і какао (The New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchange)
CSI	– Канадський інститут цінних паперів (Canadian Securities Institute)
CWT	– стоуни (сто фунтів)
DJIA	– промисловий індекс Доу–Джонса (Dow Jones Industrial Average)
EDSP	– аббревіатура, яка позначає розрахункову біржову ціну за станом за день до поставки за ф'ючерсним контрактом
EDT	– східний час (Eastern Daylight Time)
ERM	– аббревіатура, яка позначає курсовий механізм
EST	– стандартний східний час (Eastern Standard Time)
EUREX	– Європейська біржа деривативів
EURO (EUR)	– валюта Європейського Союзу
EURONEXT LIFFE	– Об'єднана європейська фондова біржа та біржа деривативів (Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів – The London International Financial Futures Exchange)
FIA	– Фючерсна промислова асоціація (Futures Industry Association)
Fed	– Федеральна резервна система – ФРС (The Federal Reserve System) – державна організація в США, яка формує кредитно-грошову політику. Є найбільш впливовою у світі на макроекономічні явища і процеси
FOOTSIE	– Футсі – жаргонна назва індексу 100 акцій Лондонської фондової біржі, який розраховується аналітиками газети «Файненшл тайме» (FTSE-100)
FOREX	– Міжнародний валютний ринок (Foreign Exchange Operations)
FRA	– базова ф'ючерсна ставка (Futures Rate Agreement)
GBP	– стерлінг (cable)
ICCH	– Міжнародна Клірингова палата товарних ф'ючерсів (International Commodities Clearing House Ltd)
IDA	– Асоціація інвестиційних дилерів (Investment Dealers Association)
IMF	– Міжнародний валютний фонд (International Monetary Fund)
IMM	– Міжнародний валютний ринок Чиказької товарної біржі (International Monetary Market Division of Chicago Mercantile Exchange)
INTEX	– Міжнародна ф'ючерсна біржа, Бермуди (The International Futures Exchange, Bermuda)
IOCC	– Міжнародна опціонна клірингова корпорація (International Options Clearing Corp.)
IOM	– зведений валютний індекс опціонів Чиказької товарної біржі (Index and Options Market Division of Chicago Mercantile Exchange)
IPE	– Міжнародна нафтова біржа, Лондон (The International Petroleum

	Exchange, London, England)
<i>IPU</i>	– індексний крок (Index participation unit)
<i>ISDA</i>	– Міжнародна асоціація дилерів з торгівлі свопами
<i>JPY</i>	– японська єна
<i>KCBT</i>	– Канзаська торговельна палата (Kansas City Board of Trade)
<i>Kiwi (NZD)</i>	– «ківі» – новозеландський долар
<i>LCE</i>	– Лондонська товарна біржа (The London Commodity Exchange)
<i>LONDON FOX</i>	– Лондонська ф'ючерсна та опціонна біржа (The London Futures and Options Exchange)
<i>LSE</i>	– Лондонська біржа металів (The London Metal Exchange)
<i>LME</i>	– Лондонська фондова біржа (The London Stock Exchange)
<i>MACE</i>	– Центральноамериканська товарна біржа (The Mid-America Commodity Exchange)
<i>MATIF</i>	– Паризька біржа фінансових ф'ючерсів (Marche a Terme des Instruments Financiers de Paris / Paris, France Futures Exchange)
<i>MD</i>	– Товарний відділ Монреальської біржі (Mercantile Division of Montreal Exchange)
<i>ME</i>	– Монреальська біржа (The Montreal Exchange)
<i>MITI</i>	– Міністерство міжнародної торгівлі та промисловості (Японія) (Ministry of International Trade and Industry, Japan)
<i>MMI</i>	– базовий ринковий індекс Чиказької торговельної палати (Major Market Index Contract of Chicago Board of Trade)
<i>MMO</i>	– Міжнародний ринок грошей (Money Market Operations)
<i>MONEP</i>	– Паризька біржа опціонів (ZE Marche des Options Negociables de Paris)
<i>NASD</i>	– Національна асоціація дилерів для торгівлі цінними паперами, США (National Association of Securities Dealers, US)
<i>NASDAQ</i>	– Автоматизовані котирування Національної асоціації дилерів цінних паперів (National Association of Securities Dealers Automated Quotations)
<i>NCFE</i>	– Національна комісія товарних ф'ючерсів, США (National Commodity Futures Examination)
<i>NFA</i>	– Національна ф'ючерсна асоціація (National Futures Association)
<i>NYFE</i>	– Нью-Йоркська ф'ючерсна біржа (The New York Futures Exchange)
<i>NYMEX</i>	– Нью-Йоркська товарна біржа (The New York Mercantile Exchange)
<i>NYSE</i>	– Нью-Йоркська фондова біржа (The New York Stock Exchange)
<i>NZD</i>	– новозеландський долар (див. Kiwi)
<i>NZFE</i>	– Новозеландська ф'ючерсна біржа (The New Zealand Futures Exchange)

Умовні скорочення

OSC	– Комісія з цінних паперів, Онтаріо (Ontario Securities Commission)
P/E ratio	– аббревіатура поняття «відношення ринкової ціни акції до чистого прибутку на одну звичайну акцію»
Pip	– «піп» – жаргонне визначення розміру мінімальної зміни ціни, яке використовується на ринку валют і дорівнює одному пункту
PPI	– аббревіатура терміна «індекс цін виробників»
Ppp	– аббревіатура терміна «паритет купівельної спроможності»
PRD (P/D ratio)	– аббревіатура поняття «відношення ринкової ціни акції до дивідендів, які за нею виплачуються»
RHP	– дохід хеджевого портфеля (Return on Hedged Portfolio)
S&P	– Стандарт енд Пурс (Standard and Poor's)
SEC	– Комісія з цінних паперів, США (Securities and Exchange Commission, US)
SFE	– Сіднейська ф'ючерсна біржа, Австралія (The Sidney Australia Futures Exchange)
SGD	– сингапурський долар
SIB	– Палата інвестицій та цінних паперів, Лондон (Securities and Investment Board, London, England)
SIMEX	– Сингапурська міжнародна валютна біржа (The Singapore International Monetary Exchange)
t or / t	– тонна (tonne)
T-BiLL	– вексель державної скарбниці (Treasury Bill)
T-BOND	– облігація державної скарбниці (Treasury Bond)
TCO	– товарний канадський опціон (Trans Canada Options)
TFE	– Ф'ючерсна біржа, Торонто (The Toronto Futures Exchange)
T-NOTE	– казначейське зобов'язання (Treasury Note)
TOCOM	– Токійська товарно-промислова біржа (The Tokyo Commodity Exchange for Industry)
TSE	– Фондова біржа, Торонто (The Toronto Stock Exchange)
VSE	– Фондова біржа, Ванкувер (The Vancouver Stock Exchange)
WCC	– Вінніпезька торговельна клірингова палата (Winnipeg Commodity Clearing Inc.)
WCE	– Вінніпезька товарна біржа (The Winnipeg Commodity Exchange)
WSE	– Вінніпезька фондова біржа (The Winnipeg Stock Exchange)

ЛІТЕРАТУРА

Нормативно-правові акти

1. Господарський кодекс України : ред. від 03.02.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
2. Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні : Закон України від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт ВРУ. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/710/97>.
3. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15/page?text=%EA%EB%B3%F0%E8%ED>.
4. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України // ВВРУ. – 1996. – № 51. – С. 292.
5. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96>.
6. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 06.12.2012 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>.
7. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30.10.1996 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://rada.gov.ua>.
8. Про сертифіковані товарні склади та прості і подвійні складські свідоцтва : Закон України від 20.11.2012 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2286-15>.
9. Про товарну біржу : Закон України від 23.12.2010 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.
10. Про товарну біржу : Закон України від 02.05.2012 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.
11. Про товарну біржу : Закон України від 02.05.2011 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт ВРУ. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1956-12>.
12. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України // ВВРУ. – 2006. – № 31. – С. 268.
13. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.01.2006 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://rada.gov.ua>.
14. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 4.07.2012 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

15. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 01.01.2013 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
16. Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку : Постанова Кабінету Міністрів України № 916 від 17 листоп. 1995 р.
17. Концепція розвитку біржового ринку : Постанова Кабінету Міністрів України № 848 від 5 серп. 1997 р.
18. Податковий кодекс України : ред. від 03.02.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>.
19. Про клірингову діяльність : Положення № 429 від 26.03.2013 р. [Електронний ресурс] / НКЦПФР. – 2013. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0562-13>.
20. Правила біржової торгівлі : затв. наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України № 103/44/62 від 3.04.1996 р.
21. Правила випуску та обігу валютних деривативів : затв. Постановою Правління НБУ № 216 від 07.07.1997 р.
22. Правила випуску та обігу фондових деривативів // Галицькі контракти. – 1997. – № 36. – С. 42.
23. Правила проведення торгів у секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі : затв. Біржовим комітетом УМВБ (Протокол № 33 від 17.10.1997 р.).
24. Про внесення змін до деяких законів України щодо укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів на фондових біржах : проект Закону України [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=33083.
25. Про внесення змін до Закону України «Про податок на додану вартість» (щодо біржової торгівлі зерном) : проект Закону України [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=38511.
26. Про систему депозитарного обліку цінних паперів : проект Закону України [Електронний ресурс] / НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/law/16927>.
27. Про товарний біржовий ринок : проект Закону України [Електронний ресурс] / МЕРТУ. – Режим доступу : <http://www.me.gov.ua/>
28. Про сприяння розвитку в Україні ринку позабіржових «альтернативних» фінансових інструментів : проект Постанови [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=35480.
29. Про заходи щодо забезпечення формування та функціонування аграрного ринку : Указ Президента України № 767 від 6 черв. 2000 р.
30. Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки : Указ Президента України № 1529 від 3 груд. 1999 р.
31. Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.
32. Цивільний кодекс України : ред. від 19.01.2013 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/435-15>.

Література та наукові джерела

33. Акелис С. Технический анализ от А до Я / С. Акелис. – М. : Евро, 2010. – С. 206.
34. Амосов С. Кредитные деривативы в операциях хеджирования / С. Амосов, Л. Гаврилова // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 3.
35. Андреева Г. І. Стратегії хеджування: інструменти та способи застосування / Г. І. Андреева // Інноваційна економіка. – 2010. – № 4 (18). – С. 206–210.
36. Балабанов И. Т. Электронная коммерция / И. Т. Балабанов. – СПб. : Питер, 2001. – 336 с.
37. Банки увеличивают штат и бонусы сырьевых трейдеров на фоне роста цен на медь и нефть [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://news.finance.ua/ru/~1/0/all/2009/08/17/168700>.
38. Белошапка В. Банковские услуги в рамках финансовой инженерии / В. Белошапка // Финансовые услуги. – 1998. – № 7–8. – С. 35–38.
39. Берлач А. І. Організаційно-правові основи біржової діяльності : навч. посіб. / А. І. Берлач, Н. А. Берлач, Ю. В. Ілларіонов. – К. : Фенікс, 2000. – 336 с.
40. Берлач А. І. Біржове право України : навч. посіб. / А. І. Берлач. – К. : Ун-т «Україна», 2007. – 316 с.
41. Гейтс Б. Бизнес со скоростью мысли. – [Изд. 2-е, испр.] / Билл Гейтс. – М. : Эксмо, 2003.
42. Биржевая деятельность : учеб. / под ред. А. Г. Грязновой, Р. В. Кореневой, В. А. Галанова. – М. : Финансы и статистика, 1995. – С. 57.
43. Биржевое дело : учеб. / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998.
44. Біржа [Електронний ресурс] / Аграрна біржа. – Режим доступа : <http://agrex.gov.ua/birzha-eto-tolko-instrument-povyisheniya-effektivnosti-vedeniya-biznesa-i-tolko-uchastniki-agrarnogo-ryinka-mogut-vdohnut-v-nego-zhizn-a-maryuhnich/>
45. Біржове котирування та графік зміни березневого ф'ючерсного контракту [Електронний ресурс] / Офіційний сайт CME Group. – Режим доступа : <http://www.cmegroup.com/trading/agricultural/grain-and-oilseed/corn.html>.
46. Бланк И. А. Торгово-посредническое предпринимательство. Экономические основы биржевой деятельности / И. А. Бланк. – К. : УФГ, 1992. – 230 с.
47. Бобров С. А. Аналіз причин виникнення світової фінансової кризи та її вплив на економіку України / С. А. Бобров // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 33–43.
48. Большая советская энциклопедия. Т. 40. – М. : Изд.БСЭ, 1957. – С. 247.
49. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : ЗАО «ОЛИМП» : Бизнес, 1997. – С. 1037–1041.
50. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – С. 394.
51. Буренин А. Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные / А. Н. Буренин. – М. : НТО, 2011. – 465 с.
52. Буренин А. Н. Хеджирование фьючерсными контрактами Фондовой биржи РТС / А. Н. Буренин. – М. : Науч.-техн. общество им. акад. С. И. Вавилова, 2008. – 174 с.
53. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов / А. Н. Буренин. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 368 с.
54. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов : уч. пособ. / А. Н. Буренин. – М. : 1-ая Федерал. книготорг. компания, 1998. – 352 с.
55. Буренин А. Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки / А. Н. Буренин. – М. : Тривола, 1995. – 240 с.

56. Буруджян Дж. Секреты профессионалов трейдинга. Методы, используемые профессионалам для успешной игры на финансовых рынках / Дж. Буруджян. – М. : SmartBook : И-Трейд, 2010. – 256 с.
57. Вайн С. Инвестиции и трейдинг: Формирование индивидуального подхода к принятию инвестиционных решений / С. Вайн. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – С. 29.
58. Васильев А. Биржевая спекуляция. Теория и практика./ А. Васильев. – СПб., 1912. – С. 168.
59. Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів / З. Васильченко // Банківська справа. – 1998. – № 1 (19). – С. 46–53.
60. Волошин І. Хеджування процентного ризику, приховане у кривих доходності / І. Волошин, М. Волошин // Вісник НБУ. – 2012. – № 6. – С. 34–36.
61. Великобритания: предстоящие изменения финансового законодательства [Электронный ресурс] / World Business Law. – Режим доступа : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2325>.
62. Винер Ф. А. Биржа / Ф. А. Винер. – М. : Волтерс Клевер, 2010. – 544 с.
63. Відрахування фінкомпаній США [Електронний ресурс] / Фінансовий портал Finance.ua. – Режим доступа : <http://news.finance.ua/ua/~1/0/all/2012/04/06/275140>.
64. Газети та журнали «Бізнес», «Фондовий ринок», «The Wall Street Journal», «Finance Times», Internet.
65. Гайдуцький П. І. Біржова торгівля – основа ринку : навч. посіб. / П. Гайдуцький. – К. : УСФА, 1992. – 34 с.
66. Галанов В. А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы / В. А. Галанов. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 464 с.
67. Галанов В. А. Биржевое дело: учеб. / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
68. Галиц Л. Финансовая инженерия: Инструменты и способы управления финансовым риском / Л. Галиц. – М. : ТВП, 1998. – 576 с.
69. Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій із ф'ючерсами і опціонами / С. Геворгян // Вісник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 44–48.
70. Германия: новое законодательство [Электронный ресурс] / World Business Law. – Режим доступа : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1595>.
71. Германия: последние изменения законодательства [Электронный ресурс] / World Business Law. – Режим доступа : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2561>.
72. Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк.. – М. : Дело, 1997. – С. 118.
73. Гниляк В. О. Організація та регулювання ринку товарних деривативів на сільськогосподарську продукцію : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.07.02 «Економіка сільського господарства і АПК» / В. О. Гниляк. – К., 2006. – 22 с.
74. Гордон В. Основні фінансові інструменти міжнародного валютного ринку та перспективи їх розвитку в Україні / В. Гордон // Финансовые услуги. – 1999. – № 3–4. – С. 30–34.
75. Гоффе В. В. Ринок деривативів: зарубіжний досвід та перспективи розвитку в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук / В. В. Гоффе. – К., 2005. – 24 с.
76. Грязнова А. Г. Биржевая деятельность : учеб. / под ред. А. Г. Грязновой. – М. : Финансы и статистика, 1995. – С. 9.
77. Губський Б. В. Біржові технології ринку / Б. В. Губський. – К. : Наука, 1995. – 278 с.
78. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі / Б. В. Губський. – К. : Наукова думка. – 390 с.
79. Губський Б. В. Біржові технології ринку / Б. В. Губський. – К. : Нора-прінт, 1997. – С. 207.

80. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 679 с.
81. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2000.
82. Дегтярева О. И. Биржевое дело : учеб. [для вузов] / О. И. Дегтярева, О. А. Кандинская. – М. : Банки и биржи : ЮНИТИ, 1997. – 507 с.
83. Дегтярьова Н. В. Проблеми розвитку українського строкового ринку / Н. В. Дегтярьова // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – № 18. – С. 68–75.
84. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/>
85. Дмитрук Б. П. Організація біржової діяльності в агропромисловому комплексі : навч. посіб. / Б. П. Дмитрук. – К. : Либідь, 2001. – С. 75.
86. Дозвільна система зернового ринку: спроба спрощення [Електронний ресурс] / Адвокатське об'єднання «Волков і Партнери». – Режим доступу : <http://www.vk-partners.com/site/?act=home&code=news&id=542&setlang=ua>.
87. Долан Э. Дж. Рынок: микроэкономическая модель / Э. Дж. Долан, Д. Линдсей ; пер. с англ. В. Лукасевича и др. ; под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукасевича. – СПб., 1992. – С. 325.
88. Дорман В. Хеджирование – как перспективный инструмент управления рыночными рисками / В. Дорман, О. Соколова // Управление рисками. – 2007. – № 41. – С. 56–60.
89. Економічна енциклопедія : у 3-х т. Т. 1 / рРед. кол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К. : Вид. центр «Академія», 2000. – С. 105–108.
90. Євчук Л. А. Управління ризиками діяльності сільськогосподарських підприємств через механізм хеджування / Л. А. Євчук, А. О. Тарасов // Економіка АПК. – 2013. – № 7. – С. 78–82
91. Єщенко Е. П. Біржа: функції і засади / Е. П. Єщенко // Економіка України. – 1994. – № 3. – С. 16.
92. Жвалюк Ю. Внутрідневная торговля на рынке Форекс / Ю. Жвалюк. – СПб. : Питер, 2000. – С. 23.
93. За I квартал 2012 року загальні активи світових інвестиційних фондів зросли на 4,4% [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/news/164090.html>.
94. Загорський В. С. Ринок цінних паперів / В. Загорський. – Львів : Львівська комерційна академія, 1995. – 171 с.
95. Закарян И. Интернет как инструмент для финансовых инвестиций / И. Закарян, И. Филатов. – СПб. : ВHV–Санкт-Петербург, 1999. – С. 225.
96. Законопроект «Про похідні (деривативи)» зареєстровано у Верховній Раді [Електронний ресурс] / SMIDA. – Режим доступу : [http://smida.gov.ua/news/allnews/zakonoproekt_pro_pokhidni_\(derivativi\)_zareehstrovano_u_verkhovnijj_radi](http://smida.gov.ua/news/allnews/zakonoproekt_pro_pokhidni_(derivativi)_zareehstrovano_u_verkhovnijj_radi).
97. Зарубежный опыт правового регулирования деятельности саморегулируемых организации [Електронний ресурс] / Информационный ресурс Общественного совета по вопросам развития саморегулирования. – Режим доступу : http://www.sro.org.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=568&Itemid=177.
98. Иванов К. А. Стратегия управления рисками на срочном рынке производных финансовых инструментов в условиях глобализации : дис. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.10 / К. А. Иванов. – Ростов-на-Дону, 2005. – 172 с.
99. Иванов Ю. А. FOREX : уч. пособ. / Ю. А. Иванов. – М. : ОМЕГА-Л, 2005.
100. Ивашенко А. А. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли) // А. А. Ивашенко. – М. : Междунар. отнош., 1991. – С. 138.
101. Ивашенко А. И. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли) / А. И. Ивашенко. – М. : Златоцвет, 1993. – С. 226.

102. Інформаційна довідка [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>.
103. Історія УМВБ [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української міжбанківської валютної біржі». – Режим доступу : <http://www.uice.com.ua/node/8>.
104. Кавкин А. В. Рынок кредитных деривативов / А. В. Кавкин. – М. : Экзамен, 2001. – 288 с.
105. Казарин М. Перевод фьючерсной торговли в РТС повысил надежность срочного рынка / М. Казарин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 219 (2040). – С. 12.
106. Кан М. Технический анализ. Просто и ясно. – [2-е изд.] / М. Кан. – СПб. : Питер, 2011. – С. 53.
107. Кандинская О. А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии / О. А. Кандинская. – М. : Изд-во АО «Консалтбанкир», 2000. – 272 с.
108. Кашпір Р. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків / Р. Кашпір, П. Матвієнко // Банківська справа. – 1998. – № 2 (20). – С. 2–16. – № 3 (21). – С. 50–55.
109. Киреев А. Международная экономика : в 2-х ч. Ч. 2 : Международная макроэкономика: Открытая экономика и макроэкономическое программирование / А. Киреев. – М. : Междунар. отнош., 1999. – 484 с.
110. Киселев М. В. Российский рынок срочных финансовых инструментов: проблемы и перспективы развития : автореф. дис. на соискание науч. степени докт. экон. наук : спец. 08.00.10 / М. В. Киселев. – Саратов, 2010. – 39 с.
111. Ковни Ш. Стратегии хеджирования / Ш. Ковни, К. Такки. – М. : ИНФРА-М, 1996. – С. 9, 14.
112. Колісник М. В. Економічна оцінка і регулювання біржової діяльності та брокерського обслуговування (на прикладі реалізації продукції промислових підприємств) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон. наук : спец. 08.00.05 / М. В. Колісник ; Державний університет «Львівська Політехніка». – Львів, 1993. – 19 с.
113. Коннолли К. Купівля та продаж волатильності / К. Коннолли. – М. : ІК : Аналітика, 2001. – 264 с.
114. Контрольно-ревізійна діяльність [Електронний ресурс] / Офіційний сайт НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/activities/controlaudit>.
115. Коппел Р. Быки, медведи и миллионеры. Хроники биржевых сражений / Р. Коппел. – М. : SmartBook, 2011. – 264 с.
116. Корельский В. Ф. Биржевой словарь / В. Ф. Корельский, Р. В. Гаврилов. – М. : Междунар. отнош., 2000. – 288 с.
117. Котирло О. О. Біржове право : навч. посіб. / О. О. Котирло. – К. : Центр уч. л-ри, 2012. – 268 с.
118. Котирування акцій Алчевського металургійного комбінату [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Української біржі. – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ua/issue.aspx?code=ALMK>.
119. Котирування акцій компанії P&G [Електронний ресурс] / Офіційний сайт NYSE EURONEXT. – Режим доступу : <http://www.nyse.com/about/listed/lcddata.html?ticker=PG&fq=5&ezd=1D&index=1>.
120. Котирування нафти [Електронний ресурс] / Офіційний сайт CME Group. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/trading/energy/crude-oil/light-sweet-crude.html>.
121. Коттл С. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок. – М. : Олимп-Бизнес, 2000. – С. 130.
122. Кофман А. Тайны биржевых спекуляций / А. Кофман. – М. : Изд. журн. «Торговое дело», 1898. – 40 с.
123. Кравченко Ю. Я. Ринок цінних паперів : навч. посіб. / Ю. Я. Кравченко. – К. : Дакор : КНТ, 2008. – 664 с.

124. Кравченко Ю. Я. Рынок ценных бумаг: курс лекций / Ю. Я. Кравченко. – К. : ВИРА-Р, 2002. – С. 303.
125. Красовский Н. В. Хеджирование как метод управления валютными рисками на рынке срочных финансовых инструментов России : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.10 / Н. В. Красовский. – Саратов, 2012. – 20 с.
126. Крот Ю. Зерновика Украины объединяются в преддверии колоссального дефицита зерна и продовольствия, который прогнозируется специалистами Мирового банка на начало следующего тысячелетия / Ю. Крот // Капитал. – 1998. – № 4 (121). – С. 127.
127. Кузьмін О. Перехід на ф'ючерсні рейки / О. Кузьмін, М. Колісник // Діло. – 1993. – № 14 (121). – С. 3.
128. Кургузкин А. Биржевая торговля. Игра по собственным правилам / А. Кургузкин. – М. : АСТ : Полиграфиздат, 2010. – 256 с.
129. Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта / Э. Лефевр. – М. : Олимп-бизнес, 2010. – 416 с.
130. Лиховидо В. Н. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков: методы прогнозирования и принятия решений / В. Н. Лиховидо. – Владивосток, 1999. – С. 52, 117.
131. Лофтон Т. Основы торгівлі ф'ючерсами / Т. Лофтон. – М. : ІК «Аналітика», 2001. – 280 с.
132. Луцишин З. О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки / З. О. Луцишин. – Тернопіль : Збруч. – С. 333.
133. Майоров С. О современных тенденциях развития клиринга. Ч. 1 : Организация и экспансия / С. Майоров // Рынок ценных бумаг. – 2011. – №6. – С. 30–39.
134. Малюга Н. Проблеми сумісності понятійної бази інвестиційних процесів в Україні та Європейському Союзу / Н. Малюга // Тези доповідей Четвертої міжнародної конференції «Проблеми економічної інтеграції України в Європейський союз: інвестиційні аспекти», 14–16 вересня 1999 р. – Ялта-Форос, 1999. – С. 70–75.
135. Маршал Дж. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Маршал, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – С. 298–341, 261, 784.
136. Матросов С. Рынок деривативов Западной Европы / С. Матросов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 19 (202). – С. 29–34.
137. Машлій Г. Б. Організація та регулювання діяльності товарних бірж : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон. наук. : спец. 08.02.03 – «Організація управління, планування і регулювання економікою» / Г. Б. Машлій. – Львів, 2001. – С. 7.
138. Мельник Ю. Феномен біржової торгівлі на міжнародному ринку творів мистецтва / Ю. Мельник // Збірник тез доповідей V Ювілейної міжнародної конференції молодих вчених та студентів [«Інноваційні процеси економічного і соціально-культурного розвитку: вітчизняний та зарубіжний досвід»]. – Тернопіль : Екон. думка, 2012. – С. 12–14.
139. Мица Ю. В. Правова природа похідних цінних паперів : автореф. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 «Цивільне право і цивільний процес сімейне право; міжнародне приватне право» / Ю. В. Мица. – Х., 2006. – 22 с.
140. Мінекономіки планує з січня 2013 року запустити електронні торги [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://economics.unian.net/ukr/news/143870-minekonomiki-planue-z-sichnya-2013-roku-zapustiti-elektronni-torgi.html>.
141. Міністерство економічного розвитку підвищило контроль товарного біржового ринку [Електронний ресурс] / Gazeta.ua. – Режим доступу : http://gazeta.ua/articles/politics/_ministerstvo-ekonomichnogo-rozvitku-pidvischilo-kontrol-tovarnogo-birzhovogo-rin/476653.
142. Міщенко В. І. Організація ф'ючерсного валютного ринку / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 60–69.
143. Міщук Г. Товарні біржі України: тенденції та проблеми розвитку / Г. Міщук // Економіка України. – 2005. – № 4. – С. 47–53.

144. Мозговой О. Н. Фондовый рынок Украины / О. Н. Мозговой. – К. : УАННП «Феникс», 1997. – 276 с.
145. Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика / Дж. Мэрфи. – М. : Евро, 2008. – С. 17.
146. Найман Э. Малая энциклопедия трейдера / Э. Найман. – К. : Альфа-капитал : Логос, 1997. – 236 с.
147. Найман Э. Л. Мастер-трейдинг: секретные материалы / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – С. 28.
148. Найман Э. Л. Трейдер-инвестор / Э. Л. Найман. – К. : ВИРА-Р, 2000. – 640 с.
149. Найман Э. Л. Малая энциклопедия трейдера / Э. Л. Найман. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 68, 130.
150. Національна Комісія з цінних паперів та фондового ринку, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [доступу: http://www.nssmc.gov.ua/](http://www.nssmc.gov.ua/)
151. Непрядкіна Н. В. Розвиток ринків валютних деривативів у національних валютних системах : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.02 / Н. В. Непрядкіна. – Тернопіль, 2010. – 20 с.
152. Олейникова И. Н. Рынок ценных бумаг [Электронный ресурс] / Aup.ru – административно-управленческий портал. – Режим доступу : http://www.aup.ru/books/m225/6_4.htm.
153. Опис НКЦПФР [Электронный ресурс] / Офіційний сайт НКЦПФР. – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/about/description>.
154. Організаційно-правові основи біржової діяльності : навч. посіб. / А. І. Берлач, Н. А. Берлач, Ю. В. Ілларіонов та ін. – К. : Фенікс, 2000.
155. Пастернак О. Ціна: ризики та страхування її за допомогою аграрних ф'ючерсних бірж? [Электронный ресурс] / О. Пастернак // Агробізнес сьогодні. – Режим доступу : <http://www.agro-business.com.ua/component/content/article/24-agromarketing/1078-2012-06-05-13-57-00.html>.
156. Пейтел Э. Internet-трейдинг. Полное руководство / Э. Пейтел, П. Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. – С. 91, 117.
157. Пензин К. EUREX – слагаемые успеха / К. Пензин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 3 (186). – С. 75–78.
158. Пензин К. Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов / К. Пензин // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 21. – С. 16–23.
159. Пензин К. Современное состояние и тенденция развития мирового рынка биржевых опционных контрактов / К. Пензин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 15 (198). – С. 46–50.
160. Пилипчук В. Товарні біржі в процесі оптової торгівлі / В. Пилипчук // Економіка України. – 1993. – № 9. – С. 62.
161. Пискулов Д. Ю. Теория и практика валютного дилинга (Foreign Exchange and Money Market Operations) : приклад. пособ. / Д. Ю. Пискулов. – М. : ИНФРА-М, 1995. – С. 90, 95, 13.
162. Практические рекомендации для работы с фьючерсными контрактами в секции срочного рынка УМВБ. – К. : УМВБ, 1998. – 11 с.
163. Примостка Л. О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків : навч. посіб. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 1998. – 108 с.
164. Примостка Л. О. Операції хеджування на строкових фінансових ринках / Л. О. Примостка // Банківська справа. – 1999. – № 1 (25). – С. 40–44.
165. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : моногр. / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.
166. Про Асоціацію [Электронный ресурс] / Офіційний сайт Асоціації «Союз бірж України». – Режим доступу : http://www.sabu.org.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=64&Itemid=156&lang=uk.

167. Про діяльність «Української біржі» [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української біржі». – Режим доступу : <http://www.uk.ua>.
168. Раровська В. В. Біржова діяльність : навч. посіб. / В. В. Раровська, Л. А. Останкова, С. Е. Акопов. – К. : Центр уч. л-ри, 2009. – 144 с.
169. Ратьков А. Кратчайший и доступный каждому путь к богатству. Биржевые операции. Популярное руководство / А. Ратьков. – СПб., 1909. – С. 3.
170. Реальна економіка [Електронний ресурс] / Режим доступу : <http://real-economy.com.ua/publication/22/30206.html>.
171. Регулювання ф'ючерських ринків [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://investblog.net.ua/fondovuj-rynok/rehuljuvannja-f-juchersnyh-rynkv>.
172. Резго Г. Я. Биржевое дело : учеб. / Г. Я. Резго. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 272 с.
173. Резго Г. Я. Биржевое дело : учеб. / Г. Я. Резго, И. А. Кетова. – М. : Финансы и статистика, 2009. – 288 с.
174. Реформування податкової системи України: теорія, методологія, практика : моногр. / Ф. О. Ярошенко, П. В. Мельник, А. І. Мряковський та ін. ; за заг. ред. М. Я. Азарова. – К. : М-во фінансів України, 2011. – 656 с.
175. Розвиток похідних фінансових інструментів в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.mybilliardsonline.com/books/-zbrnik_stattei_-fnansovo_kreditnii_mehanizm_aktivzac_nvesticnogo_procesu_-rozvitok_pohdnh_fnansovih_nstrumentv_v_ukran_44.
176. Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків [Електронний ресурс] / О. Ю. Ромашко // Бібліотека економіста. – Режим доступу : <http://library.if.ua/book/123/8165.html>.
177. Руководство по биржевому делу, товарные сделки, ценные бумаги / под ред. А. Н. Голубовича. – М. : Агропромиздат, 1991.
178. Рут Ф. Р. Міжнародна торгівля та інвестиції / Ф. Рут, А. Філіпенко. – К. : Основи, 1998. – 743 с.
179. Саблук П. Т. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / П. Т. Саблук ; за ред. П. Т. Саблука, О. М. Шпичака. – К. : ВІПОЛ, 1997. – С. 113, 93, 85, 52.
180. Савельєв Є. В. Нова економіка і моделі її формування в Україні / Є. В. Савельєв, В. С. Куриляк // Журнал європейської економіки. – 2002. – Т. 1, № 1. – С. 25–37.
181. Салыч Г. Г. Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: сверхприбыльные инвестиции в период инфляции / Г. Г. Салыч. – М. : РУПФИ, 1994. – 160 с.
182. Сингапур: изменения в правилах листинга [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=650>.
183. Сингапур: последние изменения в регулировании [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1249>.
184. Сингапур: последние изменения законодательства [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=2798>.
185. Сільченко М. В. Математичні ризики у хеджуванні ризиків у ринку опціонів / М. В. Сільченко // Фінанси України. – 2000. – № 11. – С. 100–105.
186. Смит А. Биржа – игра на деньги / А. Смит. – М. : Изд. дом «Альпина», 2000. – 285 с.
187. Соловьёв П. Ю. Биржевой рынок производных финансовых инструментов: система управления рисками и ликвидностью : дис. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / П. Ю. Соловьёв. – М., 2004. – 286 с.
188. Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж. Сорос. – К. : Диалектика, 2010. – 352 с.
189. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 262 с.

190. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Оперезая перемены / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 333 с.
191. Сохацька О. М. Становлення та функціонування товарних бірж (на прикладі України та країн СНД) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.00.01 «Економічна теорія та історія економічної думки» / О. М. Сохацька. – К., 1993. – 24 с.
192. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – 408 с.
193. Сохацька О. М. Біржова справа : навч. посіб. / О. М. Сохацька, О. М. Дениско. – К. : Тріада Плюс, 1994. – 187 с.
194. Сохацька О. Проблеми і перспективи становлення строкових (ф'ючерсних) ринків в Україні / О. М. Сохацька // Особливості економічної політики постсоціалістичних країн в умовах глобалізації економіки (приклад України) : міжнар. наук.-теорет. конф., 25–26 листоп. 1999 р. : тези доп. – 1999. – Мод. III. – С. 42.
195. Сохацька О. М. Застосування опціонів у корпоративному управлінні / О. М. Сохацька // Економіст. – 2001. – № 3. – С. 33, 34–39.
196. Сохацька О. М. Біржова справа : підруч. / О. М. Сохацька. – [2-ге вид., змін. й доп.]. – Тернопіль : Карт-бланш ; К. : Кондор, 2008. – 632 с.
197. Сохацька О. М. Опціони – фінансові інновації міжнародних ринків / О. М. Сохацька // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 1001. – № 417. – С. 360–366.
198. Сохацька О. М. Ретроспектива та перспектива державного регулювання ф'ючерсних ринків / О. М. Сохацька // Економіка і управління. – 2000. – № 1. – С. 23–29.
199. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Екон. думка, 1999. – С. 8–16, 29, 46–51, 62–93, 193.
200. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / О. М. Сохацька. – Тернопіль, 2003. – 37 с.
201. Структура укладених угод на біржах за видами товарів [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2012/sze/suu/suu_u/dbu12_u.htm.
202. Студентский М. Биржа, спекуляция и игра / М. Студентский. – СПб., 1896. – 210 с.
203. Суворов С. Г. Азбука валютного дилинга / С. Г. Суворов. – СПб. : Изд-во С.-Петербургс. ун-та, 1998. – С. 26, 140.
204. Суханов М. С. Кредитные деривативы / М. С. Суханов // Банковские услуги. – 2002. – № 10.
205. США, Великобритания, Германия и Франция: реформирование финансового рынка [Електронний ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=808>.
206. Таблиці мір і ваги [Електронний ресурс] / Корисна інформація. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/kogysna-informatsiya/tablytsya-mir-i-vah/>
207. Товарна біржа «Українська товарно-сировинна біржа». Акредитація [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.utsb.kiev.ua/ukr/akredytatsiya>.
208. Товарна біржа «Українська товарно-сировинна біржа». Брокерські контори [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.utsb.kiev.ua/ukr/shcho_take_brokerska_kontora.
209. Товарні біржі в Україні: Аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / За ред. акад. УААН П. Т. Каблука. – К. : Ін-т аграр. економіки УННА, 1997. – 68 с.
210. Томсетт М. Торговля опціонами: Спекулятивні стратегії, хеджирование, управление рисками / М. Томсетт. – М. : АЛЬПИНА, 2001. – 360 с.
211. Українська біржа, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.ux.ua.
212. Українська міжбанківська валютна біржа [Електронний ресурс] / Офіційний сайт «Української міжбанківської валютної біржі». – Режим доступу : <http://www.uice.com.ua>.

213. Успенко В. Опціонне хеджування як один із засобів пониження впливу та управління ризиками / В. Успенко, О. Лактионов // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. Володимира Гнатюка. – 2000. – № 5. – С. 58–69. – (Серія «Економіка»).
214. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабоцци. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 932 с.
215. Фельдман А. Б. О производных финансовых инструментах / А. Б. Фельдман // Финансы. – 1998. – № 11. – С. 45–48.
216. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А. Б. Фельдман. – М. : Экономика, 2008. – 472 с.
217. Фельдман А. Б. Основы рынка производных ценных бумаг / А. Б. Фельдман. – М. : ИНФРА-М, 1996. – С. 5.
218. Форекс. Электронное руководство для успешной торговли на валютном рынке. ForexSwiss.com. – Швейцария, Цюрих, 2001. – С. 22.
219. Фундаментальный анализ финансовых рынков. – СПб. : Питер, 2005. – С. 12, 41.
220. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс. – М. : Изд. группа «Прогресс» : Универс, 1993. – 425 с.
221. Ценообразование фьючерса [Электронный ресурс] / Finarex.ru – аналітичний портал. – Режим доступу : <http://finarex.ru/beginner/forts/266-price-futures>.
222. Ценообразование фьючерсного контракта [Электронный ресурс] / Idtrader. – Режим доступу : <http://idtrader.ru/lib/courses/osnovyi-fyuchersnogo-ryinka/tsenoobrazovanie>.
223. Циганов О. Р. Закордонний досвід державного регулювання діяльності товарних бірж та напрями його використання в Україні / О. Р. Циганов, С. М. Повний // Менеджер. – 2004. – № 4 (30). – С. 119.
224. Чесноков В. Л. Біржові операції : навч. посіб. [для студ. вищ. навч. закл.] / В. Л. Чесноков. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 192 с.
225. Ковни Ш, Такки К. Стратегия хеджирования / Ш. Ковни, К. Такки. – М. : ИНФРА-М, 1996.
226. Шаповалов Є. А. Перспективи входження фінансового ринку України в світову систему торгівлі деривативами / Є. А. Шаповалов // Вісник НБУ. – 2001. – № 4. – С. 58–60
227. Шаров О. М. Європейський фондовий ринок у період глобалізації / О. М. Шаров // Журнал європейської економіки. – 2002. – Т. 1, № 1. – С. 128–139.
228. Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 1024 с.
229. Швагер Д. Технический анализ. Полный курс / Д. Швагер. – М. : Альпина Паблишер, 2001. – С. 122.
230. Швагер Дж. Биржевые секреты. Технический анализ / Дж. Швагер. – Смоленск : Русич, 2009. – 384 с.
231. Швагер Дж. Новые маги рынка. Беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. – М. : Альпина Паблишер, 2011. – 656 с.
232. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц. – М. : Ай Кью, 1992. – 172 с.
233. Швейцария [Электронный ресурс] / World Business Law. – Режим доступу : <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=1804>.
234. Штиллих О. Биржа и ее деятельность / О. Штиллих. – СПб., 1992. – С. 5.
235. Шутова Л. А. Биржевое дело : уч.-метод. пособ. / Л. А. Шутова. – М. : Экслибрис-Пресс, 2011. – 256 с.
236. Эволюция Интернет-трейдинга в России // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 19 (202). – С. 79–82.
237. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2001. – 352 с.

Література

238. Элдер А. Основы биржевой торговли : уч. пособ. [для участ. торгов на мировых рынках] / А. Элдер. – М. : Альпина Паблишер, 2006. – С. 29.
239. Элдер А. Трейдинг с д-ром Элдером: энциклопедия биржевой игры / А. Элдер. – М. : Диаграмма, 2003. – С. 93.
240. Пейтел Э. Б. Internet-трейдинг. Полное руководство / Э. Б. Пейтел, П. Пейтел. – М. : Изд. дом «Вильямс», 2003. – 320 с.
241. Энциклопедический словарь : в 86 т. Т. 3. – СПб. : Изд-во Брокгауз-Ефронъ, 1892. – С.171–172, 879.
242. Эрлих А. Технический анализ товарных и финансовых рынков / А. Эрлих. – М. : ИНФРА-М, 1996.
243. Янукович доручив до червня 2013 р. підготувати проект закону про деривативи [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://agrex.gov.ua/yanukovich-doruchiv-do-chervnya-2013-r-pidgotuvati-proekt-zakonu-pro-derivativi/>
244. Blau G. Some Aspect of the Theory of Futures Trading Review of Economic Studies / G. Blau, 12. – 1944.
245. Bonham H. B. The Complete Investment and Finance Dictionary / H. B. Bonham. – Adams Media, 2001. – 736 p.
246. CFTC [Електронний ресурс] / Victory Investors – портал для трейдеров. – Режим доступу : <http://www.victoryinvestors.com/komissija-po-torgovle-tovarnymi-fjuchersami-cftc>.
247. Chronology: Consolidation among Commodity Exchanges. – Reuters, Tue Mar 18, 2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.reuters.com/article/2008/03/18/пумех-сме-idUSN1840775320080318>.
248. CME Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.
249. CME Group. Membership pricing [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com/company/membership/membership-pricing.html>.
250. Colombo J. The Dutch Tulip Mania [Електронний ресурс] / J. Colombo. – Режим доступу : <http://www.stock-market-crash.net/tulip-mania>.
251. Commodity Services, Inc. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.commodityservices.com>.
252. DeRosa F. D. Options on Foreign Exchange, 3rd Edition / F. D. DeRosa – New Jersey : Wiley, 2011. – 267 p.
253. FOREX. Учебник по валютному дилингу. – Los Angeles, California : ROYALFOREX, 2001. – С. 18., 52, 13.
254. Futures Industry Magazine – China: The fall and rise of Chinese futures, 1990–2005 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?a=1038>.
255. Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading Edited Manfred E. Streit, Florence, 1983. – 324 p.
256. Hicks J. R. Value and Capital / J. R. Hicks. – London, 1939.
257. Hoffman G. W. Futures Trading upon Organized Commodity Markets in the United States / G. W. Hoffman. – Philadelphia, 1932.
258. Horn F. F. Trading in Commodity Futures / F. F. Horn, R. E. Fink. – New York : Institute of Finance, 1984. – 364 p.
- 259.** Horn Frederick F. Trading in Commodity Futures / Frederick F. Horn. – New York : New York Institute of Finance, 1989. – P. 129.
260. Investor Words [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investorwords.com>.
261. Kaldor H. Speculation and Economic / H. Kaldor // Stability Review of Economic Studies. – 1939. – № 7.
262. Kaldor N. Note on the Theory of Forward Market/ N. Kaldor // Review of Economic Studies. – 1939–1940. – № 7.

263. Keynes J. M. A Treatise on Money. Vol. 2 / J. M. Keynes. – London, 1930.
264. Lehmann P.-J. La Bourse de Paris / P.-J. Lehmann. – Dunod, 1991.
265. Market data and news [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.finwin.com.
266. Mashall A. Industry and Trade / A. Mashall. – London, 1920.
267. Morgenson G. New York Times Dictionary of Money and Investing: The Essential A-to-Z Guide to the Language of the New Market / G. Morgenson, C. R. Harvey. – Times Books; 1st edition, 2002. – 400 p.
268. National Futures Association [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nfa.futures.org>.
269. Raghunathan V. Stock Exchanges, Investments and Derivatives: straight answers to 250 nagging questions / V. Raghunathan, Prabina Rajib. – New Delhi : Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited. – 3rd edition, reprint 2008. – 440 p.
270. Semiannual OTC derivatives statistics at end-June 2012: Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives by risk category and instrument [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>.
271. Shamah S. A Foreign Exchange Primer. Second Edition / S. Shamah – New Jersey : Wiley Finance, 2008. – 235 p.
272. Smith B. M. A history of the global stock market : from ancient Rome to Silicon Valley / B. Mark Smith. – University of Chicago Press ed., 2004. – P. 16.
273. Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bis.org/publ/otc_hy1211.pdf.
274. Telser L. G. Why there are Organized Futures Market's / L. G. Telser // Journal of Law and Economics. – 1981.
275. The Wall Street Journal Europe, Friday, September 13, 2002. – P. M9.
276. The Wall Street Journal Europe, Friday, September 13, 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.wsj.com>.
277. Tokyo Stock Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tse.or.jp>.
278. U.S. Comptroller of the Currency, офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.occ.gov/>
279. Weithers T. Foreign Exchange: A Practical Guide to the FX Markets / T. Weithers. – New Jersey : Wiley Finance, 2006. – 336 p.
280. Working H. The Theory of the Price of Storage / H. Working // American Economic Review, 39. – 1949.
281. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://beta.bseindia.com>.
282. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://carbontradexchange.com>.
283. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://deutsche-boerse.com>.
284. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://deutsche-boerse.com>.
285. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://deutsche-boerse.com>.
286. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://e.nikkei.com>.
287. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://en.exaa.at>.
288. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://globalderivatives.nyx.com>.
289. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://inscx.com>.
290. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://intkonf.org>.
291. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://online.wsj.com>.
292. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.aexchange.net>.
293. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.apxendex.com>.
294. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org>.
295. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bloomberg.com>.
296. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bmf.com.br>.
297. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bmfbovespa.com.br>.
298. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bolsamadrid.es>.

299. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bourseafrica.com>.
300. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.chicagotribune.com>.
301. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.climex.com>.
302. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.
303. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cmegroup.com>.
304. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.djaverages.com>.
305. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dowjones.com>.
306. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dubaimerc.com>.
307. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eex.com>.
308. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eurexgroup.com>.
309. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.financialdictionary.net>.
310. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ft.com>.
311. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.hkmerc.com>.
312. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.houstonstreet.com>.
313. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investopedia.com>.
314. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kcvt.com>.
315. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.lme.com>.
316. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.londonstockexchange.com>.
317. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.matba.com.ar>.
318. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.mcxindia.com>.
319. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nasdaq.com>.
320. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nasdaqomx.com>.
321. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nbu.gov.ua>.
322. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyse.com>.
323. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nyx.com>.
324. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.reuters.com>.
325. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.russell.com>.
326. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sabu.org.ua>.
327. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.sse.com.cn>.
328. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua>.
329. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.standardandpoors.com>.
330. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tenfore.com>.
331. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.theice.com>.
332. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.theroyalexchange.co.uk>.
333. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tmx.com>.
334. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tocom.or.jp>.
335. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.tse.or.jp/english>.
336. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ueex.com.ua/ukr>.
337. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uice.com.ua>.
338. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
339. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ux.ua>.
340. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.valueline.com>.
341. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.world-exchanges.org>.

ТЕРМІНОЛОГІЧНИЙ ПОКАЖЧИК

- Акція: 90
 - ✓ іменна акція 91
 - ✓ акція на пред'явника 91
 - ✓ проста (звичайна) акція 93
 - ✓ привілейована акція 91, 92
- Альтернативні торгові системи 357
- Арбітраж 179
- Арбітражер 179, 270
- Арбітражне хеджування 555
- Арбітражний коридор 184
- Арт-біржа 135
- Асоційована особа 273
- Базис 178,341
- Базис ф'ючерсного контракту 176
- Базисний ризик 555
- Баланс вільного попиту і пропозиції 208
- Барові графіки 233
- Беквордейшн 177, 538, 565
- Бек-офіс 301
- «Бики» 523
- Біноміальна модель оцінки вартості 455
- Біржа 14, 15, 17, 288
- Біржова спекуляція 509
- Біржове кільце (ринг) 296
- Біржовий арбітраж 292
- Біржовий комітет 291
- Біржовий контракт 82
- Біржовий товар 78, 79
- Біржові жести 301
- Біржові торги 298
- Боргові цінні папери 96
- Брокер 269, 271
- Брокерська фірма 272
- Валютна біржа 23
- Валютний ринок 211
- Варрант 84
- Вартість опціону 456
- Вартість ф'ючерсного контракту 175, 176
- «Ведмеді» 524
- Вексель 96
- Величина базису 552
- Вертикальна стратегія 447
- Випереджувальне хеджування 555
- Витрати поставки 349
- Відсотковий своп 497
- Власник опціону 440
- Внутрішня вартість цінного паперу 201
- Волатильність 173
- Гарантійний внесок (маржа) 453
- Гарантійний депозит 109
- Горизонтальна (календарна) стратегія 448
- Графік «Хрестики-нулики» 236
- Графік «Японські свічки» 235
- Дельта-нейтральна угода 449
- Депозитний внесок 178
- Депозитний сертифікат 96
- Державна (публічна) біржа 265
- Джоббер 525
- Дилер 269, 270, 271
- «Довга» позиція (long) 109, 523
- Досконалий хедж 570
- Експірація 176
- Електронна біржа
- Електронна торгівля 356
- Електронний трейдинг 368
- Електронні комунікації мережі 357
- Емітент опціону 440, 441
- Етапи аналізу емітента 202
- Ефект «важеля» 480
- Загальні збори членів біржі 289, 290

Термінологічний покажчик

- Засновник біржі 265
 Інвестиційний сертифікат 93
 Індекс акцій 489
 Індексний контракт 479
 Інтернет-брокерідж 368
 Календарний / часовий (горизонтальний) спред: 532
 ✓ прямиий календарний спред 534
 ✓ зворотний календарний спред 534
 Кліринг 23, 303, 311
 Кліринг біржовий 313
 Клірингова установа 316
 Коефіцієнт дисконтування 487
 Коефіцієнт конверсії 488
 Комбінація 460
 Комісіонер 273
 Конверсійна угода 448
 Консолідація бірж 131
 Консультант з торгівлі ф'ючерсами 273
 Контанго 177, 537, 565
 «Коротка» позиція (short) 109, 524
 Котирувальна комісія 294
 Котирування цін 17
 Кросхеджування 564
 Курсоутворюючі чинники ринку акцій 199
 Ліквідація позиції 108
 Лінія опору 238
 Лінія підтримки 238
 Лістинг 98
 Лот 114
 Маклер 266
 Маржа: 109
 ✓ початкова маржа 109, 482
 ✓ варіаційна (підтримуюча) маржа 110, 178, 323, 326, 482
 Маржинальний рахунок 374
 Маркет-мейкери 453
 Моделі державного регулювання ф'ючерсних ринків 390
 Метод ковзних середніх 248
 Наказ «Стоп-наказ» 376
 Наказ лімітний 376
 Наказ ринковий 375
 Наказ стоп-лімітний 376
 Наказ торговий 375
 Недооцінений актив 190
 Несподівані новини 193
 Новини фундаментального характеру 193
 Нормальний ринок 565
 Нотис 340, 343
 Обернена (офсетна) угода 449
 Облігація 96
 Одиниця контракту 110
 Одноденний спекулянт 525
 Оператор інвестиційних фондів 273
 Операційний зал біржі 296
 Операція своп 497
 Опціон: 151,438
 ✓ опціон з правом купити (optioncall) 439
 ✓ опціон з правом продати (optionput) 439
 ✓ опціон у грошах 442
 ✓ програваний опціон, або опціон «без грошей» 442
 Опціонний спред 531
 Організаційна структура біржі 290
 Організований ринок 15
 Офіційне котирування цін 205
 Офсетна (обернена) угода 108, 178
 Очікуванні новини 193
 Первинний, вторинний та третинний ринки 161
 Перевернутий ринок 565
 Переоцінений актив 190
 Піт (яма) 17, 116, 296
 Повідомлення про поставку 340, 343
 Повне хеджування 554
 Повний (загальний) баланс попиту і пропозиції 208
 Позиційний трейдер (фло-трейдер) 525
 Покупець опціону 441
 Послідовність Фібоначчі 254
 Похідні інструменти 82
 Приватна біржа 25, 265
 Принцип важеля 518
 Продавець опціону 441
 Процентний диференціал 214
 Публічна біржа 25
 Раціональні сподівання 183
 Реальний ринок 341
 Регіональні торгові сесії 382
 Рецесія 215
 Ризик ф'ючерсної позиції 526
 Ринковий ордер 111
 Ринок «биків» 180
 Ринок «ведмедів» 180
 Ринок свопів 497
 Розрахункова ціна 205
 Розширення базису 570
 Свопові зобов'язання 499
 Селективне хеджування 555

- Синтетичний ф'ючерс 459
Скальпер 525
Спекулянт 42, 178, 270
Спекуляція 23
Спотовий контракт 82, 84
Спотові ринки 147
Спотхеджування 564
Спред: (диференціал, стредл) 108, 179, 460
✓ внутрішньоринковий спред 527
✓ міжтоварний спред 527
✓ спред «товар-похідні» 527
✓ міжринковий спред 527
✓ спред «кеш та керрі» 528
✓ спред метелик 529, 533
✓ краш спред 530
✓ крек спред 530
✓ арбітражний спред 530
Спредер 525
Спрединг 527
«Средовийхедж» 556
Статутний капітал 90
Стелажна стратегія 535
Стерлінговий депозит 483
Страйкова ціна 439
Стратегія «бика» 531
Стратегія «ведмедя» 531
Стредл (свіч) 526, 535
Стредлинг 527
Стреп 535, 536
Стріп 535, 536
«Стрічковийхедж» 556
Строкова угода 108
Строкові біржові угоди 46
Тенденція 238
Теорія адаптивних сподівань 164
Теорія перспективних сподівань 164
Тестовий доступ 372
Технічний аналіз 225, 525
Тік 109, 298
Товарна біржа 21
Товарні опціони 449
Товарні ф'ючерсні контракти 421
Трансконтинентальна біржа 132
Трейдери-спекулянти 426,
Тренд: 240
✓ тренд «бика» 240
✓ тренд «бічний» 240
✓ тренд «ведмедя» 240
Трендові індикатори 248
Трендові осцилятори 249
Тримачі лімітних книг 453
Учасники ф'ючерсної торгівлі: 393
✓ ф'ючерсні комісійні торговці 393
✓ брокери у торговій залі 393
✓ асоційовані особи 393
✓ брокери-консультанти 393
✓ оператор товарного пулу 393
✓ брокери-приймальники замовлень 393
Функції біржової торгівлі: 21
✓ ціноутворююча 21
✓ стабілізаційна 21
✓ інформаційна 21
✓ хеджева 21
Ф'ючерс 42
✓ фінансовий ф'ючерс 471, 472
✓ товарний ф'ючерс 428, 471
✓ відсотковий ф'ючерс 472
✓ валютний ф'ючерс 473
Ф'ючерсна ціна 108, 391, 424
Ф'ючерсний контракт 108, 151, 420, 428
Ф'ючерсний рахунок 304
Ф'ючерсний ринок 108, 147
Фігури технічного аналізу 243
Фінансовий інструмент 88, 89
Фондова біржа 23, 124
Фондовий індекс 200
Форвард 41
Форвардний контракт 82, 84, 85, 151
Фронт-офіс 301
Фундаментальний аналіз 190, 525
Хвильова теорія Елліотта 255
Хеджевий рахунок 112
Хеджер 43, 178, 270, 426
Хеджери на ф'ючерсній біржі 553
Хеджинг 426
Хеджування 23, 552
Хеджування варіаційної маржі 579
Хеджування купівлею або «довге» 565
Хеджування продажем або «коротке» 565
Ціна виконання 439
Ціна зіткнення 439, 443
Цінова ефективність 182
Цінова стабільність 173
Ціновий (вертикальний) спред 532
Член біржі 266
FOREX 377

Навчальне видання

БІРЖОВА СПРАВА

Підручник

За науковою редакцією
доктора економічних наук, професора **О.М. Сохацької**

*Затверджено Міністерством освіти і науки України
як підручник для студентів вищих навчальних закладів*

Видання третє перероблене, змінене та доповнене

Дизайн обкладинки *Марії Одобецької*

Верстка *Юрія Хомацького*

Підписано до друку 23. 10. 2014 р.
Формат 60х90/8. Гарнітура Times.
Папір офсетний. Друк на дублюванні.
Ум.-друк. арк. 57,1. Обл.-вид. арк. 67,2.
Зам № П408-14. Тираж 300 прим.

Видавець та виготовлювач
Тернопільський національний економічний університет
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, 46004

*Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до Державного реєстру видавців ДК № 3467 від 23.04.2009 р.*

Видавничо-поліграфічний центр «Економічна думка ТНЕУ»
вул. Львівська, 3, м. Тернопіль, 46004
тел. (0352) 47-58-72
E-mail: edition@tneu.edu.ua