

О.М. Сохацька

БІРЖОВА СТРАВА

Підручник

Друге видання, перероблене та доповнене

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

– Тернопіль –
Видавництво «Карт-бланш»

КАРТ
КБ
БЛАНШ

2008

– Київ –
КОНДОР


ББК 65.054
УДК 336.764/768
С 68

Сохацька О.М. **Біржова справа**: Підручник. – 2-ге вид. змін. й доп. – Тернопіль: Карт-бланш, К.: Кондор, 2008. – 632 с.
ISBN 966-7952-15-0

Табл. 31. Рис. 67. Додат. 11. Бібліогр.: 375 назв.

Рецензенти:

- Кузьмін Олег Євгенович** □ доктор економічних наук, професор, директор навчально-наукового інституту економіки і менеджменту національного університету «Львівська політехніка», завідувач кафедри менеджменту і міжнародного підприємництва, заслужений працівник народної освіти України.
- Поручник Анатолій Михайлович** □ доктор економічних наук, професор, директор центру магістерської підготовки Київського національного економічного університету, завідувач кафедри міжнародної економіки;
- Савельєв Євген Васильович** □ доктор економічних наук, професор, проректор з навчальної роботи (міжнародні зв'язки), завідувач кафедри міжнародної економіки, фінансово кредитних відносин та маркетингу Тернопільського національного економічного університету;

*Затверджено Міністерством освіти і науки України
як підручник для студентів вищих навчальних закладів
(лист № 14/18-Г-1366 від 25 грудня 2006 р.)*

Друге видання підручника «Біржова справа» написано у відповідності з програмою дисципліни для студентів економічних та управлінських спеціальностей Тернопільського національного економічного університету, яка викладається у цьому вузі з 1992 року. Його автор, д.е.н., професор Сохацька О.М., є завідувачем першої в Україні кафедри фінансового інжинірингу, одним із провідних фахівців з міжнародного ринку похідних фінансових інструментів, займається консалтинговою діяльністю. Очолована нею кафедра здійснює підготовку магістрів, які отримують знання, вміння та навички фінансових інженерів, здатних діяти у змінному непередбачуваному середовищі завдяки вмілому використанню фінансових інновацій, які раніше були доступні лише біржовикам.

Перше видання підручника було схвально зустрінуте науковцями, фахівцями ринків, студентами. Друге видання, перероблене та доповнене такими новими видами контрактів міжнародних ф'ючерсних та опціонних бірж, як свопціони, ф'ючерси на погоду, строкові контракти одночасно на ціни та дохід від цінних паперів, валюти тощо.

Підручник складається з трьох частин та двадцяти розділів. Кожен розділ завершується коротким резюме, контрольними запитаннями, переліком посилань та рекомендованої літератури, тестами для перевірки знань (всього 300), задачами, додатками, в яких проілюстровано типові угоди на брокерське обслуговування, біржові котирування, ф'ючерсні та опціонні контракти тощо.

Поєднання теоретичного та практичного підходів робить підручник корисним та цікавим не лише викладачам, аспірантам та студентам економічних спеціальностей вищих навчальних закладів, але й фахівцям у даній галузі, а також тим, хто бажає ближче познайомитися не лише біржовою справою, але й навчитися використовувати біржові інструменти для страхування цінних, курсових, процентних, погодних ризиків та інших ризиків при веденні будь-якого бізнесу, як в Україні, так і за її межами.

ISBN 966-7952-15-0

© Сохацька О.М., 2003, 2007

© Видавництво «Карт-бланш», 2007

© Видавництво «Кондор», 2007

ЗМІСТ

Передмова.....	7
Частина 1. Теоретичні засади біржової справи.....	11
Розділ 1. Суть біржі та її економічна природа	12
1.1. Роль та місце біржі в економіці	13
1.2. Суть біржі та її економічна природа	16
1.3. Функції та характерні ознаки біржової торгівлі.....	19
1.4. Види бірж.....	21
Розділ 2. Еволюція біржової торгівлі.....	30
2.1. Історія формування бірж у Європі, Великобританії та США.....	31
2.2. Розвиток бірж у дореволюційній Росії.....	35
2.3. Становлення біржової торгівлі в Україні.....	40
2.4. Особливості функціонування бірж в Україні на початку ХХІ-го століття	43
Розділ 3. Біржовий товар.....	57
3.1. Класифікація біржових товарів.....	58
3.2. Види біржових контрактів.....	62
3.3. Характеристика біржових товарів	67
3.4. Сільськогосподарська і промислова сировина.....	67
3.5. Фінансові інструменти.....	72
Розділ 4. Міжнародні біржові ринки	87
4.1. Характеристика ф'ючерсного контракту	88
4.2. Основні риси ф'ючерсної торгівлі.....	96
4.3. Характеристика біржової мережі Заходу.....	101
Розділ 5. Основні теорії функціонування ф'ючерсних ринків.....	123
5.1. Стан дослідження ф'ючерсних ринків в Україні	124
5.2. Еволюція розвитку основних економічних теорій ф'ючерсних ринків	132
5.3. Сучасні теорії міжнародних ф'ючерсних ринків	138

Розділ 6. Концепція ціноутворення на ф'ючерсних ринках	149
6.1. Формування ф'ючерсних та майбутніх спотових цін.....	150
6.2. Сучасні концепції ціноутворення на ф'ючерсних ринках	156
Розділ 7. Фундаментальний аналіз біржових цін та курсів	166
7.1. Суть фундаментального аналізу	167
7.2. Фундаментальний аналіз на сировинних ф'ючерсних ринках	173
7.3. Особливості здійснення фундаментального аналізу на фондових ринках	178
7.4. Фундаментальний аналіз на ф'ючерсних ринках.....	182
Розділ 8. Технічний аналіз ф'ючерсних цін	190
8.1. Суть технічного аналізу.....	191
8.2. Засоби технічного аналізу	196
8.3. Основні фігури технічного аналізу	203
8.4. Методи дотримання тренду.....	207
8.5. Осцилятори	208
8.6. Аналіз показників обсягів торгів	209
8.7. Теорія протилежної думки (теорія динамічної нерівноваги).....	210
8.8. Структурні теорії.....	211
Частина II. Організаційні аспекти біржової справи	225
Розділ 9. Учасники біржових операцій	226
9.1. Засновники та члени біржі. Їх права й обов'язки.....	227
9.2. Учасники біржових сесій.....	231
9.3. Біржові посередники: брокери та дилери	233
9.4. Сутність і види брокерської діяльності.....	234
9.5. Правове регулювання брокерської діяльності.....	238
Розділ 10. Організація біржових торгів	250
10.1. Організаційна структура управління біржею	251
10.2. Порядок укладання біржових угод.....	258
10.3. Організація діяльності брокерської фірми.....	267
10.4. Ведення рахунків клієнтів	268
10.5. Звітність щодо виконання наказів клієнтів.....	270
Розділ 11. Кліринг та система розрахунків за біржовими угодами	277
11.1. Суть біржового клірингу	278
11.2. Історія становлення біржових клірингових установ.....	281
11.3. Особливості функціонування клірингових палат ф'ючерсних бірж.....	283
11.4. Маржа у ф'ючерській торгівлі.....	288
11.5. Забезпечення додаткових фінансових гарантій розрахункової палати.....	294

Розділ 12. Процедура поставки за біржовими контрактами	308
12.1. Економічна функція поставки за ф'ючерсними контрактами	309
12.2. Організація процедури поставки за ф'ючерсними контрактами	311
12.3. Поставка за ф'ючерсними контрактами з фінансовими інструментами.....	322
Розділ 13. Електронний трейдинг – сучасна технологія біржової торгівлі	328
13.1. Історія становлення електронної біржової торгівлі	329
13.2. Основні системи електронної біржової торгівлі	333
13.3. Розвиток біржового електронного трейдингу в Україні	337
Розділ 14. Державне регулювання біржової торгівлі	344
14.1. Суть та значення державного регулювання біржової торгівлі	345
14.2. Регулювання ф'ючерсної торгівлі у США.....	347
14.3. Державне регулювання ф'ючерсного ринку в Європі та Азії.....	351
14.4. Державне регулювання біржової торгівлі в Україні.....	353
Частина III. Основи ф'ючерсної та опціонної торгівлі	366
Розділ 15. Товарний ф'ючерсний контракт як інвестиційний інструмент біржового ринку	367
15.1. Товарні ф'ючерси як фінансові інструменти.....	368
15.2. Порядок укладання та виконання ф'ючерсних контрактів	379
Розділ 16. Торгівля опціонами	386
16.1. Суть опціонів та їх характеристика	387
16.2. Товарні опціони.....	391
16.3. Основні стратегії з товарними опціонами	396
16.4. Опціони з фінансовими інструментами	404
Розділ 17. Фінансові ф'ючерси	422
17.1. Суть та види фінансових ф'ючерсів	423
17.2. Відсоткові фінансові ф'ючерси	429
17.3. Контракти на індекси фондових бірж	444
17.4. Ф'ючерсні контракти з валютою	449
Розділ 18. Біржова спекуляція на ф'ючерсних ринках	462
18.1. Економічна суть біржової спекуляції.....	463
18.2. Історія становлення біржової спекуляції	468
18.3. Види біржової спекуляції	475
18.4. Види біржових спекулянтів.....	483
18.5. Спекулятивні стратегії із застосуванням ф'ючерсних контрактів	485

18.6. Спекулятивні стратегії з опціонами	489
18.7. Діяльність спекулянтів на сучасних біржових ф'ючерсних ринках.....	497
Розділ 19. Хеджування цінкових та курсових ризиків за допомогою ф'ючерсної торгівлі	512
19.1. Суть та основні характеристики хеджування.....	513
19.2. Види хеджування	516
19.3. Досконале хеджування цінкових ризиків на ринках сільськогосподарської сировини.....	523
19.4. Здійснення хеджевих операцій з урахуванням реальних ситуацій на ринках	529
19.5. Особливості хеджування цінкових ризиків ринку реальних товарів.....	535
19.6. Хеджування курсових ризиків фінансових інструментів.....	544
Розділ 20. Перспективи становлення ф'ючерсних ринків в Україні	551
20.1. Створення умов для становлення ф'ючерсних ринків сировини ...	552
20.2. Шляхи становлення ф'ючерсних ринків в Україні	557
Глосарій.....	578
Умовні скорочення, що вживаються у біржових відомостях зарубіжних економічних видань	609
Бібліографія	612
Термінологічний покажчик	628

Передмова

Біржовики – могутня еліта вільної ринкової економіки. Пояснення цього феномену просте: біржовики управляють та контролюють кругообіг крові капіталістичної системи – капіталу. Могутність та значення для ринкової економіки біржовиків підтверджується тим, що їх професія є однією з найвисокооплачуваніших у світі.

Важливість біржовика зумовлюється тим, що він є посередником між тими, у кого виникли вільні капітали та тими, кому вони гостро необхідні, тобто працює у сфері фінансового посередництва. Цей простий факт не завжди враховувався в процесі становлення біржового будівництва в Україні, де за всі роки реформ не відбулося відновлення ринкової біржової культури та практично відсутня підготовка нового покоління біржовиків, здатних працювати не лише на національних, але в першу чергу на міжнародних біржових ринках.

Виходячи з великого життєвого досвіду, успішної багаторічної роботи на міжнародних біржових ринках провідні біржовики США дійшли висновку, що біржовий маклер сьогодні є і найближчі десятки років ХХІ ст. буде найважливішим бізнесом та найпрестижнішою кар'єрою в світі. Це динамічна професія з великим майбутнім, яка кидає виклик всім іншим фінансовим посередникам у боротьбі за клієнта.

Уже сьогодні світова революція комунікацій створила можливості, які в свою чергу революціонували індустрію фінансових послуг. Інвестори будь – якої країни мають можливість інвестувати у різні інвестиційні інструменти по всій земній кулі за допомогою комп'ютера 24 години на добу, ведучи пошук найвищого доходу у тій валюті, в якій побажають.

Біржові брокери та біржі дійшли висновку, що факт спільної зустрічі та її місце (що було головною вимогою ще кілька десятків років), тепер невігідна справа. Комп'ютерні мережі торговельних систем пропонують біржам швидкі та конкурентні альтернативи, що надає фінансовим операціям небаченої гнучкості у питаннях свободи та можливостей для вкладників та користувачів капіталу. Головним інвестором стає людина, яка власними силами повинна захистити свої заощадження та помножити їх.

Одночасно сучасні корпорації, особливо багатонаціональні, зокрема і в Україні, відчують потребу у талантах такого типу, які досі зосе-

реджувалися у колах біржовиків. Там необхідно на високому фаховому рівні проводити аналіз ризиків, здійснювати управління ними, вміти зменшувати фінансові витрати за рахунок проникнення на нетрадиційні ринки, в першу чергу біржові ф'ючерсні та опціонні.

Все сказане вище актуалізує проблему не лише підготовки фахівців біржової справи, але й навчання біржової 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 ставши біржовим трейдером можна отримати повну свободу дій, не бути підзвітним начальству, жити та працювати у будь – якому куточку земної кулі.

Сьогодні колишні товарні біржі стали міжнародними ринками похідних фінансових інструментів, які відіграють ключову роль у стабілізації макроекономічних показників світових ринків основних активів від сільськогосподарської та промислової сировини до відсоткових ставок, індексів, валюти, фондових цінностей тощо. Вони є центрами економічної активності світової економіки. В останні роки ці ринки переживають вибуховий розвиток в першу чергу у континентальній Європі, яка до недавня суттєво в цих аспектах відставала від США. Швидкими темпами проходить процес становлення ф'ючерсної торгівлі у країнах Східної Європи, в тому числі і Росії.

Вивчаючи процеси функціонування зарубіжних ф'ючерсних ринків впродовж більше тринадцяти останніх років, одночасно автор спостерігала втрату інтересу до проведення аналогічних досліджень в Україні, що призвело не лише до зменшення кількості захищених дисертаційних робіт з цієї проблематики, але й вилучення з нормативної частини навчальних планів підготовки економістів у вищих навчальних закладів курсів “Біржова справа”. Для спеціальності “Біржова діяльність” була передбачена підготовка фахівців лише першого рівня акредитації. На цьому фоні неодноразові спроби становлення строкових сегментів на валютному та зерновому біржових ринках були приречені на провал.

Сьогодні, в черговий раз, біржова торгівля в Україні стоїть перед проблемами трансформації своїх операцій з реальними товарами у торгівлю строковими фінансовими інструментами. У цьому напрямі приймаються нові законопроекти та концепції розвитку основних ринків. На часі сьогодні стоїть вивчення ф'ючерсної торгівлі на професійній основі, яке потребує наявності фундаментальної літератури з цієї проблематики.

До уваги читачів пропонується друге 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 автора у Тернопільському державному економічному університеті, де нею з 1992 року читається дисципліна “Теорія і практика біржової справи”, у 1993 році була захищена дисертація кандидата економічних наук з проблематики становлення товарних бірж. У 1994 автором спільно з викладачем Дениско О.М. було видано посібник “Біржова справа” (Сохацька О.М., Дениско О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. – К.:Тріада-Плюс, 1994. – 187с.), з тим у 2003 році вийшов одноосібний підручник (Сохацька О.М. Біржова справа: Підручник. – Тернопіль: Карт-Бланш, 2003. – 608с.) та було захищено дисертацію на здобуття ступеня доктора економічних наук на тему “Ф’ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні”.

Друге видання підручника є поглибленим вивченням ф’ючерсної та опціонної торгівлі. В ньому достатньо ґрунтовно представлено матеріал щодо теоретичних аспектів функціонування ф’ючерсних ринків, концептуальних засад ціноутворення, показано невичерпні можливості, які відкриває біржова торгівля для різних учасників ринків. Даний матеріал є результатом подальших наукових досліджень автора, за результатами яких було опубліковано дві монографії (Сохацька О.М. Ф’ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 408с. та Сохацька О.М. Міжнародні ф’ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти. Монографія. – Тернопіль: Карт-Бланш, 2002. – 454с.).

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, тестів для перевірки знань, задач, додатків, що ілюструють типові брокерські договори та біржові спотові, форвардні, ф’ючерсні та опціонні контракти, біржові котирування, аналітику ф’ючерсних ринків, адреси www – сторінок бірж.

Всі питання ілюструються за допомогою прикладів, зберігаючи основні види одиниць мір ваги та об’ємів, прийнятих на міжнародних ф’ючерсних біржах. Автор підтримує точку зору зарубіжних та деяких вітчизняних авторів про неприпустимість ілюстрації результатів здійснення ф’ючерсних та опціонних угод із застосуванням національних одиниць виміру, оскільки в Україні таких ринків поки що немає, а приклади із зарубіжної практики у такому випадку будуть виглядати некоректно. У другому виданні широко використовуються приклади біржових котирувань із мережі Internet, виправлено помилки, 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’ючерських цін та 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’ютерному біржовому трейдингу, питанням 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’ючерських ринків України відображає можливі перспективи та напрями їх становлення.

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

Автор висловлює вдячність рецензентам, всім, хто допомагав у оформленні підручника, і сподівається, що він буде корисним не лише студентам, викладачам, аспірантам, але й тим, хто бажає ближче познайомитися з цією захоплюючою сферою економіки. Однак необхідно запам’ятати добру пораду відомого біржового трейдера 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 придуть так необхідні їй інвестиції, буде розбудовано сучасний ринок капіталів та його ф’ючерський сегмент, що в свою чергу дасть можливість успішно розвивати всі нові напрями економіки та суттєво покращити добробут населення.

*м. Тернопіль,
Тернопільський національний
економічний університет*

січень 2007 р.

Сохацька Олена Миколаївна

A stylized world map in grayscale, overlaid with a grid of latitude and longitude lines. Numerous small circles and dots are scattered across the map, representing data points or market activity. The overall aesthetic is technical and digital.

Частина I

4792308 34978031 129 012490 3252 0034
9 4985209 4097460 3957239712934830

03 1 03
49 49 03
2 3 03
49 49 2 9
4 4 395
72 97 93 8
03 129 01
2 3 03
49 49 7 9
03 129 08
09 49 52 9
2 3 03
49 59 2 9
4 4 391
72 97 93 8
06 129 01
2 3 03

Теоретичні засади біржової справи

- Розділ 1.** СУТЬ БІРЖІ ТА ЇЇ ЕКОНОМІЧНА ПРИРОДА
- Розділ 2.** ЕВОЛЮЦІЯ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ
- Розділ 3.** БІРЖОВИЙ ТОВАР
- Розділ 4.** 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 РИНКІВ

Розділ 1

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

СУТЬ БІРЖІ ТА ЇЇ ЕКОНОМІЧНА ПРИРОДА

Я дотримуюся тієї думки, що техніку і біржову діяльність настільки важко вивчити, що справді потрібна багатолітня практика... Але щоб проникнути в сутність біржі замало практики, потрібно ще щось. Є багато людей, які роками відвідують біржу і не вмюють, однак, осягнути, як слід, суть і процес її діяльності.

старий берлінський банкір Куссель

A**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 багатівіковою 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.

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.

На десятому році трансформаційні процеси в економіці відбуваються хаотично, 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 1.04.2006 р. їх налічувалося 472¹. Для порівняння: у цілому на світових ринках функціонує близько 50-ти товарних та 250-ти фондових бірж.

У багатьох людей сформувався стійкий стереотип, і не лише у нас, а донедавна і на Заході, що біржова торгівля – це нова форма спекуляції. До сьогодні у вітчизняній літературі існує спрощений та однобічно негативний погляд на біржу, особливо ф’ючерсну. Він переноситься на законотворчий процес, що суттєво стримує формування в Україні сучасного біржового механізму.

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 справедливо писав ще наприкінці XIX-го століття: “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.

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

¹ www.ukrstat.gov.ua

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

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 під назвою “*fora vendalia*” – ринок розпродажу – стають місцями, куди римляни звозили 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-му 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 влаштовувалися 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-го століття.

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 запитаєш мене, як взнати ціну векселя, то відповім, що у Венеції можна обговорити ціну на площі Риальто, 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 неогоціанти збиралися під аркадами біля ярмаркових лавок або під великим годинником; у Дюнкерку – по полудні на площі перед ратушею.

В історичному ракурсі ф'ючерсним угодам передували певний вид угод, що їх укладали на середньовічних ярмарках Фландрії та Шотландії у XII-му ст. Ці угоди мали назву “lettres de faire” і, за наявністю взірців, укладалися 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 “bourse”, французькому “bourse”, італійському “borsa”. Однак в англійській мові вживається слово “exchange”, буквально 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 Ван дер Бурсе, який мешкав у м. Брюгге і мав на своєму родовому гербі зображення трьох гаманців. Місце розташування його будинку було зручним для зібрань торговців, 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 в ньому 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 відомому словнику Володимира Даля “Толковый словарь живаго великорусского языка” (кінець XIX-го 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 тим більше біржовиком, В.І. Даль зумів коротко і доступно розтлумачити загальноприйняте вживання слова.

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

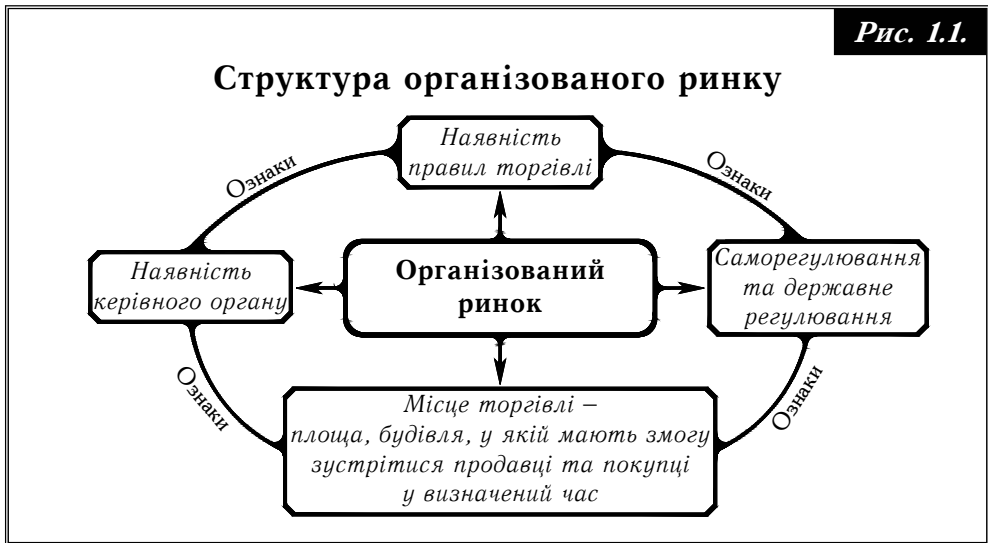
- об’єднання комерційних посередників;
- місце торгів;
- гуртовий ринок.

Історично початковою формою гуртової торгівлі була караванна, яку пізніше замінила ярмаркова, яку в свою чергу витіснила, хоча й не повністю, біржова. Основна різниця 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.*

У середні віки, що характеризувались 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 організували купці, ремісники з допомогою феодальних управителів. “Люди із запошеними 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 **організованого ринку** – тобто впорядкованого ринку, 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.



§ 1.2. Суть біржі та її економічна природа

Найважливішими рисами середньовічної ярмарки, 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, фрахтових, 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*”. За звичай вони розташовувалися у готелях або чайних закладах, а потім перебазувалися на постійне місце в спеціальні споруди.

Але 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 у елементарний спосіб: продавці з одним або кількома товарами чекають покупців, які обходять ряди і знаходять потрібну річ. Попит таким способом зустрічається з пропозицією. Базар – справді зародкова форма вільної торгівлі, вона 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, де можна було щодня знати поточні ціни. Головна причина виникнення бірж – розвиток масового виробництва, для якого потрібен ринок, здатний реалізувати значні партії товару на регулярній основі, виходячи із 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 відому всіх учасників ринку через реєстрацію та офіційну публікацію у біржових бюлетенях, пізніше в засобах масової інформації. Процес визначення справедливої ціни назвали *котируванням цін*, а біржу визначили як *ринок чистої конкуренції*, на якому присутні багато продавців та покупців, які у будь-який момент можуть мінятися ролями, а торгівля відбувається одним видом товару. Наприклад, у величезній операційній залі Чиказької торговельної палати (СВОТ) торгівля ф'ючерсним контрактом на кукурудзу проводиться лише в одному *німі* (ямі).

Через біржі почали реалізовуватися в основному масові товари, які можна було продавати за взірцями, а згодом, в результаті вироблення стандартів щодо кількості та якісних параметрів і без взірців. Ціни на біржові товари повинні змінюватися впродовж часових періодів, 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 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 біржовиків*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 в країні розміщення, так і між державами. Біржа служить для привізної торгівлі страховим закладом, запобігаючи зниженню цін до його прибуття, тобто страхує підприємницький ризик.

Отже, *економічна сутність біржі* полягає в наступному:

- ринок замінних цінностей;
- організація;
- реалізація власної вигоди учасниками біржової торгівлі;
- офіційне котирування цін;

³ Сохачька О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. –К.: Тріада-Плюс, 1994. –С.11.

- специфічний біржовий товар;
- страхування цінних та курсових ризиків;
- цифровий вираз попиту і пропозиції;
- розміщення товарів у просторі й часі;
- встановлення об'єктивних цін та курсів, в основному майбутніх.

Це цікаво!

Щодо реалізації власної вигоди, влучно писав патріарх біржової справи XIX-го ст. Отто Штілліх, розпочинаючи свою книгу “Біржа та її діяльність”, видану в російському перекладі відомим у Санкт-Петербурзі видавництвом Брокгауз-Ефрон у 1912 р.: “Неподалік від королівського палацу у Берліні, на березі Шпрее, стоять два імponentних 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 стоять набагато ближче до інтересів біржі, ніж думають”⁴.

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

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

§ 1.3.**Функції та характерні ознаки біржової торгівлі**

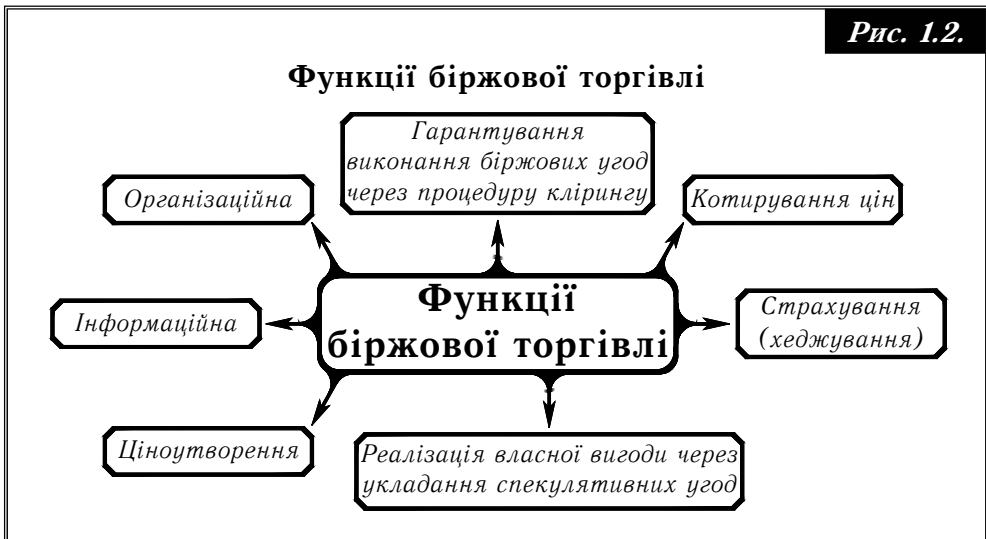
Сьогодні можна стверджувати, що біржова торгівля домінує на світових ринках щодо своїх масштабів, обсягів і кількості учасників. Вона репрезентує самостійну форму комерційної діяльності з метою отримання прибутку і характеризується такими рисами:

- 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;

⁴ Штілліх О. Біржа и ее деятельность: Пер. с нем. –СПб. –1992. –С.5.

- 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 слідує за їх дотриманням;
- активно використовує методи електронного трейдингу.

Біржа виконує такі функції (рис. 1.2):



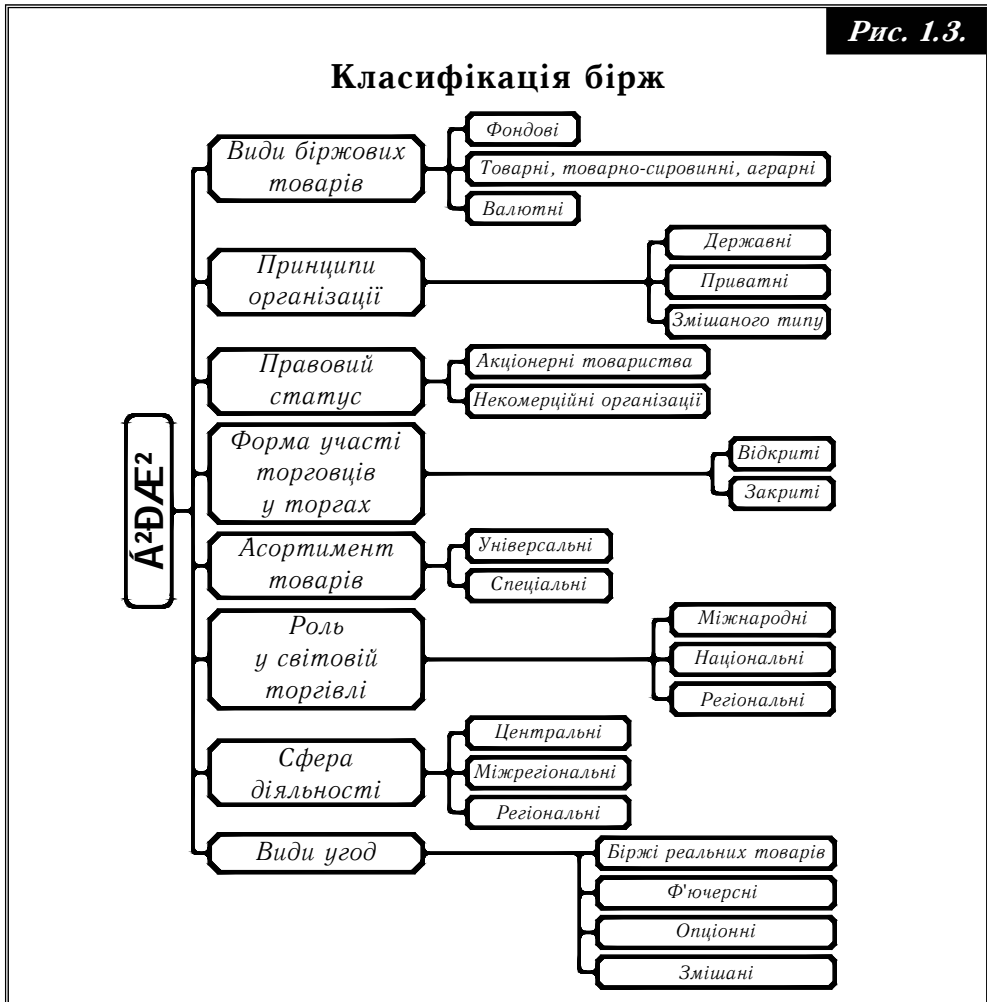
- **організаційну** (організація біржових торгів, вироблення правил, матеріально-технічне забезпечення торгів, забезпечення висококваліфікованим персоналом);
- **вироблення біржових контрактів** (стандартизація якісних параметрів, визначення розмірів партій, процедур розрахунків та забезпечення ліквідності);
- **розв'язання суперечок** між членами біржі й учасниками біржових операцій;
- **реєстрації та публікації біржових цін** (котирування);
- **страхування цінних та курсових ризиків** (хеджування);
- **гарантування виконання біржових угод** (через організацію розрахунково-клірингової діяльності);

- **інформаційну** (збір і реєстрація біржових цін з подальшою їх публікацією, наданням клієнтам, зацікавленим організаціям, пресі, радіо, телебаченню, комп'ютерним мережам та Internet інформації про рівень і динаміку світових цін та курсів на основні активи⁵).

§ 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).



⁵ Биржевая деятельность: Учебник /Под ред. А.Г. Грязновой и др. –М.: Финансы и статистика, 1995. –С.9.

Згідно *першої ознаки* біржі класифікують на *товарні, товарно-сировинні* (в Україні до цього виду відносять *аграрні, 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.

Згідно ЗУ “Про товарну біржу” “...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”⁶. 23.12.2003 р. у Верховну Раду України подано проект нового Закону “Про товарну біржу”, де також зазначено що товарна біржа не займається комерційним посередництвом і не може бути стороною біржових угод. Нажаль до вересня 2006 р. цей проект досі не прийнятий⁷.

На фондових біржах здійснюються операції з найліквіднішими масовими цінними паперами, які за умовами емісії мають вторинне обертання, як-от, акції акціонерних товариств відкритого типу, державні облігації, казначейські зобов’язання та векселі тощо.

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

В Україні на 1.01.2000 р. за даними Держкомстату налічувалося 365 бірж⁸, з них п’ять фондових (Міжбанківська валютна також має статус фондової), а решта – товарні, товарно-сировинні й аграрні. Як бачимо процес створення бірж після фінансової кризи 1998 р. не припинився. Він триває і досі. За період 2000-2006 рр. кількість бірж зросла ще на 107 одиниць. Практичну діяльність здійснювали 285 бірж (60%), серед них універсальних, товарних і товарно-сировинних – 230 бірж, агропромислових і нерухомості – по 20, фондових та їх філій – 12, спеціалізованих – 2 та 1 валютна біржа.

На біржах працює 1,4 тис. осіб, крім того за сумісництвом працює майже 400 осіб. Фонд оплати праці працівників бірж складав 3,3 млн.грн. На кожній з бірж у середньому діє 9 брокерських контор (фірм).

За I квартал 2006р. на біржах України було проведено 9,9 тис. торгів. Для продажу було запропоновано товарів та послуг на 6,3 млрд.грн. і

⁶ Закон України “Про товарну біржу” //ВВРУ. –1992. –№10. –С.139., www.birga.com.ua

⁷ Проект Закону України “Про товарну біржу”// www.rada.gov.ua

⁸ Машлій Г.Б. Організація та регулювання діяльності товарних бірж. Автореф. дис. канд. екон. наук. –Львів. –2001. –С.7.

було укладено 24,7 тис. угод на суму 4,0 млрд.грн. (на третину більше, ніж у I кварталі 2005р.). Середній обсяг одного торгу за звітний період на біржах України становив 407,5 тис.грн., що на 7,8 % більше, ніж у I кварталі 2005 року.

Найбільший обсяг угод було укладено на агропромислових (47,2%) та товарних і товарно-сировинних біржах (41,7%), на універсальних біржах їх обсяг становив 9,7% загального обсягу біржових угод⁹.

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. Щодо Франції, то після сумнозвісного краху фінансової системи за часів Джона 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 у Англії та США.

Сьогодні майже не залишилося приватних бірж, які працюють на принципах саморегулювання, і у їх діяльність втручаються держави через прийняття відповідного законодавства та запровадження спеціальних органів для контролю за їх діяльністю. Тому можна говорити про існування змішаного типу організації біржової торгівлі.

При організації бірж в Україні передбачалося надати їм статусу приватних, однак у наступні 1991-1992 та 1996 рр. було прийнято законодавчі акти, які не лише передбачали законодавче поле діяльності, але й визначили роль держави у налагодженні контролю¹⁰. Зазначені закони

⁹ www.ukrstat.gov.ua

¹⁰ 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.

продовжують діяти, за виключенням одного, у лютому 2006 року прийнято нову версію Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”¹¹. Отже, біржі в Україні можна віднести до змішаного типу.

За *третьою ознакою* біржі поділяться 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. До речі, це питання в Україні є досі невизначеним. Згідно нового Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” фондова біржа утворюється та діє в організаційно-правовій формі товариства (крім повного, командитного товариства і товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об’єднання торговців цінними паперами, та провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності та припинення юридичних осіб, з особливостями, визначеними цим Законом. Прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками)¹².

Ця вимога закону не відповідає сучасним світовим тенденціям розвитку біржової торгівлі. Сьогодні міжнародні біржі змінюють організаційно-правовий статус із неприбуткових організацій на акціонерні товариства, здійснюють публічні емісії (ІРО), отримують фінансування на фондових ринках і здійснюють виплату дивідендів. З 2003 року статус біржі як неприбуткової організації змінюється. 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. В той же час, 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 поділять на **відкриті** та **закриті**. В торгах на закритих біржах приймають 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 в свою чергу укладають

¹¹ www.ssmc.gov.ua

¹² www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/

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

Універсальні біржі мають широко диверсифіковану номенклатуру, наприклад, на Чикаго Борд оф Трейд 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**, в залежності 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 в межах однієї країни. До національних відносяться більшість товарних бірж країн континентальної Європи. Регіональні діють в 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) – наприклад, 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 постійнодіючий 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 в країні розміщення, так і між державами.

Економічна сутність біржі у тому, що вона є ринком замінних цінностей; має властиву 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, в основному 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 інформації 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.

?

B**Контрольні запитання**

1. Назвіть дві версії походження слова “біржа”.
2. Як трактується термін “біржа” у сучасних економічних джерелах?
3. Охарактеризуйте поняття організованого ринку.
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 покласти за основу класифікації бірж?
10. У чому Ви бачите особливості класифікації бірж в Україні?

Г**Посилання і рекомендована література**

1. Биржевая деятельность: Учебник /Под ред. А.Г. Грязновой и др. –М.: Финансы и статистика, 1995. –С.9.
2. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –С.7-40.
3. Васильев А. Биржевая спекуляция. Теория и практика. –СПб., 1912. –168 с.
4. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.10-23.
5. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.7-22.
6. Економічна енциклопедія: У 3-х тт. Т.1 /Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. –К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. –С.105-108.
7. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”. //ВВРУ. –1996. –№51. –С.292.
8. Закон України “Про товарну біржу” //ВВРУ. –1992. –№10. –С.139.
9. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23 лютого 2006 року //www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/
10. Машлій Г.Б. Організація та регулювання діяльності товарних бірж. Автореф. дис. канд. екон. наук. –Львів. –2001. –С.7.
11. Сохацька О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. –К.: Тріада-Плюс, 1994. –С.11.
12. Сохацька О.М. Ф’ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.8-16, 46-51.
13. Штиллих О. Биржа и ее деятельность: Пер. с нем. –СПб., 1992. –С.5.
14. www.ukrstat.gov.ua
15. www.ssmc.gov.ua
16. www.rada.gov.ua



Тести для перевірки знань до розділу I

1. Історично-початковою формою гуртової торгівлі була:
 - a) караванна;
 - б) ярмаркова;
 - в) біржова;
 - г) ф'ючерсна.
2. Біржа – це:
 - a) об'єднання комерційних посередників;
 - б) місце торгів;
 - в) гуртовий ринок;
 - г) усе перераховане.
3. Організований ринок характеризується:
 - a) 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:
 - a) забезпеченні широкої гласності діяльності;
 - б) організації біржових торгів;
 - в) зборі та розповсюдженні інформації;
 - г) хеджуванні.
5. Котирування – це:
 - a) реєстрація біржових цін і курсів з подальшою публікацією;
 - б) надання інформації про ціни зацікавленим особам;
 - в) вироблення біржових стандартів;
 - г) гарантування виконання біржових угод.
6. За видами біржових товарів біржі класифікують:
 - a) 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 є:
 - a) регулювання з боку біржі;
 - б) регулювання інших учасників ринку;
 - в) саморегулювання;
 - г) регулювання біржової діяльності державою.
8. Впровадження Правил біржової торгівлі є:
 - a) регулюванням біржової діяльності;
 - б) законом, який регулює біржову діяльність;
 - в) саморегулюванням;
 - г) нормативними актами державних комісій.

9. Економічна суть біржі полягає:

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

10. За ступенем участі держави біржі поділяють на:

- | | |
|-----------------------------------|---|
| <i>а) державні, муніципальні;</i> | <i>в) державні, приватні й змішані;</i> |
| <i>б) державні, регіональні;</i> | <i>г) міжнародні, приватні.</i> |

11. Біржа – це:

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

12. Біржа – це:

- | | |
|---|--|
| <i>а) інститут макроекономічного регулювання;</i> | <i>в) інфраструктурний інститут ринку;</i> |
| <i>б) інститут мікроекономічного регулювання;</i> | <i>г) інститут макроекономічного регулювання, інфраструктурний інститут ринку.</i> |

13. Біржа – це:

- | | |
|-------------------------------------|---------------------------------|
| <i>а) категорія ринку;</i> | <i>в) інфраструктура ринку;</i> |
| <i>б) явище економічного життя;</i> | <i>г) усі вищезазначене.</i> |

**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.*

Розділ 2

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

ЕВОЛЮЦІЯ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ

Петро Великий у розрахунках помилився. Росія його часу не була достатньо підготована для сприйняття такого інституту, як біржа.

Ю. Філіпов, 1912 р.

A**Теоретична частина**

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

§ 2.1.

Історія формування бірж у 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-мінняльних контор, то першими біржами були товарні. Спочатку вони з'явилися в Антверпені (1531 р.), в Ліоні й Тулузі (1549), а згодом – у Лондоні (1556), в особливому приміщенні, яке пожертвував торговцям королівський банкір Томас Грешем. В Японії перша біржа з'явилася у 1730 р. для торгівлі рисом, у США першою була зернова біржа в Чикаго (1848).

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

У XVI-му 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'ючерськими (строковими) контрактами. Їх купували і багаторазово перепродували торговці в розрахунок 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. Іноземний вексель продавався за гроші країни імпортера. Продавали ці векселі купцям у своїй країні для імпортних закупівель. Завдяки такій торгівлі визначався курс векселів у різних валютах, як сьогодні прийнято вважати – встановлювався валютний курс.

На Амстердамській біржі (1608 р.) вперше були встановлені середні норми, які характеризували якість товарів. Виникнення внутрішніх біржових стандартів дозволило не поставляти товари на біржові торги.

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

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.

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 продавались та купувались за договірними цінами, чинними доти, доки товари були у дорозі. Саме відтоді зароджується ф'ючерсна торгівля на біржах США.

З 1752 р. в 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. Цих ринків зараз немає, але вони започаткували деякі нинішні американські товарні біржі. Ці перші ринки були не тільки місцем торгівлі. Вони виконували також інші функції, а саме: приваблювали брокерів, бізнесменів, судовласників, 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 відчутно збільшували свободу і масштаби торгівлі всіма видами товарів: харчовими, текстильними, металами, шкірою, пиломатеріалами. Але практика торгівлі реальним товаром з негайною поставкою та строковими угодами (форвардами) не відповідала раптовим змінам попиту та пропозиції.

До початку 1800-х років 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. Але 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 крупні зерноторговці заснували Чиказьку торговельну палату (Chicago Board of Trade). Поява організованої біржі, що зводила в одному місці продавців і покупців, зробила вигідним будівництво великих елеваторів, зерносковищ 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 угоди². Таким чином фермери намагалися 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 розв'язання даної проблеми застосовували відому ще з глибокої давнини практику застави у третьої особи певної суми завдатку як гарантії виконання зобов'язань (це особливо стосувалося золота). У цьому випадку, 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 розв'язала проблеми їх непередбачених змін у зв'язку з неврожаєм, посухою чи, навпаки, високими врожаєми. Саме біржі взяли 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 уже згадувалося, прообрази цих контрактів виникли у середні віки одночасно в Європі та Японії, проте саме в період розквіту капіталізму в США

² Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. – М.: Ай Кью, 1992. – С.6.

вони відіграли вирішальну роль для успішного розвитку біржової торгівлі. До кінця XIX-го ст. ф'ючерсні контракти вдосконалювались, стандартизовувались, розроблялися правила торгів. У цей же період сформувалася система клірингових розрахунків та процедура доставки товарів.

Саме завдяки поширенню ф'ючерсів на біржу прийшли спекулянти – особи, які прямо не зв'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 же 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.

Наприкінці XIX-го – початку XX-го 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 відчували гостру необхідність виробити механізм страхування цінових 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 років XX-го ст. до біржової практики додаються ще й 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 – найоперативнішу інформацію щодо прогнозних ринкових цін, яка суттєво знижує ціновий ризик, допомагає захистити від інфляції доходи бізнесу і заощадження населення.

В кінці XX-го на початку XXI-го століття 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 тут не було до XVIII-го ст. У 1703 р. цар Петро Перший, подорожуючи Голландією під ви-

глядом 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, 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 самобутності 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 роках XIX-го 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 того – біржі у Москві, Києві, Миколаєві, Харкові, Ризі, Варшаві. Як бачимо біржі засновувалися у багатьох містах на теренах України. До кінця XIX-го 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, на якого ми посилалися вище, 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 утримується у визначених межах і не вдаючись до біржової гри позитивно впливає на торгівлю та промисловість”³. 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-го ст., написаних економістами, біржовиками та законодавцями, гостра полеміка точилася 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 в біржових операціях середнього класу підприємців. Вони переважно не опанували секретами біржової справи. Для ліквідації цього недоліку тоді видавалися досить 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, яка має промовисту назву “Кратчайший и доступный каждому путь к богатству. Биржевые операции. Популярное руководство”, виданій у 1909 р., даються чіткі рекомендації пересічним інвесторам. Там так яскраво і точно описується стан росіянина, забитого злиднями, приниженого й озлобленого, що забуваєш про час видання, здається писане сьогодні і про нас. “Крах у торговельному світі настає лише тоді, коли у потрібний момент ніде купити потрібного товару, або нікуди збути заготовлені запаси”⁴. Хіба не вірно?

³ Энциклопедический словарь. В 86 томах. Т.2. –СПб.: Издательство Брокгаузъ-Ефронъ, 1892. –С.879.

⁴ Ратьков А. Кратчайший и доступный каждому путь к богатству. Биржевые операции. Популярное руководство. –СПб., 1909. –С.3.

Хіба не відповідає сучасній ситуації на ринку зерна, цукру, інших сільськогосподарських продуктів та й не лише їх?

Або ще, нібито про наших сьгоднішніх “нових українців”: “Ми, росіяни, не використали благодійної сили біржі. На просторах нашої неосяжної 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”⁵. Погодилося, що справді, як про нас сьгоднішніх 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. З величезною гіркотою, проте гостро, автор критикував невігластво населення, його упередження до ф’ючерсної біржової торгівлі, особливо, на ринку цінних паперів, при бажанні, справді, доступного широким верствам населення, яке тоді, як, до речі, й 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 роботи тодішніх провідних біржових юристів, таких як К. Гаттенбергер, Н. Васильєв, А. Кофман. Біржова практика Росії розпочала їх активне впровадження.

Про ставлення до біржі на теренах тодішньої України свідчить видана у 1916 р. у Києві “Біржова енциклопедія”, де зокрема 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”.

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

⁵ Ратьков А. Кратчайший и доступный каждому путь к богатству. Биржевые операции. Популярное руководство. –СПб., 1909. –С.3.

Московська товарна біржа, збудована за кошти купця Никифора 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, що після скасування кріпосного права завойовували місце під сонцем у Росії. 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 своїй 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 Джона Ло (початок XVIII-го ст.). Він зауважує, що всі спроби підпорядкувати біржу поліцейському наглядові, оголосити поза законом строкові (ф’ючерсні) угоди, не давали жодного ефекту. Мало 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 пари, становище осіб, що уклали 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”⁶.

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 справедливо 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;

⁶ Студентский М. Биржа, спекуляция и игра. –СПб., 1896. –С.65.

- 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 й тим, що рівномірно розподіляють прибутки і збитки між учасниками ринку.

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

Це цікаво!

Найближча до нас історія відбулася у 1995 р., саме тоді збанкрутував один із найстаріших банків Лондона “Берінгс”, що існував на Лондонському Сіті понад 230 років. Безконтрольність з боку керівництва банку призвела до катастрофічного програшу на фінансових ф’ючерсах на Токійській фондовій біржі дилера Сінгапурської філії банку Ніка Лісона. Програш останнього, який вважався фінансовим генієм був спричинений землетрусом у м. Кобе, що викликав обвал фондового індексу Nikkei 225.

Сьогодні в Україні законодавці повинні зрозуміти 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”⁷. Написано це в 1890 р., проте й нині актуальне.

Дискусія в науці і практиці Росії кінця ХІХ-го ст. стосувалася в основному 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 – були тоді центрами ф’ючерсної хлібної торгівлі.

З 1882 р. одне з провідних місць займала зернова біржа Саратова, який розміщений на перехресті водних та залізничних шляхів всього 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.

⁷ Студентский М. Биржа, спекуляция и игра. –СПб., 1896. –С.84.

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.

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, повній протилежності минулому. 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 ми сьогодні, в період ринкового реформування економіки в Україні через понад 80 років. Все ж таки актуальності ці дослідження й досі не втратили, їх можна використовувати і вченим, і законодавцям в процесі законотворчого забезпечення становлення строкового (ф'ючерсного) ринку.

§ 2.3.

Становлення біржової торгівлі в Україні

Біржова торгівля в Україні започаткована відкриттям у 1796 р. Одеської товарної біржі та у 1834 р. – Кременчуцької. Взявши за основу класифікацію етапів становлення біржового руху в Україні, яка наведена у монографії⁸, 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.
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 біржа, яка спеціалізувалася на торгівлі цукром, Миколаївська – хлібна та Одеська – зернова.
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

⁸ Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. П.Т. Саблука та О.М. Шпичака. –К.: 1997. –С.85.

торгували різним товаром, в тому числі не традиційним, 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. *1990р. 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., мало того, цей процес не зупинився і триває досі. Як вказувалося вище, на 01.01.2002 р. в Україні було 411 бірж.
6. *1992р. 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-до нашого часу. Зростання кількості бірж.* Створення саморегулюючих 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 по 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 бюджети, знову залишилися 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. “W.J.Export-Import, Inc.” – компанія-зерновий трейдер із США на українському аграрному ринку, за декілька років зазнала збитків на суму \$3,5 млн.⁹

Основну частину біржового обігу забезпечують 8 найбільших бірж. Це колишні члени Національної асоціації бірж України (НАБУ):

- Київська універсальна товарна біржа;
- Київська біржа “Десятинна”;
- Українська аграрна біржа (м. Київ);
- Одеська товарна біржа;
- Харківська товарна біржа;
- Донецька товарна біржа;
- Маріупольська універсальна товарна біржа;
- Придніпровська товарна біржа (м. Дніпропетровськ).

На цих 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 і юридичні послуги. Київська універсальна товарна та біржа “Десятинна”, в основному, спеціалізуються на об’єктах нерухомості, які до біржових товарів у класичному розумінні цього слова не належать.

Структура біржового обігу України незаперечно підтверджує, що біржі в нашій країні практично виконують роль примітивного посередника. В 2006 році діяльність Національної асоціації бірж України майже припиняється, про що свідчить закриття веб-сторінки в Internet.

⁹ Крот Ю. Зерновики України об’єднуються в преддверіи колоссального дефіцита зерна и продовольствия, который прогнозируется специалистами Мирового банка на начало следующего тысячелетия //Капитал. –1998. –№4(121). –С.127.

Перші біржі, створені у 90-х роках ХХ-го століття в Україні, були товарними, як правило універсальними. Згодом при великих товарних біржах почали виникати фондові відділи, які згодом перестали функціонувати.

§ 2.4.

Особливості функціонування бірж в Україні на початку ХХІ-го століття

В Україні й досі не створена біржа, яка відповідала б своїй ролі регулятора стихійних процесів ціноутворення базових активів. Жодна із функціонуючих у 2006 р. в Україні бірж не відповідає за своєю суттю класичному поняттю біржі ні в економічному, ні в органі-

заційному аспектах.

Практика біржового будівництва не створила кола біржових товарів, не запровадила торгівлі стандартизованими контрактами на жоден з базових активів. Законодавство України, що регулює біржову діяльність: Закони України “Про товарну біржу” та “Про цінні папери та фондовий ринок”, прийняті у 1992-2006 рр., – не стимулюють впровадження в практику сучасного біржового механізму. Ці законодавчі акти досить поверхневі, не містять цілого ряду головних аспектів створення строкового ринку.

Із вертикальним структуруванням ринку на ринок “спот”, тобто нижніми 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, без сумніву, є великим тягарем і поглиначем обігових коштів бізнесових структур, були 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, 1000DM, 5 млн. російських рублів на Українській універсальній товарній біржі точно спрогнозували початковий курс гривні напередодні

грошової реформи. Однак ці контракти були нестандартизовані, незгоджені 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 сьогоднішній день УМВБ відіграє першорядну роль у розвитку біржового ринку в країні.

Протягом усього періоду свого розвитку, УМВБ була ключовим 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 сьогоднішньому етапі ЗАТ “УМВБ” проводить торги такими інструментами: у товарному сегменті – енергоресурси (нафта, газовий конденсат, стабільний газовий бензин); у фондовому сегменті – акціями підприємств, що приватизуються. В листопаді 2003 року 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 року, у зв'язку з вимогами законодавства, оптова торгівля банківськими металами (золото, срібло, платина, паладій) переведена на майданчик дочірньої структури ЗАТ “УМВБ” – Універсальної товарної біржі “Контрактовий дім УМВБ”, що була зареєстрована 26 грудня 2001 р. На даний час УТБ “Контрактовий дім УМВБ” виступає в якості єдиного організатора оптової торгівлі банківськими металами в Україні. На нинішньому етапі товарна біржа приступила до організації біржового ринку товарних ресурсів¹⁰.

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 чинних бірж. Спотовий зерновий ринок України не створений також через відсутність на ньому інфраструктурних

¹⁰ www.uice.com.ua

інститутів таких як приватні елеватори. Адже елеватори є настільки важливою ланкою зернового ринку, що за умови їх перебування у державній власності зерновий спотовий ринок може функціонувати лише теоретично. Цей процес знаходиться лише на початковому етапі.

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 в цілому весь західний світ, народжуються нові й нові структури цього типу. З моменту першого видання підручника “Біржова справа” в 2003 році їх кількість зросла ще на 61. Досі біржова діяльність не ліцензується (за винятком фондової), не сертифікуються, хоча на цьому наполягають самі біржовики.

Таблиця 2.1.

Результати діяльності найбільших бірж України

	Обсяги укладених угод		Кількість укладених угод	Середня вартість укладених угод, тис.грн.
	млн.грн.	у % до підсумку		
Всього	4028,5	100	24742	162,8
з них				
Українська міжбанківська валютна біржа	1202,7	29,9	406	2962,3
Київагропромбіржа	827,5	20,5	297	2786,1
Українська аграрна біржа	655,6	16,3	893	734,1
Українська універсальна біржа	311,3	7,7	184	1691,9
Чорноморська товарна біржа агропромислового комплексу	274,0	6,8	106	2584,6

Коефіцієнт ліквідності укладених угод впродовж I кварталу 2006р. становив 63,9% проти 86,7% у I кварталі 2006р. Найвищий коефіцієнт ліквідності спостерігався на агропромислових біржах (94,7%), універсальних (93,1%) та товарних і товарно-сировинних біржах (75,0%), досить низький – на біржах нерухомості (10,1%) і фондових біржах та їх філіях (3,3%).

Біржова торгівля продукцією і товарами впродовж звітної періоду представлена, в основному, спотовим ринком. На умовах спотових угод було укладено 92% усіх угод на біржах України, на умовах форвардних – 8%. Торгівля сільськогосподарською продукцією відбувалася як на спотовому (44%), так і на форвардному – (80%) ринках.

Біржова діяльність поширена на усі регіони України. За I квартал 2006р. на біржах, що діють у 5 регіонах України, було укладено 90% обсягів біржових угод, що на 3 відсоткових пункти більше, ніж за I квартал 2005р.

Таблиця 2.2.

Результати діяльності бірж за окремими регіонами

	Обсяги укладених угод, млн.грн.	Питома вага у загальному обсязі біржового обороту, %
Україна з неї	4028,5	100
м. Київ	1939,4	48,2
Київська область	827,5	20,5
Полтавська область	323,1	8,0
Миколаївська область	277,2	6,9
Дніпропетровська область	257,2	6,4

Із загальних обсягів укладених угод на торгівлю сільськогосподарською продукцією припадає 1,9 млрд.грн. (46,8%), на операції з продажу палива – 1,3 млрд.грн. (33,3%), з продажу продуктів харчування, транспортних засобів і цінних паперів – відповідно 86, 77 і 73 млн.грн. (по 2%)¹¹.

Як бачимо, і далі в Україні сьогодні гостро відчувається криза універсальної товарної біржі. Не кращою є доля фондових бірж. Разом із становленням ринку цінних паперів в Україні створені і розгортають свою діяльність позабіржові системи комп'ютерного котирування цінних паперів (ПФТС), і саме їм віддають перевагу торговці. А на фондових біржах Києва реєструються поодинокі угоди і виключно через сприяння урядових структур, наприклад, Фонду державного майна, що через Українську фондову біржу (УФБ) продає пакети акцій об'єктів, якої приватизуються.

Причинами кризи біржі реальних товарів в Україні є наступні.

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.

¹¹ www.ukrstat.gov.ua

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 лежать в основі 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 – споживання хліба в Україні, незважаючи на суттєве зростання цін, не зменшується. 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 цілісного правового поля для структурування ринку та впровадження у біржову практику похідних фінансових інструментів. Неабияке значення у цьому аспекті мав би бути прийнятий Цивільний кодекс. Однак і в новому Цивільному кодексі¹², 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”), у другому – акціонерне товариство (ЗУ “Про цінні папери та фондовий ринок”). Обидва законодавчі акти незначні за обсягом, до них не включені ви-

¹² Цивільний кодекс України (Відомості Верховної Ради (ВВР), 2003, №№ 40-44, ст.356).
(Із змінами, внесеними згідно із Законами
№ 980-IV (980-15) від 19.06.2003, ВВР, 2004, № 2, ст.6.
№ 1255-IV (1255-15) від 18.11.2003, ВВР, 2004, № 11, ст.140.
№ 1713-IV (1713-15) від 12.05.2004, ВВР, 2004, № 33-34, ст.403).

моги 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.

Гострота питання не знята і в зв'язку з прийняттям у 2001 р. у першому читанні ЗУ “Про строкові фінансові інструменти”¹³, в якому описуються біржові ф'ючерсні та опціонні контракти на фінансові й товарні активи.

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, 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 не біржового 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 сягає 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% вартості товару від обох сторін. Всі ці внески надходять через розрахункові фірми до розрахункових (клірингових) палат біржі.

Урядовці України планували через одну-дві центральні біржі здійснювати перевалку всього зерна, м'яса, цукру. Це нереальне завдання, і тому такі біржі приречені на загибель. Біржа реального товару на початку ХХІ-го ст., коли за кілька хвилин можна, не виходячи із офісу

¹³ Проект Закону України “Про строкові фінансові інструменти” /Бизнес. –2001. –№27(442). – 2 июля. –С.16-17.

в Україні, купити цукор в Парижі, Лондоні, не може існувати у тому вигляді, в якому її створили в Україні.

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 рр. Збанкрутували банки, що виконували роль розрахунково-клірингових центрів ф'ючерсних бірж та біржі, на яких депозитні внески просто присвоїли керівники, що призвело до краху ф'ючерсного ринку в цілому.

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, до того ж, не структурований горизонтально. Досі нема чіткої взаємодії біржового та позабіржового ринку сировини. Те, що ми називаємо ринком нерухомого майна, практично є ринком помешкань, де еквівалентом виступає чужа валюта (долар США). Ринок землі в Україні і пов'язаний з ним іпотечний цілком 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 монополює 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 роках 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 на очах зростали. У вересні

1929 р. було випущено на \$1 млрд. 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 божевілья. Усі кинулися продавати. До кінця дня збитки становили понад \$10 млрд. 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 років 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 цілком 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 виключенням фахівців-аналітиків, не помічені.

Біржова криза 1987 р. була також досить болісною, особливо для Європи. Це знову був жовтень, що підтвердило слова Марка 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.

І зараз діловий світ доволі швидко вийшов із жорсткої фінансової кризи. Розпочинаючи знову ж таки з жовтня 1997 р. фінансова криза, що зародилася в Гонконгу, завдала відчутних ударів Японії, “азійським тиграм”, США і навіть Росії, яка досить тісно 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 нещодавно введено нову національну грошову одиницю – гривню.

Біржові кризи, які переживало людство у ХХ-му 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 прогнозні ринкові ціни та дозволити здійснювати нові для наших учасників ринку, але вкрай необхідні операції страхування цінних та курсових ризиків.



Резюме

Біржі – як закономірний результат еволюції форм гуртової торгівлі і способів торгів – виникли в епоху нагромадження початкового капіталу. Спочатку вони з'явилися в Антверпені (1531р.), в Ліоні (1549 р.) і Тулузі (1549 р.), а потім у Лондоні (1556 р.) в особливому приміщенні, яке пожертвував торговцям королівський банкір Томас Грешем. З 1752 р. в 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-х крупних зерноторговців заснували Чиказьку торговельну палату (Chicago Board of Trade). 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 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.

Коріння російських бірж проростає від епохи Великого Новгороду, Архангельська, Москви, де купці збиралися на величезних ярмарках. Петровська біржа (заснована царем-реформатором Петром Першим 1705 р. у Санкт-Петербурзі) проіснувала одна майже сто років. Московська товарна біржа, збудована за кошти купця Никифора Лежева 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-го 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 в цілому.

?

Контрольні запитання

1. Назвіть основні роки становлення перших бірж.
2. Яку роль у становленні строкової торгівлі відіграла Амстердамська товарна біржа у XVII-му 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, спричинили подальше зростання кількості бірж в Україні після фінансової кризи 1998 р.?



Посилання і рекомендована література

1. Биржевая деятельность: Учебник /Под ред. А.Г. Грязновой, Р.В. Кореневой, В.А. Галанова. –М.: Финансы и статистика, 1995. –С.5-22.
2. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –С.8-11, 20-23.
3. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.10-23.
4. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.7-13, 443-445.
5. Економічна енциклопедія: У 3-х тт. Т.1 /Редкол.: ...С.В.Мочерний (відп. ред.) та ін. –К.: Видавничий центр «Академія», 2000. –С.105-108.
6. Крот Ю. Зерновика Украины объединяются в преддверии колоссального дефицита зерна и продовольствия, который прогнозируется специалистами Мирового банка на начало следующего тысячелетия //Капитал. –1998. –№4(121). –С.127.
7. Проект Закону України “Про строкові фінансові інструменти” /Бизнес. –2001. –№27(442). –2 июля. –С.16-17.
8. Ратьков А. Кратчайший и доступный каждому путь к богатству. Биржевые операции. Популярное руководство. –СПб., 1909. –С.2-3.

9. Сохачька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.8-21.
10. Студентский М. Биржа, спекуляция и игра. –СПб, 1896. –С.65-84.
11. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. П.Т. Саблука та О.М. Шпичака. –К., 1997. –С.85
12. Цивільне право України: Підручник: У 2-х кн. /Д.В. Боброва, О.В. Дзера, А.С. Довгерт та ін.; За ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнецової. –Кн.1. –К.: Юрінком Інтер, 2001. – С.183-211.
13. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –С.3.
14. Энциклопедический словарь. В 86 томах. Т.2. –СПб.: Издательство Брокгаузъ-Ефронъ, 1892. –С.879.
15. www.uice.com.ua
16. www.ukrstat.gov.ua



Тести для перевірки знань до розділу 2

1. Перша біржа в Європі була створена у:
 - а) 1550 р.;
 - б) 1608 р.;
 - в) 1848 р.;
 - г) 1531 р.
2. Коли був заснований найбільший зерновий центр Чикаго (Чиказька торгівельна палата)?
 - а) 1800 р.;
 - б) 1848 р.;
 - в) 1752 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) необхідність ліквідних ринків для спекулянтів;
 - в) державне регулювання, яке забороняє неорганізовану спекуляцію;
 - г) підвищену цінову змінність.
4. Для біржової торгівлі характерним є:
 - а) концентрація в місцях виробництва, споживання;
 - б) проведення торгівлі невеликими партіями товарів;
 - в) епізодичний характер;
 - г) проведення торгівлі фінансовими посередниками.
5. Перша міжнародна біржа, яку називали “нескінченим ярмарком”, виникла у:
 - а) Ліоні;
 - б) Чикаго;
 - в) Антверпені;
 - г) Токіо.

6. Спекулятивна торгівля великими партіями характерна для:
- а) місцевого ринку;*
 - б) біржового ринку;*
 - в) ярмарку;*
 - г) гуртового ринку.*
7. На біржі закритого типу мають право укладати угоди:
- а) члени біржі та їх представники;*
 - б) разові відвідувачі;*
 - в) брокери, акредитовані на біржі;*
 - г) засновники.*
8. Провідним центром міжнародної біржової торгівлі є:
- а) США;*
 - б) Великобританія;*
 - в) Японія;*
 - г) Україна.*
9. Основну частину біржового обігу забезпечують такі країни:
- а) США, Великобританія;*
 - б) США, Великобританія, Японія;*
 - в) Європа;*
 - г) США, Європа.*
10. Закони України “Про товарну біржу” та “Про цінні папери та фондову біржу” були прийняті у:
- а) 1998 р.;*
 - б) 1990 р.;*
 - в) 1991-1992 рр.;*
 - г) 1996 р.*
11. Амстердамська товарна біржа виникла у:
- а) 1550 р.;*
 - б) 1608 р.;*
 - в) 1848 р.;*
 - г) 1796 р.*
12. Яка біржа Європи спонукала Петра I впровадити біржову торгівлю в Російській імперії?
- а) Антверпенська;*
 - б) Амстердамська;*
 - в) Лондонська;*
 - г) Ліонська.*
13. Який рік можна вважати базовим для створення першої біржі в Україні (м. Одеса)?
- а) 1531 р.;*
 - б) 1608 р.;*
 - в) 1705 р.;*
 - г) 1796 р.*
14. Коли розпочався третій “біржовий бум” на теренах колишнього СРСР?
- а) 1990 р.;*
 - б) 1995 р.;*
 - в) 1993 р.;*
 - г) 1997 р.*
15. Назвіть етапи становлення бірж в Україні:
- а) 1917; 1921-1925 рр.;*
 - б) 1921-1925; 1990 рр.;*
 - в) 1928-1930 рр.;*
 - г) 1796-1860; 1861-1914; 1914-1921; 1921-1928; 1990 рр.*

E**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.*

Розділ 3

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

БІРЖОВИЙ ТОВАР

Основна мета ф'ючерсної торгівлі полягає не в тому, щоб купити або продати, головне завдання її – обминати ціновий та курсовий ризику.

Ф. Шварц, дослідник ф'ючерсних ринків Заходу

A**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 справедливо зазначено у вислові одного з відомих сучасних західних дослідників біржової справи Ф. Шварца, винесеного в епіграф до даного розділу, 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 страхувати 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.

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 останніх російських підручниках з біржової справи² та 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 його переробки:

- льон (зерно), бавовна (зерно), соя (боби);
- соєва олія, соєвий шрот;

3) жива худоба:

- ВРХ (велика рогата худоба), живі свині, бройлери;
- свине м'ясо, бекон, свині стегна;

4) текстильні товари:

- джут;
- натуральний та штучний шовк, промита вовна та пряжа, бавовна;

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

² Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –С.45.

³ Сохацька О.М. Ф'ючерні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.29.

5) харчові товари:

- цукор, кава, какао (боби);
- рослинні олії;
- яйця;
- картопля;
- арахіс;
- концентрат апельсинового соку;

6) пиломатеріали та фанера;**7) натуральний каучук.****II. Промислова сировина:****1) нафта-сирець та продукти її переробки:**

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

2) кольорові та коштовні метали:

- алюміній, мідь, свинець, цинк, олово, нікель;
- золото, срібло, платина, паладій;

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 ієна, австралійський та канадський долари, мексиканське песо;
- 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 тощо.

5) Синтетичні комбінації:

наприклад, опціон на ф'ючерсний контракт з пшеницею, опціон на ф'ючерсний контракт з індексом акцій тощо.

6) Екзотичні інструменти:

наприклад, ф'ючерс та опціон на погоду, ф'ючерс на своп.

Як уже 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 Чиказькій торговельній палаті, 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 складає 100 т.

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. В той же час в товарній секції Української міжбанківської валютної біржі розміри лотів визначаються напередодні торгів, ціни котируються в грн. за тону.

Аналогічно значними за обсягами є біржові контракти з нафтою-1000 барелей, 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 унцій⁴ (3,11 кг) тощо. Правилами біржової торгівлі жорстко регламентується 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 складає 100 штук, казначейська облигація США з 15-річним терміном до відшкодування з 10%-им купоном, який виплачується двічі на рік, має номінал \$100 000, казначейський вексель США з 13-ти тижневим терміном має номінал \$1 000 000, ф'ючерсний контракт на фунти стерлінгів має обсяг у £62 500 тощо.

Крім кількісної стандартизації біржові товари мають чітко визначену якісну стандартизацію. Для кожного виду сільськогосподарської сиро-

⁴ Трійська унція — одиниця вимірювання маси, що дорівнює 31,1034768 грамів. Назва походить від міста Труа (Troyes) у Франції. Зараз широко застосовується в банківській, ювелірній справі для вимірювання ваги коштовних металів, а також в деяких інших царинах, наприклад, в косметичі для вимірювання ваги особливо цінних інгредієнтів. Міжнародне позначення трійської унції золота, срібла, платини і паладію відповідно XAU, XAG, XPT, XPD. www.uk.wikipedia.org

вини у якості базового вибирається типовий сорт, згідно з яким здійснюється якісна градація інших сортів у даній товарній групі. Ціна базисного сорту, яка 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. Саблука⁵, або із спеціальної літератури по товарознавству. На американських біржах котируються в основному у якості базових сортів 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 наступну ознаку, як замінисть. Саме ця ознака, характерна для фінансових інструментів зумовила їх успіх у біржовій торгівлі впродовж останніх 10-ти років ХХ-го ст.

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

В Україні і на початку ХХІ-го ст. в 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 відсотковими ставками, валютою тощо.

Отже, об'єктами сучасної біржової торгівлі можуть бути лише товари, які відповідають вказаним вище характеристикам. Відсутність цих вимог щодо біржового товару у ЗУ "Про товарну біржу"⁶ 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%⁷. Більше того, намагання впорядкувати цей процес через внесення змін та доповнень до вказаного закону, не було проведено

⁵ Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. Саблука П.Т., Шпичака О.М. –К.: ВІПОЛ, 1997. –С.113.

⁶ Закон України "Про товарну біржу" //ВВРУ. –1992. –№10. –С.139.

⁷ Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. Саблука П.Т., Шпичака О.М. –К.: ВІПОЛ, 1997. –С.93.

через лобіювання представників бірж, які при забороні операцій з нерухомістю просто перестали б функціонувати. Починаючи з 2003 року обсяги торгівлі нерухомістю істотно зменшились і на 01.04.2006 р. в цілому на біржах України становлять 1%.

У період становлення біржової діяльності в Україні, як зрештою 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 поступали.

За більш як десятилітню історію реформування економіки України товари, які є традиційно біржовими, уже зараз можуть бути вільно реалізованими, однак ця обставина не призвела 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, який 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 (pit), 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) в свою чергу поділяються на *дві групи*:

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

Ці терміни встановлюються біржами індивідуально, однак є уже 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 (forward).

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

З часу свого заснування і до XIX-го ст. включно 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 ресстрацію 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.

Не дивлячись на те, що бірж реальних товарів на світових ринках залишилося зовсім мало, на наш погляд, доречно було дати ці характеристики, хоча б для того, щоб визначити рівень розвитку сучасних бірж України. Поки що всі українські біржі є біржами реальних активів, тому

такий аналіз є актуальним. 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 (*physical transactions, actual transactions*) укладаються на товар, який уже 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–2000”.

Навіть на біржах, де поставка здійснюється тільки через уповноважений склад, дозволяються також інші умови. Наприклад, на Чикаго Борд оф Трейд 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 – варранти**, – що вільно обертаються. Варрант є товаророзпорядчим документом. До речі, у новій версії законопроекту України “Про цінні папери і фондовий ринок”⁸ до переліку цінних паперів введено групу “товаророзпорядчі”, до яких віднесено коносаменти, вантажні свідоцтва, заставні. Тобто, нарешті і на нашому товарному

⁸ Бізнес. –№29(444), 16 июля 2001 г. –С.20-21.

ринку з'являться відповідні цінні папери, які допоможуть спростити процес купівлі-продажу товарів.

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 видає 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 уже 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”⁹.

Вище уже 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 весною 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, відлякнувши з нього зарубіжних учасників.

⁹ Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.18.

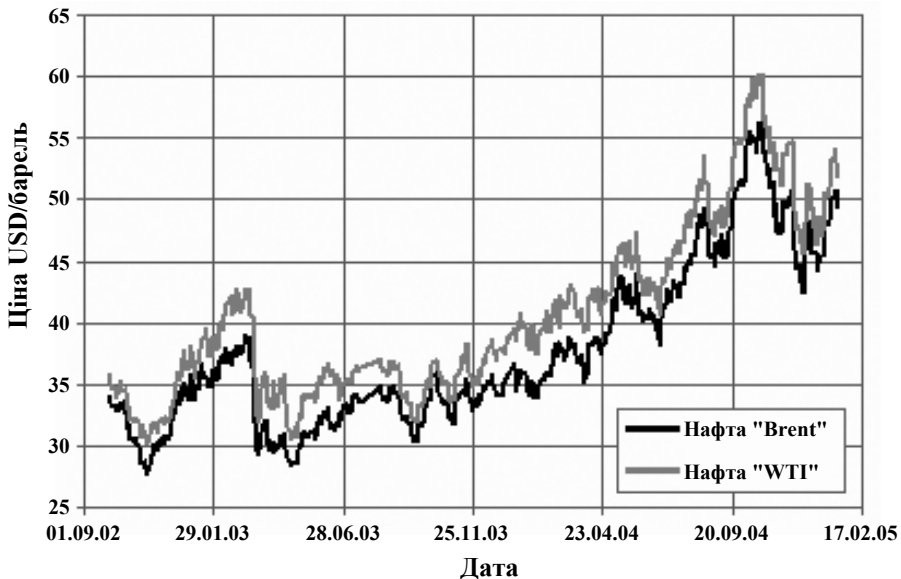
Приклад 3.1.

Нехай фермер уклав з елеваторником форвардну угоду у квітні на продаж 30.000 бушелів пшениці у липні (після збирання врожаю) за ціною \$3 за бушель. На середину липня спотові ціни на пшеницю становили: а) \$2,5; б) \$3,5. Як бачимо у першому випадку вииграш отримав фермер ($\$0,5 \times 30.000 = \15.000) У другому випадку його втрачена вигода також склала \$15.000, відповідно вииграш отримав власник елеватору. Ми не кажемо, що у другому випадку фермер отримав прямі збитки, адже укладаючи форвардну угоду за ціною \$3 за бушель обидві сторони вважали її оптимальною, оскільки кожен рахував власну собівартість, однак 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 2004 р. на ринку нафти, коли ціна з квітня по вересень різко виросла від \$35 до \$55 за барель, а її експортерам потрібно було виконувати форвардні контракти (рис. 3.1)¹⁰.

Рис. 3.1.

Динаміка зміни світових цін на нафту з 01.09.2002 по 17.02.2005



¹⁰ www.e-reports.hut.ru

На сучасних зарубіжних ринках форварди укладаються на декількох біржах, наприклад, Лондонська біржа металів, і в основному 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.

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, дамо їм повнішу 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 в якості таких джерел інформації служать 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 (CBOT) середній показник відкритих позицій складає 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) у газеті “The Wall Street Journal” та її електронній версії¹¹ (рис. 3.2, 3.3, 3.4).

Спочатку вказують назву контракту “КУКУРУДЗА” (“CORN”), потім назву біржі, її подають скорочено. Наприклад, **CBT** – Чикаго Борд оф Трейд, **КС** – Канзас-Сіті Борд оф Трейд, **MPLS** – Міннеаполіська зернова біржа. Для того, щоби фахово працювати з біржовими котируваннями, які публікуються у економічних виданнях розповсюджуються в Internet, пропонуємо використовувати розшифровку умовних скорочень, подану у даному підручнику.

Далі вказується розмір контракту **5.000 бушелів** (*5.000 bu*) та одиниці ціни, у даному випадку **центи за бушель** (*cents per bu*) по вертикалі перша колонка містить назву місяців поставки (березень, травень, липень, вересень, грудень), які є визначальними для ринку пшениці взагалі, а потім 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 у порівнянні 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 рисунках 3.3, 3.4 показано приклад біржових котирувань у електронній версії газети “The Wall Street Journal”. Перевага перед друкованою версією очевидна: отримуємо не лише останні ціни, але й їх графіки, що наочніше ілюструють тенденції

¹¹ www.online.wsj.com

Приклад біржових котировок товарних ф'ючерсів на міжнародних ф'ючерсних біржах у газеті The Wall Street Journal Europe від 11 січня 2005 року

M6 TUESDAY, JANUARY 11, 2005

THE WALL STREET JOURNAL

FUTURES PRICES

Complete Market L

Exchange Abbreviations

CBT-Chicago Board of Trade; CME-Chicago Mercantile Exchange; COM-Commodity Exchange; New York; CSE-Coffee, Sugar & Cocoa Exchange; New York; EOE-European Options Exchange; FINEX-Financial Instrument Exchange (a division of the New York Stock Exchange); IMM-International Money Market at CME; Chicago; IFE-International Petroleum Exchange; London; ICE-London Commodity Exchange; LIFFE-London International Financial Futures Exchange; MATIF-Marche a Terme International de France; Paris; NCE-Netherlands Commodity Exchange; NYFE-New York Futures Exchange, Unit of New York Stock Exchange; NYM-New York Mercantile Exchange.

Monday, January 10, 2005
Open Interest Reflects Previous Trading Day

Grain And Oilseed Futures

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Corn (CFT-5000 bu), Soybeans (CFT-5000 bu), Soybean Meal (CFT-300 tons), Soybean Oil (CFT-60,000 lbs).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Refined Sugar (CFT-112,000 lbs).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Coffee (CFT-37,500 lbs).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Cocoa (NYBOT-10 metric tons).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Wheat (CFT-5,000 bu).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Livestock Futures (Cattle-Live, Hogs-Lean).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Food and Fiber Futures (Cotton, Wool).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Robusta Coffee (LIFFE-5 tonnes).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Sugar-World (NYBOT-112,000 lbs).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Metal Futures (Copper-High, Gold).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Silver (COMEX-5000 troy oz).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Crude Oil, Light Sweet (NYM-1,000 bbl).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Petroleum Futures (Heating Oil No. 2, Diesel).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Gasoline-NY (Unleaded).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Natural Gas (NYMEX-10,000 MMBtus).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Brent Crude (ICE).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Gas Oil (ICE).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Interest Rate Futures (Treasury Bonds, Treasury Notes).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes 10 Yr. Interest Rate Swap.

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Short Sterling (LIFFE-500,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Long Gilt (LIFFE-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).


Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Table with columns: OPEN, HIGH, LOW, SETTLE, CHG, LIFETIME HIGH, LOW, OPEN INT. Includes Month Eurodollar (COMEX-100,000 \$).

Рис. 3.3.

Приклад біржових котирувань на ф'ючерсний контракт з кукурудзою різних місяців поставки від серпня 2006 р. до грудня 2009 р. на Чиказькій торговельній палаті



THE WALL STREET JOURNAL.

Views:
▶ U.S. ▶ ASIA ▶ EUROPE

More Markets Data: Commodities

Complete Markets Data - subscription required

Commodities

Select commodity type: Agriculture - Corn, Oats, Rice Then select contract: Corn Comp. - cbot [Help](#)

Corn Comp. - cbot

Data retrieved at Jul 25 11:38:43 GMT • All quotes are in Greenwich Mean Time • Data provided by eSignal

	Contract	Month	Last	Chg	Open	High	Low	Volume	OpenInt	Exchange	Date	Time
	Corn	Sep '06	242'4	3'4	240'4	243'4	240'4	1578	421644	CBT	07/25/06	11:00:00
	Corn	Dec '06	259'0	3'6	257'2	259'6	257'2	7445	536009	CBT	07/25/06	10:58:47
	Corn	Mar '07	273'0	3'6	270'4	273'0	270'4	290	114002	CBT	07/25/06	11:00:01
	Corn	May '07	282'4	3'6	278'4	283'0	278'4	12	24249	CBT	07/25/06	11:00:01
	Corn	Jul '07	291'2	3'6	287'0	291'2	287'0	80	78374	CBT	07/25/06	11:00:01
	Corn	Sep '07	294'6s	2'2	294'6	295'4	292'0	0	8683	CBT	07/25/06	11:00:01
	Corn	Dec '07	305'6	2'6	304'0	305'6	304'0	133	138900	CBT	07/25/06	11:00:01
	Corn	Mar '08	313'0s	3'0	313'0	313'0	310'0	0	6696	CBT	07/25/06	10:18:19
	Corn	May '08	320'0s	2'4	320'0	320'0	319'0	0	2562	CBT	07/25/06	09:20:25
	Corn	Jul '08	325'0s	1'4	325'0	325'4	323'4	0	8059	CBT	07/25/06	09:20:25
	Corn	Sep '08	321'0s	2'0	321'0	321'0	319'0	0	524	CBT	07/25/06	11:00:01
	Corn	Dec '08	328'0	2'6	325'0	328'0	325'0	41	53109	CBT	07/25/06	09:20:25
	Corn	Jul '09	325'2s	1'6	325'2	332'0	325'2	0	0	CBT	07/24/06	19:15:54
	Corn	Dec '09	333'0s	9'0	324'0	333'0	324'0	91	85	CBT	07/25/06	00:16:11

- Chart - Options - Quotes [Save Quote Board](#)



Click here for Real-time data

Рис. 3.4.

Біржове котирування та графік зміни ціни березневого 2007 р. ф'ючерсного контракту на кукурудзу за 24.07.06 р. на Чиказькій торговельній палаті



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

Кожен товар має не лише визначений розмір контракту та терміни поставок, але 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 тонну 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 призвели 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 супутнім та підтримуючим товарам. У 90-х роках ХХ-го 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 у якості класифікаційної ознаки природу відносин клієнта та оферента, сегмент ринку, на якому обертається інструмент, строк поставки тощо. Однак у нашому випадку в якості класифікаційних ознак 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 (termine 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 по суті відповідають одним і тим самим інструментам, вживаються в Україні окремо не лише у наукових дослідженнях, але 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 підготовленому нею ж законопроекті “Про похідні цінні папери”, як бачимо, уже вживається термін “*похідні*”.

Але цей законопроект не виноситься на розгляд Верховної Ради України. Натомість 21 грудня 2000 р. у першому читанні приймається законопроект, запропонований головою підкомітету з питань господарського законодавства Комітету з питань економічної політики, управління народним господарством, власності та інвестицій С.О. Москвіним. Цей законопроект має назву ЗУ “Про строкові фінансові інструменти”.

Законодавча плутанина завершується прийняттям у червні 2001 р. ЗУ “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг”, де мова йде лише про *фінансові послуги*, термін “*фінансові інструменти*” там не вживається, тобто знову порушено логічний зв’язок при ідентифікації базових фінансових активів.

Такий стан справ в Україні існує, на нашу думку, тому, що всі вказані законопроекти є перекладами аналогічних законів різних держав, де за прийнятими там правилами функціонування фінансових ринків вживається один із названих вище термінів. 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)¹².

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 ще чекає ґрунтовних досліджень. Для країн ЄС даний ринок є досить важливим, 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 (shares of stock) 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 їх 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” від 23 лютого 2006 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 товариств¹³. Цей закон тепер передбачає випуск лише іменних акцій.

¹² Маршал Дж., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –С.298-341.

¹³ www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/

Це цікаво!

У 1553 р. група лондонських купців на чолі із Себастьяном 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 загинули в арктичних льодовиках, а третій успішно досяг Архангельська, потім Москви, де було укладено торгівельну угоду з царем Іваном Грозним, після чого корпорація отримала монопольне право 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, в процесі приватизації);
- при змінах статутного фонду існуючого акціонерного товариства.

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

Корпорація має право 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 в цілому, це положення стало діяти з початку ХІХ-го століття.
- акція неділима – права, котрі вона представляє, є неподільними.

Більшість країн використовують іменні (zareєстровані акції), однак у Німеччині, Швейцарії переважну більшість складають акції на пред'явника (вільно обертаються, не zareєстровані 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 служить 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 в 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 сертифікату робиться індосамент 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 паперу 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 фонду акціонерного товариства” (аналогічно в Росії)¹⁴. Як бачимо, діяльність акціонерних товариств по 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, яке не мають інші власники товариства, а саме:

¹⁴ www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/

- 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 при відсутності гарантії отримання фіксованих дивідендів в 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 такої степені ризику, в них відібрано один привілей, притаманний 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 по цим акціям до об'яви про виплату дивідендів по звичайним акціям.
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 долею участі.** Ці акції дають їх володареві право на отримання додаткових дивідендів понад оголошеної суми, якщо дивіденди по звичайним акціям 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 по обумовленій ставці.
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 по короткостроковим державним паперам.
6. **Відкликані привілейовані акції.** Випускаючи ці привілейовані акції, акціонерне товариство залишає за собою право “відкликати”, тобто викупити їх по ціні з надбавкою до номіналу.

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

I, нарешті, прості (звичайні) акції. Це акції, дохід яких залежить від чистих прибутків товариства і від його дивідендної політики. Володар звичайних акцій має право приймати участь в управлінні акціонерним товариством (право голосу на зборах акціонерів). Розподіл прибутку між володарями даних акцій проводиться пропорційно вкладеному капіталу, в залежності 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 рисунках 3.5¹⁵, 3.6¹⁶.

Як видно із рисунків 3.5 і 3.6 на вітчизняному фондовому ринку публікується набагато менше інформації ніж на американському, зокрема на Нью-Йоркській фондовій біржі, де не лише публікують останні ціни, але 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 фонді¹⁷.*

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 року, однак це зростання відбувається за рахунок корпоративних облігацій

В західних країнах ринок боргових зобов'язань, особливо державних, складає основну частину фондового ринку. Боргові інструменти є головними складовими інвестиційних портфельів портфельних інвесторів, у той час, коли частка акцій як ризикових цінних паперів є незначною.

¹⁵ www.nyse.com

¹⁶ www.pfts.com

¹⁷ zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/

Котирування і графік акції компанії Procter & Gamble Co. на Нью-Йоркській фондовій біржі на 25 липня 2006 р

Procter & Gamble Co.

[Profile](#) | [Data](#) | [News](#) | [SEC Filings](#)

Powered by NYSE MarkeTrac | as of 08:52 ET 25 Jul 2006
Market data delayed 20 min.

Symbol	Last Trade 24 Jul 06	NYSE Only Close 24 Jul 06	Change	Volume
PG	56.90	56.90	+0.83 (+1.48%)	4,482,400

Website: <http://www.pg.com>
Specialist: Bear Wagner Specialists LLC

1 Year (Daily)

Stock Price in Dollars

Volume (millions of shares)

NYSE Market: Closed
Volume 1,578,923,440

Powered by NYSE MarkeTrac

NYSE Composite 8099.94 146.80 ^
Dow Jones Ind. 11051.05 182.67 ^
AS OF 24 Jul 2006

Today's		
Open	High	Low
56.35	56.99	56.15

Previous Day's	
Close	NYSE Only Close
n/a	56.07

52 Week	
High	Low
62.50	52.75
13 Mar 2006	06 Jun 2006

P/E Ratio	19.62
Indicated Annual Dividend	1.24
Beta Coefficient	0.33
Earnings per Share	2.90
Yield (%)	2.18
Market Cap (billion)	186.72 B
Shares Outstanding	3,281,470,000

Рис. 3.6.

Котирування і графік акції Укртелекому за 90 днів 2006 року на Першій Фондовій Торгівельній Системі



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 і виплачуються 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.

Дамо короткі визначення облігації, векселя та депозитного сертифікату банків.

Облігація – це цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання щодо відшкодування йому номінальної вартості цього паперу у передбачені строки з виплатою фіксованого проценту. 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, в основному торгівля проводиться значними кількостями та крупними номіналами.

Загальний обсяг торгів Фондової біржі ПФТС на 24 липня 2006 р. становив 14,51 млрд. грн. (в 2,8 рази більше порівняно з відповідним періодом 2005 року). Частка Фондової біржі ПФТС серед організаторів торгів цінними паперами України (інформація ДКЦПФР станом на 6.07.06 р.) – 96,9%. Структура торгів Фондової біржі ПФТС: корпоративні облігації (35,51%), державні облігації (33,97%), акції (26,69%), муніципальні облігації (3,25%), інвестиційні сертифікати (0,58%). Станом на 1.07.06 р. на ПФТС проводилися торги 592 фінансовими інструментами: 290 облігаціями, 264 акціями та 38 інвестиційними сертифікатами. Капіталізація ПФТС (ринкова вартість підприємств, допущених до торгів ПФТС) – 173,26 млрд. грн. Індекс ПФТС, що є індикатором стану ринку акцій, зріс з початку року на 7,73% з 352,97 до 380,24 пунктів. Склад індексного “кошику” індексу ПФТС: “Укртелеком”, “Укрнафта”, “Запоріжсталь”, “Нижньодніпровський трубопрокатний завод”, “Київенерго”, “Західенерго”, “Центренерго”, “Дніпроенерго”, “Донбасенерго”, “Стірол”, банк “Аваль” та “Луганськтепловоз”¹⁸.

¹⁸ www.pfts.com

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. Більше 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, поставлено у якості основного завдання даного підручника.

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. Все це робиться для того, щоб на біржі котирувалися надійні масові фінансові інструменти.



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 (pit), 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?



Посилання і рекомендована література

1. Бизнес. –№29 (444), 16 июля 2001 г. –С.20-21.
2. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –С.45-75.
3. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.489-584.
4. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.22-44.
5. Закон України “Про товарну біржу” //ВВРУ. –1992. –№10. –С.139.
6. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” //ВВРУ. –1991. –№38. –С.506.
7. Маршалл Дж., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –С.298-341.

8. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.28-35.
9. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / За ред. Саблука П.Т., Шпичака О.М. –К.: ВПОР, 1997. –С.93-113.
10. www.e-reports.hut.ru
11. www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/
12. www.online.wsj.com
13. www.nyse.com
14. www.pfts.com



Тести для перевірки знань до розділу 3

1. Біржові товари поділяються на три групи:
 - a) сільськогосподарська, промислова сировина, валюта;
 - б) акції, зерно, валюта;
 - в) сільськогосподарська, промислова сировина, фінансові інструменти;
 - г) нафта, зерно, облігації.
2. Фінансові інструменти класифікують на:
 - a) 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:
 - a) масовість;
 - б) замінність, здатність до стандартизації;
 - в) вільне ціноутворення;
 - г) всі вище названі.
4. Угода вважається біржовою, якщо вона:
 - a) 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:
 - a) 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:
 - a) 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) акціонуванні;*
- б) реорганізації;*
- 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) облигації та векселі;*
- б) облигації, зобов'язання, векселі, депозитні сертифікати;*
- в) акції;*
- г) варранти.*

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.

Умова:

Чистий прибуток акціонерного товариства за рік склав 500.000 грн., на загальних зборах акціонерів було вирішено 9% використати на виплату дивідендів. Статутний фонд товариства складає 6.000.000 грн. Номінал акції – 0.25 грн.

Визначити:

- 1) скільки грошових одиниць дивідендів припаде на одну акцію?
- 2) балансову вартість акції товариства, якщо вартість активів складає 7.000.000 грн., боргові зобов'язання становлять 900.000 грн.
- 3) курсову вартість акцій даного товариства, якщо облікова відсоткова ставка НБУ дорівнює 22%, та порівняти з біржовою ціною, яка у даний момент становить 0.03 гривні.

Задача № 2.

Умова:

Номінал облигації Запорізького автомобілебудівного заводу складає 1.000 грн., облигація серії С процентна, процент становить 15% річних, облигація тримісячна. На біржовому ринку облигація продається за 1030 грн.

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

Задача № 3.

Умова:

У квітні фермер уклав форвардний контракт на майбутній врожай пшениці III-го класу за ціною 600 грн. за тону. Собівартість тонни зерна становила 500 грн. Контракт укладено на 100 т зерна.

Визначити: результати роботи фермера за сільськогосподарський рік.

Порівняйте ці результати за умови відсутності форварду, якщо ціна на момент збирання врожаю становила:

- а) 450 грн. за т;
- б) 700 грн. за т.

E

Ключові слова, нові терміни

- *біржовий товар;*
- *біржова угода;*
- *сільськогосподарська та промислова сировина;*
- *фінансові інструменти;*
- *біржовий контракт;*
- *спот;*
- *форвард;*
- *ф'ючерс*

Розділ 4

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

МІЖНАРОДНІ БІРЖОВІ РИНКИ

Біржа – каса світу.
О, не питай, що у цій скрині є!

Г. Гогштеттер, поет XIX ст.

A

Теоретична частина

- *Характеристика ф'ючерсного контракту*
- *Основні риси ф'ючерсної торгівлі*
- *Характеристика біржової мережі Заходу*

§ 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 дамо 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) цінкових ризиків. Ф'ючерсний ринок породжує 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 визначати ціну за допомогою вільної конкуренції. Ця система зберігається до сьогодні і за умови проведення комп'ютерних торгів.

Ф'ючерсні ринки є найефективнішими і ліквідними торговельними майданчиками. Збільшення кількості покупців призводить до їх конкуренції і підвищення цін на ринку, збільшення продавців спричиняє спад цін. На високоліквідних ринках **дистанція між цінами пропозицій**

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 відрізнитися 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.

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.

Таблиця 4.1.

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

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 поставку 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 барелей³ – (135 тонн); природний газ у 10 млн. термічних одиниць⁴; вексель скарбниці США (казначейський) – \$1.000.000 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 2006 р. за ціною \$680 за трійську унцію. Його депозит при відкритті позиції за 5 контрактами при 5% внеску від вартості контракту становить:

$$5 \text{ контрактів} \times 100 \text{ трійських унцій} \times \$680 \times 0,05 = \$17\,000.$$

¹ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. – 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 виміряється, сухий барель – 115,628 дм³; нафтовий 158,98 дм³; англійський (для сухих речовин) – 163,65 дм³.

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

Продовження прикладу 4.1.

На 14 липня 2006 р. ціна зросла до \$770 за унцію, наш покупець отримає прибуток у сумі \$45 000, що становить 264% від суми депозитного внеску. Це відбувається через додавання суми виграшу до депозитного внеску:

$$\$17\,000 + 5 \times 100 \times (\$770 - 680) = \$17\,000 + \$45\,000!$$

Дохід біржовика становить відповідно:

$$(45\,000 / 17\,000) \times 100 = 264\%.$$

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 відшкодується 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.

Замовлення на товар має включати назву товару, строк поставки, попередню ціну, за якою товар можна купити або продати. Тільки-но біржовий маклер (брокер) отримує 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):

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

<i>COBT</i> (біржа)	<i>BUY</i> (купівля)	<i>20</i> (кількість)	<i>May WHEAT</i> (травень, пшениця)	Mkt (ціна)	(вид ордера)
<i>AB</i> (офіс)	<i>IV 345-1</i> (розрах. рахунок)	<i>9</i> (шифр брокера)			

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 під назвою торговельної розписки. 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 випадку 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, приймає останній участь у біржовому ф'ючерсному ринку чи ні.

Клієнт, який вперше користується послугами ф'ючерсного ринку, укладає угоду про відкриття для нього рахунку. 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 рахунку: 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 випадку йому доведеться вкладати додаткові суми, що фактично є чистим програшем. 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 підкреслюється, 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 свідоцтва про відкриття хеджевого рахунку (приклад 4.2):

Приклад 4.2.

Свідоцтво про хеджевий рахунок

Нижче підписаний свідчить, що угоди за ф'ючерсними або опціонними контрактами на його рахунок є справді хеджевими операціями, а підтримуючі позиції є 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 випадку банкрутства фірми відкриті контракти на вашому хеджевому рахунку може ліквідувати довірена особа не чекаючи Ваших інструкцій.

Подібну ліквідацію допускаю _____

Подібної ліквідації не допускаю _____

⁵ www.cftc.gov

У монографії А.А. Іващенко⁶, 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 додатку 4.1 подано типовий біржовий контракт на цукор Європейської біржі (EURONEXT • LIFFE).

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 Чиказької торговельної палати (CBOT) подано у додатку 4.2.

Існує два методи біржових торгів: публічна торгівля, при якій угоди укладаються викриком, що дублюється сигналами пальців рук. У країнах Південно-Східної Азії та 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 випадку може з'явитися покупець С з пропозицією ціни 50 одиниць, або продавець D з пропозицією 49,5. Коливання цін визначається числом продавців, готових продати за цінами даного рівня та покупців, готових купити товар за такими цінами.

Особливістю сучасної торгівлі на ф'ючерсній біржі є висока ліквідність. Різниця між цінами контрактів продавців та покупців є досить незначною. Вона становить 0,1% і менше, тоді як на фондових біржах цей показник становить 0,5% вартості акцій або облігацій. Незначна різниця між цінами пропозиції та попиту полегшує процес укладання угод, сприяє зростанню обігу, зменшує видатки на торговельні операції.

⁶ Іващенко А.И. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли). —М.: Златоцвет, 1993. — С.226.

Згідно з правилами біржової торгівлі, приписами, інструкціями більшості бірж ф'ючерсної торгівлі службовці-члени бірж мають конкретні посадові обов'язки. Наприклад, посильні, кур'єри, 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 Internet. Контролери укладених угод мають право лише перевіряти їх, у США це робиться в рамках системи CNR-PLUS.

На ф'ючерсних біржах, як уже підкреслювалося вище, 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, причому, 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 даним контрактом твердо озиму пшеницю "хард вінтер" з додаванням 1 цента до ціни за один бушель. Жовта пшениця цього ж сорту продається зі скидкою в один 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, пило-матеріалів – 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 максимального числа 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 же торгів призвело до втрати покупців, які після укладання аукціонного контракту, завіреного міністерськими печатка-

ми, 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 допустові 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 невинуватим 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 років ХХ-го століття 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 80-х роках – 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 сягає 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 ви-

⁷ Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.17.

роблення 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 паневропейські структури типу EURONEXT • LIFFE (ця мегабіржа створена в результаті злиття Амстердамської, Паризької та Брюссельської фондових бірж, та купівлі Лондонської біржі деривативів).

Як відзначалося вище, розвиток біржової торгівлі з другої половини ХХ-го століття розширив коло біржових товарів за рахунок впровадження у біржову практику фінансових інструментів як бази для ф'ючерсних контрактів.

Усі характеристики біржового традиційного товару, а саме 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 ціновими 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 долларом США та західноєвропейськими валютами, які в свою чергу впливали на формування курсових цін цінних паперів як боргових, а саме облігацій, векселів, депозитних сертифікатів, як корпоративних акцій.

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 прискорює 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 підприємець 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);
- суворе регламентація кількості, дозволеної до поставки, терміну та місця поставки;
- уніфікована якість товару;
- зв'язок з ринком реального товару через хеджування;
- безособовість угод, замінність 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 призвело 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 зниження 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 80-х років посідають сільськогосподарські товари – 70% усіх ф'ючерсних ринків. На динаміку біржової торгівлі в цілому 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 призвело 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% світової торгівлі відповідними товарами, вплив бірж на ціни світового ринку важко переоцінити.

Ф'ючерсна торгівля залежить від багатьох факторів. По-перше, це стан економіки в цілому, 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 з 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 не можливою.

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, не-сприйняття прозорості ф'ючерсного ринку щодо визначення центральних ринкових цін на сировину та інші активи. Ф'ючерсна торгівля у цьому випадку 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 сільськогосподарської сировини та продовольства. 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.

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, зосереджуючись 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 Заходу

Розвиток ринкової економіки, величезний економічний потенціал та роль США як лідера світового співтовариства зумовили становлення біржової мережі у цій країні.

Біржова мережа США значно впливає на біржову мережу світу. Про це свідчить хоча би той факт, що тут розміщені найбільші товарна та фондова біржі світу: Чиказька торговельна палата (Chicago Board of Trade) та Нью-Йоркська фондова біржа (New York Stock Exchange).

Для біржової мережі США характерні процеси концентрації, що призвели до скорочення кількості бірж. Усі американські товарні біржі мають певні спільні характеристики, але серед них немає двох однакових. Майже всі товарні біржі є ф'ючерсними.

Розглянемо детальніше кожен з провідних бірж.

Чиказька торговельна палата (Chicago Board of Trade, скорочено СВOT⁸) Заснована у 1848 р., є найбільшою у світі товарною біржею, світовим центром зернової торгівлі. Крім ф'ючерсних торгів зерновими (пшениця, овес, кукурудза, рис), соєвими бобами та продуктами їх

⁸ www.cbt.com

переробки, біржа пропонує ф'ючерсні контракти на срібло, золото, іпотеку, довгострокові облігації Казначейства США, 10-річні, 5-річні, 2-річні зобов'язання Казначейства США. На біржі налічується 3600 повних та асоційованих членів. У Раді директорів – 22, в штаті – 500 осіб, які не є членами біржі. На цю біржу припадає 50% всього біржового обороту США. До найпопулярніших контрактів належать ф'ючерс на кукурудзу. У середньому за біржовий день залишається до 100 тис. відкритих позицій за цим контрактом. Крім пшениці та кукурудзи широкого поширення набули контракти на соєві боби та продукти їх переробки, а саме: соєву олію, соєве борошно та соєвий шрот. Про значні обсяги торгівлі може свідчити той факт, що за 2005 рік на цій біржі було укладено 674 млн. контрактів⁹.

Чиказька товарна, в інших перекладах комерційна, біржа (CME – Chicago Mercantile Exchange¹⁰). Започаткована групою сільськогосподарських дилерів у 1874 р., ця біржа була ринком масла, яєць, домашньої птиці та інших сільськогосподарських товарів. З 1919 р. на ній торгують великою рогатою худобою та свинями, м'ясом, беконом. Контракт на яловичину складає 50 тис. англійських фунтів котирується у центах за фунт, контракт на живу худобу ВРХ має розмір 40 тис. фунтів, на живі свині також 40 тис. фунтів. З 1972 р. тут функціонує Світовий валютний ф'ючерсний ринок (International Monetary Market), де торгують ф'ючерсами на основні валюти за долари США. Це британський фунт, японська ієна, швейцарський франк, австралійський та канадський долари, євро, російський рубль, норвезька, шведська, чеська крони, мексиканське песо і валюти, які стають популярними на світовому ринку кожного окремого року. Членів – 1 300, Рада директорів – 20, штат службовців – 292 особи.

Нью-Йоркська торговельна палата (NYBOT – The New York Board of Trade). Створена в червні 2004 року в результаті поступового злиття і поглинання Нью-Йоркської біржі кави цукру і какао та Нью-Йоркської біржі бавовни та цитрусових. Ця біржа продовжує торгівлю кавою, цукром та какао бобами, крім того бавовною та концентратом апельсинового соку, тобто контрактами двох колишніх бірж, окрім того введено в обіг нові контракти на різноманітні фондові та валютні індекси та етиловий спирт¹¹.

Середньо-американська товарна біржа (MACE – Mid America Commodity Exchange). Організована в Нью-Йорку у 1868 р. Однією з унікаль-

⁹ www.cbt.com

¹⁰ www.cme.com

¹¹ www.nybot.com

них характеристик цієї біржі є відносно незначні розміри контрактів. Зерно і соя – 1 000 бушелів, ВРХ і живі свині – 20 000 і 15 000 фунтів відповідно. Срібло – 1 000 трійських унцій. Валюта: британські фунти – 12 500 в лоті, японська ієна – 6 250 000 у лоті. Членів – 1 205, Рада директорів – 15, штат – 81 особа, які не є членами біржі.

Канзаська торговельна палата (КСВТ – Kansas City Board of Trade), Missouri, Inc. Це вузькоспеціалізована зернова біржа, заснована у 1856 р., де контракти укладаються лише на тверді сорти пшениці.

Зернова біржа Міннеаполісу (MGE – Minneapolis Grain Exchange). Заснована у 1881 р., сьогодні є найбільшим ринком зернових за спотовими контрактами з негайною поставкою. Проводить також ф'ючерсні торги контрактами на весняну пшеницю. Членів – 420, Рада директорів – 14, штат – 100 осіб, які не є членами біржі.

Нью-Йоркська товарна (комерційна) біржа (NYMEX – New York Mercantile Exchange¹²). Створена у 1872 р. як ринок сиру, масла і яєць. На біржі є 7 категорій членства (за буквами англійського алфавіту А-Г), управління – 13 осіб, штат – 120 осіб, які не є членами біржі. Сьогодні це найбільший ринок ф'ючерсів на нафту та продукти її переробки. Нафтовий контракт розміром 1 000 барелей, котирується у доларах за барель. Базовою маркою нафти є світла легка техаська нафта. У 1994 році відбулося злиття з Нью-Йоркською товарною біржою (COMEX – Commodity Exchange, Inc.), заснованою у Нью-Йорку в 1933 р. шляхом злиття трьох бірж. На ній торгували кольоровими та коштовними металами: міддю, сріблом, золотом, цинком і фінансовими інструментами. Це основний ринок металів США. Контракти котируються в англійських фунтах, у центах за фунт. Наприклад, розмір контракту на мідь становить 25 тис. фунтів.

Мережа фондових бірж США нараховує сім бірж. У 1962 р. їх було 14. Вони поділяються на національні та регіональні. До національних належать:

Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE – New York Stock Exchange¹³). З 1792 р. діяла як “добровільна організація”. Лише у 1972 р. була перетворена на неприбуткову корпорацію. Ця біржа є найбільшою біржею світу за обсягами продажу та найбільшою у США за кількістю проданих акцій. На даний час процедуру лістингу витримали акції понад 2 670 компаній, на 28 липня котирувалися 902 облігацій п'яти типів. В березні 2006 року відбулося злиття NYSE і ArcaEx, яке вважається найбільшим

¹² www.nymex.com

¹³ www.nyse.com

серед фондових бірж світу. З цього часу Нью-Йоркська фондова біржа стає відкритим акціонерним товариством, що підтверджує світову тенденцію щодо комерціалізації біржової діяльності.

Американська фондова біржа (AMEX – American Stock Exchange). Друга за значенням та величиною фондова біржа США, створена у 1908 р., має 661 члена біржі, працює з акціями тих компаній, які не можуть витримати лістингу на Нью-Йоркській фондовій. На AMEX котируються акції закордонних компаній, переважно канадських та англійських. Регіональні фондові біржі лістингують місцеві компанії, однак там котируються також акції, що витримали лістинг на двох національних біржах.

Середньозахідна фондова біржа (MSE – Midwest Stock Exchange). Створена у 1960 р. шляхом злиття окремих бірж Чикаго, ця біржа розміщена у серці фінансового центру Чикаго. Лістинг витримала лише 31 акція.

Тихоокеанська фондова біржа (PSE – Pacific Stock Exchange). Результат об'єднання бірж Лос-Анджелеса і Сан-Франциско у 1956 р. Акціями торгують у Лос-Анджелесі, опціонами – у Сан-Франциско.

Філадельфійська фондова біржа (FSE – Philadelphia Stock Exchange). Найстаріша біржа США, організована у 1790 р. Зараз організувала торги опціонами на іноземну валюту.

Бостонська фондова біржа (BSE – Boston Stock Exchange). Через значну територіальну наближеність до Нью-Йорка виникають проблеми, однак цей фінансовий центр має велику вагу у США. Винятковий лістинг на цій біржі витримали 95 акцій.

Цінциннатська фондова біржа (CSE – Cincinnati Stock Exchange). Заснована у 1885 р. як типова регіональна біржа, такою вона є й сьогодні.

Останніми роками суттєво зросла роль бірж у Японії.

В Японії найбільшою є Токійська товарна біржа (TCE – Tokyo Commodity Exchange). На ній обертаються такі товари, як золото, срібло, платина, каучук, бавовна, вовняна пряжа. Біржа у м. Кобе спеціалізується на зернових, в м. Йокагамі – на цукрі, каучуку, текстильній сировині, зернобобових, шовку. Крім Токійської біржі віднедавна великої ваги в Азії набирають Сіднейська та Сянгамська (Гонконг) біржі.

На Сіднейській універсальній біржі торгують вівною, живою великою рогатою худобою, золотом, валютою, фінансовими інструментами, контрактами на базі індексів акцій та відсоткових ставок. Завдяки активній торгівлі контрактами на короткострокові банківські векселі, державні цінні папери та індекси акцій, значно зріс обсяг контрактів на Сіднейській ф'ючерсній біржі, в той же час обсяг торгівлі реальним товаром істотно зменшився.

Сінгапурська біржа також є міжнародною, на ній котируються такі товари, як валюта, золото, дизельне паливо, контракти на базі індексів акцій.

Гонконгська ф'ючерсна товарна біржа котирує цукор, соєві боби, золото, контракти на базі індексів акцій. Сан-Паулу котирує сільсько-господарські товари, золото, валюту, індекси.

З 50-х років ХХ-го століття надзвичайно швидкими темпами починає розвиватися фондовий ринок Азії.

Гігантом серед фондових бірж Азії є Токійська фондова біржа (TSE – Tokyo Stock Exchange¹⁴), була заснована у 1878 р. Однак лише після другої світової війни за своїми обсягами вона виходить на друге місце у світі. Покупцями акцій на цій біржі є не лише такі потенційні інвестори, як банки, страхові компанії, інвестиційні фонди, але й дрібні акціонери. На 31 липня 2006 р. було зафіксовано обсяги торгівлі акціями в сумі 510203,788 трлн. єн. Ця біржа є високоавтоматизованим ринком. Торговецька практика відрізняється від нью-йоркської та європейської. Перша секція розміщена у спеціальному місці, на ній торгують акціями великих промислових корпорацій (Blue chips); другу секцію репрезентують малі і середні компанії; в третій секції торгують акціями ризикових компаній. Торги ведуться акціями національних компаній, іноземних акцій небагато, за два останніх роки відчутно зріс обіг відсоткових цінних паперів, відкрито торгівлю ф'ючерсними контрактами.

Швидкими темпами повертають втрачені позиції 25 сучасних європейських бірж. Найбільшою у світі біржею, за обсягами торгів похідними фінансовими інструментами, сьогодні є Європейська електронна біржа деривативів (EUREX – Deutsche & Swiss¹⁵). Ця біржа створена у 1998 р. в результаті злиття німецької Deutsche Terminbourse (DTB) та швейцарської SOFFEX. Успіх EUREX зумовлений наявністю активного грошового ринку, використанням сучасної електронної системи торгівлі. На біржі здійснюється торгівля ф'ючерсами та опціонами на індекси акцій та акції blue chips німецьких, швейцарських, фінських корпорацій та на панєвропейські індекси в цілому, зокрема STOXX50.

Лондонська фондова біржа (LSE – London Stock Exchange¹⁶) посідає третє місце після Нью-Йорка і Токіо за обсягами операцій з акціями. Між британським та американським ринками значна різниця, наприклад, термін “*stock*” в Англії означає “цінні папери з фіксованим доходом”. У Лондоні “непролістингований ринок” є невід’ємною частиною біржі.

¹⁴ www.tse.or.jp

¹⁵ www.eurexchange.com

¹⁶ www.londonstockexchange.com

Сьогодні ця біржа повністю переведена на комп'ютерні (електронні) торги. На 30 червня 2006 р. зафіксовано обсяги торгівлі в сумі 84,3 млн. фунтів стерлінгів, що на 25% більше від аналогічного показника за 2005 рік.

Найбільшою фондовою біржею Німеччини є Франкфуртська біржа цінних паперів, у лістингу біржі є 433 акції та 5649 цінних паперів з фіксованим доходом. У Німеччині лише банки мають право продавати цінні папери споживачам. Банки надсилають замовлення на біржу, де їх виконують офіційні брокери – “курс-маклери”.

Другим за обсягами торгівлі та кількістю цінних паперів фондовим торговельним майданчиком є Euronext NV. Ця біржа є продуктом злиття фондових бірж Парижа, Амстердаму і Брюсселя. 29 жовтня 2001 р. Euronext NV здійснила злиття з LIFFE. Торги похідними фінансовими інструментами Euronext перенесені в Лондон з використанням Connest – електронної торговельної системи LIFFE. Тобто в Європі спостерігається тенденція до об'єднання фондових торговельних майданчиків з біржами похідних фінансових інструментів. Саме Euronext здійснює інтеграцію трьох вищезазначених європейських фондових бірж з Лондонською біржею похідних фінансових інструментів.

Французька фондова біржа (SBF – Bourse de Paris) відіграє другорядну роль на міжнародному фондовому ринку. Брокерів Паризької фондової біржі називають агентами з обміну (*agents de change*), вони мають право монопольної торгівлі цінними паперами. Їх фірми винятково приватні, брокери об'єднуються у асоціацію, подібну до NASDAQ, ними керує спеціально обраний орган – Chambre Syndicale, що також керує біржею.

Активно працюють біржі Канади, Австрії. В Італії вони є у Флоренції, Генуї, Неаполі, Римі, Турині, Трієстелі, але найбільшою є біржа у Мілані.

Крім фондових бірж Європи, значну частину ринку займають товарні ф'ючерсні біржі, особливо у Великобританії. Помітну роль на світовому ринку кольорових металів відіграє Лондонська біржа металів (LME – London Metal Exchange¹⁷). Утворена у 1882 р. корпорацією “Металл маркет енд ексчейндж компані ЛТД”, біржа є ринком реального товару, визначає світові ціни на метал, використовується для хеджування, виробляє умови та стандартизовані вимоги до біржових контрактів.

Члени біржі – юридичні та фізичні особи фірм – поділяються на сім категорій в залежності від права укладання угод у біржовому кільці та реєстрації контрактів. У контрактах вказується, що мідь та олово доставляються на умовах поставки зі складу, покупцеві вручаються складські

¹⁷ www.lme.co.uk

посвідчення – варанти на відповідну кількість металу через Розрахункову палату біржі. Метал, який продає біржа, розміщується у таких пунктах: мідь – у Лондоні, Ліверпулі, Манчестері, Гуле, Глазго, Бірмінгемі; олово – у Лондоні, Ліверпулі, Роттердамі, Антверпені, Гамбурзі. Розгалужена мережа складів біржі зменшує витрати на транспортування, забезпечує оперативну доставку. Право вибору складу належить продавцеві. За умовами біржових контрактів жодні форс-мажорні обставини не визнаються. Свинець та цинк, як правило, перебувають на шляху до Великобританії. З 2003 р. на лондонській біржі металів відкрито секцію пластмас, зокрема котирується контракт на пропілен. Сьогодні ця біржа практикує торгівлю ф'ючерсами.

Лондонська ф'ючерсна та опціонна біржа (FOX – London Futures and Options Exchange). Це нова назва, до цього вона називалась Лондонська товарна біржа. FOX налічує 248 членів, які безпосередньо виконують біржові операції. Члени поділяються на дві групи з різними правами. До першої належать “ліцензовані маклери”, власники двадцяти тисяч акцій, що мають право виконувати операції у біржовому залі та на екрані монітора персонального комп'ютера. Другу групу становлять “члени на місцях”, вони укладають угоду за власний рахунок або за рахунок ліцензованих маклерів. Спочатку на біржі укладалися угоди купівлі-продажу кави, какао, цукру, рафінаду, каучуку. Угоди на перші три товари укладаються в операційному залі – “відкритим вигуком”, на два інші – електронним методом з використанням персонального комп'ютера. На FOX вперше застосована система електронних торгів. На біржі укладаються строкові (ф'ючерсні) угоди, хеджеві та спекулятивні, а також угоди з преміями – опціони.

Міжнародна нафтова біржа (ICE – Intercontinental Exchange¹⁸) була організована у 1980 р. теперішня назва була зафіксована документально в червні 2000 року. До Ради директорів належать 12 осіб. Розрізняють повне та неповне членство. Повними членами можуть бути лише юридичні особи з постійним капіталом не нижче 100 тис. фунтів стерлінгів. Час роботи цієї біржі визначено з урахуванням часів роботи Нью-Йоркської та Сінгапурської бірж, що дає можливість проводити арбітражні операції та забезпечує практично добову торгівлю. Основним контрактом є ф'ючерс на сирю нафту “брент”, що базується на 15-денному форвардному нафтовому ринку, який є найбільшим світовим ринком¹⁹. Крім ф'ючерсних контрактів на цій біржі активно продаються опціони.

¹⁸ www.theice.com

¹⁹ Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.375.

Балтійська ф'ючерсна біржа (BFE – Baltic Futures Exchange) практикує торгівлю соєвою мукою, пшеницею, ячменем і картоплею. Розміри контрактів на зернові складають 100 т, на картоплю – 40 т.

З 1990 р. три біржі у Західній Європі і п'ять у басейні Тихого океану використовують системи, що дозволяють укладати електронні угоди. Це Ірландська ф'ючерсна біржа м. Дублін (LFOE), Лондонська міжнародна фінансова ф'ючерсна біржа (LIFFE), Новозеландська ф'ючерсна біржа, Токійська міжнародна фінансова ф'ючерсна та Токійська фондова біржі.

Підвищують активність Німецька строкова біржа – DTB у Франкфурті-на-Майні, опціонна біржа в Амстердамі, ф'ючерсна біржа у Швейцарії.

Помітне місце в Європі займає ф'ючерсна біржа, розташована в Парижі – MATIF, утворена у 1986 р. У 1989 р. вона перейменована на Міжнародний строковий ринок Франції (Paris – Chambre de Compensation des Instruments Financiers de Paris, FFE – France Futures Exchange).

На вказаних біржах котируються ф'ючерсні контракти на певні види активів. Подаємо найбільш поширені з них, тим більше, що вже й в українських джерелах масової інформації почали з'являтися котирувальні таблиці за цими контрактами. Характеристика сучасних ф'ючерсних бірж та біржових контрактів подана у додатку 4.3.

Використовуючи зазначений додаток, можна розрахувати світові ціни у прийнятих в Україні мірах ваги та об'ємів. Для цього наведені відповідні значення, а саме: назва країни, скорочена назва біржі, назва контракту (базового сорту, марки тощо), місяці поставок, розмір контракту у прийнятих на західних біржах параметрах та їх українські еквіваленти, ціна одного пункту або тіку та години торгівлі даним контрактом.

Б**Резюме**

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 прийомку 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 відміняються 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 породжує людей, готових ризикувати. Це біржові ділки, які ризикуючи, можуть отримати значну вигоду, якщо їх прогнози про майбутні коливання цін були правильними.

Ф'ючерсні ринки є найбільш ефективними і ліквідними торговельними майданчиками. Збільшення кількості покупців призводить 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: 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.

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 він становить від 2 до 10 відсотків 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 платою за товар.

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 випадку беруть на себе спекулянти. Спекулянти і хеджери – біржові фахівці, працюючи з реальними контрактами, швидко і точно акумулюють нову інформацію про наявні і 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, приймає останній участь у біржовому ф'ючерсному ринку чи ні.

Особливістю сучасної торгівлі на ф'ючерсній біржі є висока ліквідність. Різниця між цінами контрактів продавців та покупців є досить незначною. Вона становить 0,1% і менше, тоді як на фондових біржах цей показник становить 0,5% вартості акцій або облігацій. Незначна різниця між цінами пропозиції та попиту полегшує процес укладання угод, сприяє зростанню обігу, зменшує видатки на торговельні операції.

Ф'ючерсна біржова торгівля характеризується яскраво вираженою географічною концентрацією. Основні біржі розташовані в центрах економічної активності світу: США, Великобританії, Японії. До середини 80-х років ХХ-го століття 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 – подвоїлися. Сьогодні в США зосереджено 55% світового обігу (у 80-х роках – 84%). На біржах США, як свідчать дані Комісії з товарної ф'ючерсної біржі, працюють представники майже ста країн, понад 2 000 операторів. Частка іноземного капіталу на деяких ф'ючерсних ринках США сягає 30%.

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, які співпрацюють у галузі вироблення типових контрактів, збору інформації про ринки сільськогосподарської сировини. Це Брюссельська, Мангеймська, Страсбурзька, Роттердамська, Мюнхенська біржі, операції на яких не виконуються.

?**В**

Контрольні запитання

1. У чому полягає сутність ф'ючерсного контракту?
2. Що є основною метою ф'ючерсної торгівлі?
3. Чому ф'ючерсні ринки є найліквіднішими торговельними майданчиками?
4. Який ф'ючерсний контракт може успішно впроваджуватися у торговельну практику?
5. Поясніть призначення маржевих внесків.
6. Хто веде розрахунки за ф'ючерсними контрактами?
7. Чим відрізняється ринковий ордер від лімітного?
8. Для чого клієнти біржі відкривають хеджеві рахунки?
9. Охарактеризуйте основні міжнародні ф'ючерсні ринки.
10. Які функції притаманні ф'ючерсній торгівлі?



Посилання і рекомендована література

1. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа): Пер с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –С.5.
2. Руководство по биржевому делу, товарные сделки, ценные бумаги: Пер с англ. / Под ред. А.Н. Голубовича. –М.: Агропромиздат, 1991. –С.55.
3. Иващенко А.И. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли). –М.: Златоцвет, 1993. –С.226.
4. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.17, 27-68, 361-409.
5. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –С.58-77.
6. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.39-64, 88-90, 490-586.
7. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.22-51.
8. www.cftc.gov
9. www.cbt.com
10. www.cme.com
11. www.nybot.com
12. www.nymex.com
13. www.nyse.com
14. www.tse.or.jp
15. www.eurexchange.com
16. www.londonstockexchange.com
17. www.lme.co.uk
18. www.theice.com



Тести для перевірки знань до розділу 4

1. Ф'ючерсний контракт – це:
 - a) купівля-продаж зобов'язань поставки активів;
 - b) 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:
 - a) купівля-продаж товарів;
 - b) страхування цінових ризиків;
 - в) визначення спотових цін;
 - г) визначення форвардних цін.
3. Спред – це:
 - a) різниця між спотовими та форвардними цінами;
 - b) різниця між ф'ючерсними та спотовими цінами;
 - в) різниця між цінами продавців та покупців ф'ючерсних контрактів;
 - г) різниця між ф'ючерсними та форвардними цінами.

4. Покупець ф'ючерсного контракту займає:

- а) довгу позицію;
- б) коротку позицію;
- в) позицію хеджера;
- г) позицію арбітражера.

5. Тік – це:

- а) глибина контракту;
- б) мінімальний розмір зміни ціни, встановлений біржею;
- в) довга позиція;
- г) коротка позиція.

6. Депозитний внесок – це:

- а) початкова маржа (2-10% вартості ф'ючерсного контракту);
- б) кредит брокера;
- в) внесення повної вартості ф'ючерсного контракту;
- г) внесок брокерської фірми.

7. “Принцип важеля” у ф'ючерсній торгівлі полягає у:

- а) внесенні повної вартості ф'ючерсного контракту;
- б) отриманні кредиту брокера;
- в) внесенні 2-10% вартості контракту при відкритті ф'ючерсних 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 субрахунку на розрахунковому рахунку брокера для здійснення угод з реальними товарами;
- б) відкриття довгої позиції;
- в) відкриття рахунку для здійснення ф'ючерсних операцій;
- г) відкриття короткої позиції.

10. Яка частка США у світовому ф'ючерсному ринку?

- а) 84% товарообігу;
- б) 55% товарообігу;
- в) 90% товарообігу;
- г) 45% товарообігу.

11. Фінансові інструменти становлять:

- а) 60% ф'ючерсного обігу;
- б) 50% ф'ючерсного обігу;
- в) 40% ф'ючерсного обігу;
- г) 90% ф'ючерсного обігу.

12. Ф'ючерсна торгівля неможлива без:

- а) банківського кредитування;
- б) застави;
- в) готівкових коштів;
- г) інвестування.

13. Ф'ючерсна біржа – це:

- a) *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.*

14. Початковий депозит потрібен для:

- a) *здійснення платежу за контрактом;*
- б) *сплати комісійних брокеру;*
- в) *гарантії виконання угоди;*
- г) *сплати комісійних біржі.*

15. Вартість контракту впала на \$100. Хто матиме вигоду від такої зміни ціни?

- a) *хеджер;*
- б) *арбітражер;*
- в) *покупець ф'ючерсів;*
- г) *продавець ф'ючерсів.*

Ситуаційні задачі

Задача № 1.

Умова:

Клієнт через брокера відкрив довгу позицію на 5 ф'ючерсних контрактів з кукурудзою за ціною 250 центів за бушель.

Визначити: розмір початкового маржевого внеску, якщо рахунок хеджевий і розрахункова палата біржі вимагає внесення 2% вартості контрактів. Який дохід або збиток отримає клієнт, якщо ціна через кілька днів підніметься до 270 центів за бушель?

Задача № 2.

Умова:

Клієнт біржі має коротку позицію на 10 березневих контрактів на срібло за ціною 680 центів за трійську унцію. При падінні цін до 530 центів за трійську унцію він дає команду брокеру ліквідувати позицію шляхом укладання оберненої угоди.

Визначити: результати операції.

Задача № 3.

Умова:

Ціна однієї трійської унції золота становить \$770. Депозитний внесок за один контракт становить \$2 000.

Визначити: показник фінансового леверіджу.

Задача № 4.**Умова:**

Інвестор відкрив довгу позицію на 5 нафтових контрактів за ціною \$70 за барель.

Визначити: депозитний внесок, який становить 10% вартості контракту.

Задача № 5.**Умова:**

Депозитний внесок становить 5% вартості контракту.

Визначити: розмір зміни ціни у відсотках, які дозволять подвоїти інвестиції.

E**Ключові слова, нові терміни**

- *ф'ючерс;*
- *обернена угода;*
- *ліквідація;*
- *позиція довга;*
- *позиція коротка;*
- *ф'ючерсні ринки;*
- *міжнародні ф'ючерсні біржі.*

Додаток 4.1.

Ф'ючерсний контракт на білий цукор

White Sugar Futures

Unit of Trading	Fifty tonnes
Quality	White beet or cane crystal sugar or refined sugar of any origin of the crop current at the time of delivery, free running of regular grain size and fair average of the quality of deliveries made from the declared origin from such crop, with minimum polarisation 99.8 degrees, moisture maximum 0.06%, and colour maximum 45 units ICUMSA attenuation index (except that sugar originating in the EU shall satisfy the colour specification set out or referred to in the ASSUC Rules), all at time of delivery to vessel at port.
Delivery Months	March, May, August, October, December, such that seven delivery months are available for trading.
Delivery Period	The specified delivery month and the following month
Price Basis	US dollars and cents per tonne FOB and stowed in vessel's hold at one of the following designated ports: Amsterdam, Antwerp, Bangkok/Kohsichang, Bilbao, Bremen, Buenaventura, Buenos Aires, Cadiz, Calais, Delfzijl, Dunkirk, Durban, Eemshaven, Flushing, Gdansk, Gdynia, Gijon, Guangzhou, Hamburg, Huangpu, Imbituba, Immingham, Inchon, Itajai, Jebel Ali, Laemchabang/ Sri Racha, Le Havre, Lixoes, Lisbon, Macao, Marseilles, Matanzas, Natal, New Orleans, Paranaguá, Penang, Port Kelang, Puerto Quetzal, Recife, Rostock, Rotterdam, Rouen, Santander, Santos, Savannah, Shekou, Singapore, Szczecin, Ulsan, Xiamen, Zeebrugge. Freight differentials, as from time-to-time determined and published by the Board, shall apply to any non-European port.
Minimum Price Movement (Tick Size & Value)	10 cents per tonne (\$5)
Notice Day	Fifteen calendar days preceding the first day of the delivery period (if not a business day then the first business day following)
Last Trading Day	Sixteen calendar days preceding the first day of the delivery month a (if not a business day then the first business day immediately preceding).
Trading Hours	09:45 - 17:30

Trading Platform:

- LIFFE CONNECT™ Trading Host for Futures and Options
- Algorithm: Central order book applies a pro-rata algorithm, but with priority given to the first order at the best price subject to a minimum order volume and limited to a maximum volume cap.
- Wholesale Trading Facilities: Against Actuals

Contract Standard:

Delivery may be made of White Sugar meeting the contract requirements. Please refer to the full contract specification on the LIFFE web site at www.liffe.com.

Unless otherwise indicated, all times are London times.

Продовження додатку 4.1.

Ф'ючерсний контракт на білий цукор

Розмір контракту	50 тонн.
Якість	Відповідно до системи ICUMSA та ASSUC Rules.
Місяці поставки:	Березень, травень, серпень, жовтень, грудень. Інші сім місяців відкриті для торгів.
Період поставки:	Спеціальний місяць поставки та наступний за ним місяць.
Базова ціна	У доларах США і сотих частинах долара (центах) за тонну FOB (корабель зафрахтований в одному з дистанційних портів).
Мінімальна зміна ціни та маржевий внесок	10¢ на тонну.
День виписки нотису	За 15 календарних днів передуючих першому дню місяця поставки (якщо це вихідний день, то беруть до уваги наступний діловий день).
Останній торговий день	за 16 календарних днів передуючих до місяця поставки.
Години торгівлі	9:45-17:30 за лондонським часом.

*Додаток 4.2.***Ф'ючерсний контракт на кукурудзу**Corn Futures

Contract Size

5,000 bu

Deliverable Grades

No. 2 Yellow at par, No. 1 yellow at 1 1/2 cents per bushel over contract price,
No. 3 yellow at 1 1/2 cents per bushel under contract price

Tick Size

1/4 cent/bu (\$12.50/contract)

Price Quote

Cents and quarter-cents/bu

Contract Months

Dec, Mar, May, Jul, Sep

Last Trading Day

The business day prior to the 15th calendar day of the contract month.

Last Delivery Day

Second business day following the last trading day of the delivery month.

Trading Hours

Open Outcry: 9:30 a.m. - 1:15 p.m. Chicago time, Mon-Fri.

Electronic (a/c/e): 8:30 p.m. - 6:00 a.m. Chicago time, Sun.-Fri. Trading in
expiring contracts closes at noon on the last trading day.

Ticker Symbols

Open Outcry: C

Electronic (a/c/e): ZC

Daily Price Limit

20 cents/bu (\$1,000/contract) above or below the previous day's settlement
price. No limit in the spot month (limits are lifted two business days before the
spot month begins).

Продовження додатку 4.2.

Ф'ючерсний контракт на кукурудзу

Розмір контракту
5 000 бушелів.

Якість:

до поставки рекомендується кукурудза №2 жовта. За умови заміни її жовтою кукурудзою №1 ціна збільшується на 1½ цента за бушель. Якщо ж буде запропонована жовта кукурудза №3, то ціна зменшиться на 1½ цента за бушель.

Вартість базисного пункту ¼ цента за бушель або \$12,5 на контракт.

Цінове котирування (зміна) цент та ¼ цента за бушель.

Місяці контракту:

березень, травень, липень, вересень, грудень.

Останній день торгівлі:

діловий день, що передує 15 числу календарного дня у місяці поставки.

Останній день поставки – 2-й діловий день, наступний за останнім днем торгівлі у місяці поставки.

Години торгівлі:

години торгівлі в залі:

9:30-13:15 за Чиказьким часом з понеділка по п'ятницю, електронні торги (a/c/e) з 2:30 до 6:00 того ж часового поясу. Торгівля старими контрактами закінчується (зупиняється) в 12:00 (полудень) в останній торговий день.

Символи позначення в залі: C;

електронні (a/c/e): ZC.

Максимальна внутріденна зміна ціни 20 ¢/за бушель (\$1 000 на контракт) вище або нижче відносно дня врегулювання ціни. Немає ліміту зміни ціни у місяць поставки. Ліміт зміни ціни може бути піднято у два останні ділові дні, що передують місяцю поставки.

Додаток 4.3.

Основні ф'ючерсні контракти сучасних бірж Заходу

Країна	Назва біржі	Назва контракту	Місяці поставки	Розмір контракту (англійська система мір/метрична система)	Години роботи (взято із сайтів бірж станом на липень 2006 р.)
1	2	3	4	5	6
США	CFT (CBOT) – The Chicago Board of Trade	Пшениця №2 червона м'яка озима, №2 червона тверда озима, №2 темна північна яра, №2 північна яра під пар, якщо буде поставлена №1 червона м'яка озима, №1 червона тверда озима, №1 темна північна яра, №1 північна яра під пар, то додається 3 цента на бушель	3, 5, 7, 9, 12	5 000 бушелів/136,1 т	для всіх зернових культур час торгівлі в залі: 09:30 а.м. – 01:15 р.м. електронні торги: 06:32 р.м. – 06:00 а.м.
		Кукурудза №2 жовта, за умови заміни її жовтою кукурудзою №1 ціна збільшується на 1/2 цента за бушель, якщо ж буде запропонована жовта кукурудза №3, то ціна зменшиться на 1/2 цента за бушель.	3, 5, 9, 12	5 000 бушелів/127 т	
		Овес	3, 5, 9, 12	5 000 бушелів/72,6 т	
		Соеві боби	1, 3, 5, 7, 8, 9, 11	5 000 бушелів/136,1 т	
		Соевий шрот	1, 3, 5, 7, 8, 9, 10, 12	100 тонн	
		Соева олія	1, 3, 5, 7, 8, 9, 10, 12	60 000 англ. фунтів	
		Неочищений рис. №2 очищений, довге зерно	1, 3, 5, 7, 9, 11	2 000 центнерів США (свт)90,72 т	
		Золото	всі місяці року	33,2 трійських унцій/1 кг	
		Срібло	всі місяці року	5 000 трійських унцій/115,5 кг	
		Канзаські довгострокові облигації	3, 6, 9, 12	\$ 100 000	
		10-ти річні канзаські зобов'язання	3, 6, 9, 12	\$ 100 000	
		30-ти денні федеральні кредити	перші 25 календарних днів місяця	\$ 5 000 000	
Промисловий індекс Доу-Джонса	3, 6, 9, 12	\$ 10 × індекс DJIA	час торгівлі в залі: 07:20 а.м. – 02:00 р.м. електронні торги: 06:00 р.м. – 04:00 р.м.		

Продовження додатку 4.3.

1	2	3	4	5	6
США	CME – The Chicago Mercantile Exchange	Велика рогата худоба (у живій вазі)	2, 4, 6, 7, 8, 10, 12	50 000 англ. фунтів/ 22,625 т	час торгівлі в залі і електронні торги: 09:05 а.м. – 01:00 р.м. час торгівлі в залі: 07:20 а.м. – 02:00 р.м електронні торги: – понеділок, середа: 05:00 р.м.– 04:00 р.м. – неділя і вихідні: 05:00 р.м. – 04:00 р.м.
		Велика рогата худоба (у забійній вазі)	2, 7, 8	40 000 англ. фунтів/18,1 т	
		Живі свині	1, 3, 5, 7, 9, 11	40 000 англ. фунтів/18,1 т	
		Бекон	2, 3, 5, 7, 8	40 000 англ. фунтів/18,1 т	
		Пиломатеріали	1, 3, 5, 7, 9, 11	150 000 бордсових футів / 353,96 м ³	
		90-денні казначейські векселі	1, 3, 5, 7, 9, 12	\$ 1 000 000 при погашенні векселя	
		Сухе молоко	Всі місяці року у двохрічному циклі	200 000 англ. фунтів/90,716 т, ціни визначаються у базисних пунктах; для цього контракту базисний пункт = 100 англ. фунтам або 20 \$ на контракт	
		Етиловий спирт	Всі місяці року	30 000 галонів = 113,55 т	
		Економічний дериватив – платіжний баланс міжнародних товарів та послуг США	Всі місяці року	Значення платіжного балансу в млрд. дол. США, що публікуються урядом щомісячно	
		Кумулятивний температурний індекс (Амстердам весна-квітень)	Всі місяці року	Середньомісячна температура в районі Амстердаму	
США	IMM – International Monetary Market Division of Chicago Mercantile Exchange	Індекс NIKKEI 225 Stock average	6 місяців по квартальних циклах (березень, червень, вересень, грудень)	\$ 5 × індекс	час торгівлі в залі: 07:20 а.м. – 02:00 р.м. електронні торги: – понеділок, середа: 05:00 р.м. – 04:00 р.м. – неділя і вихідні: 05:00 р.м. – 04:00 р.м.
		Австралійські долари	--/--	100 000	
		Канадські долари	--/--	100 000	
		Євро	--/--	125 000	
		Японська ієна	--/--	12,5 млн.	
		Фунт стерлінгів	--/--	62 500	
		Швейцарський франк	--/--	125 000	
Бразильський реал	--/--	100 000			

Продовження додатку 4.3.

1	2	3	4	5	6		
		Мексиканське песо	-/-	500 000			
		Новозеландський долар	-/-	100 000			
		Російський рубль	-/-	2 500 000			
		Індекс акцій S&P Stock Index	3, 6, 9, 12 (у серії 4-х років)	\$ 250 × індекс NYSE			
		Строкові вклади у євродоларах	3, 6, 9, 12 (у серії 4-х років)	\$ 1 000 000	час торгівлі в залі: 7:20 а.м. – 2:00 р.м. електронні торги понеділок, среда попереділок, середя		
		Кредитна ставка LIBOR-1 MO	3, 6, 9, 12	\$ 3 000 000	з 11:00 а.м. (Лондонського часу) по 5:00 а.м. (Чиказького часу)		
США	NYMEX – The New York Mercantile Exchange	Алюміній	поточний місяць, два наступні за ним місяці, а також 1, 3, 5, 7, 9, 12	44 000 англ. фунтів/20 т			
		Мідь	-/-	25 000 англ. фунтів/11,3 т			
		Золото	-/-	100 трійських унцій/3,11 кг		08:25 а.м. – 01:25 р.м.	
		Срібло	-/-	5 000 трійських унцій/155,5 т			
		Паладій	-/-	100 трійських унцій/3,11 кг			
		Платина	-/-	50 трійських унцій/1,55 кг			
		Перероблена нафта	поточний місяць, два наступні за ним місяці, а також 1, 3, 5, 7, 9, 12	1 000 барелів/135,1 т			
		Сира нафта	поточний місяць, два наступні за ним місяці, а також всі парні місяці року	1 000 барелів/135,1 т			10:00 а.м. – 02:30 р.м.
		Природний газ	всі місяці року	10 000 млн. британських термічних одиниць/276 900 м ³			
		Бензин	всі місяці року	42 000 галонів/117,6 т			
		Дизельне паливо	всі місяці року	42 000 галонів/138 т			

Продовження додатку 4.3.

1	2	3	4	5	6
США	NYBOT – The New York Board of Trade	Кава "арабіка"	3, 5, 7, 9, 12	37 500 англ. фунтів/17 т	09:15 a.m. – 12:30 p.m.
		Цукор-сирець № 11	1, 3, 5, 7, 10	112 000 англ. фунтів/50,8 т	
		Какао	3, 5, 7, 9, 12	10 т	
Велико-британія	EURONEXT • LIFFE	Кава "робуста"	1, 3, 5, 7, 9, 10	5 т	09:45 – 17:30 (за Лондонським часом)
		Цукор-сирець	3, 5, 8, 10, 12	50 т	
		Індекс FT Stock Exchange 100	3, 6, 9, 12	£ 25 × індекс	
		Стерлінговий депозит	3, 6, 9, 12	£ 500 000	
		Алюміній	Будь-який робочий день на три місяці вперед	25 т	
Великобританія	LME – The London Metal Exchange	Мідь (сорт А)	Будь-який робочий день на три місяці вперед	25 т	3 понеділка по п'ятницю 08:30 – 17:30 (за Лондонським часом)
		Цинк (вищий сорт)	Будь-який робочий день на три місяці вперед	25 т	
		Нікель	Будь-який робочий день на три місяці вперед	6 т	
		Свинць	Будь-який робочий день на три місяці вперед	25 т	
		Дизельне паливо	Поточний місяць і будь-який з 8-ми наступних	100 т	
Великобританія	ICE – Intercontinental Exchange	Мазут	Поточний місяць і будь-який з 8-ми наступних	100 т	3 понеділка по п'ятницю 01:00 – 22:00 (за Лондонським часом)
		Північно-морська нафта "Брент"	Поточний місяць і будь-який з 6-ти наступних	1 000 барелів/136,7 т	
		Сврооблігації	3, 6, 9, 12	100 000 EURO	
Франція	MATIF	Свроделозити	3, 6, 9, 12	100 000 EURO; SF	–
		Опціони на європейські індекси CAC40 (на 40 акцій)	всі місяці року	10 євро × індекс	
		Dow Jones EURO Stock × 50 SM (FXE) (на 50 акцій)	всі місяці року	10 євро × індекс	
Німеччина, Швейцарія, Бельгія	EUREX	Місячний ф'ючерний контракт на ставку EURIBOR	3, 6, 9, 12	3 000 000 EURO	07:30 – 20:00
		Ф'ючерний контракт на індекс Dow Jones Global Titans 50 SM Index Futures	3, 6, 9, 12	100 EURO × індекс	

Розділ 5

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

ОСНОВНІ ТЕОРІЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ Ф'ЮЧЕРСНИХ РИНКІВ

Що ж відображають біржові ціни, цифри і графіки? Ви проглядаєте ціни в газеті, слідкуєте за котируваннями на екрані, будуєте графіки якогось індексу. Ви бажаєте проаналізувати ринок та вступити у гру. Але що таке біржа?

О. Елдер, біржовий трейдер

A**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 інструментів з негайною поставкою, і є ефективнішими, ніж спотові. В той же час 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 фірм 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 ХІХ-го до 70-х років ХХ-го століття торговці впроваджували ф'ючерсні контракти, враховуючи попит та пропозицію ринку. В якості прикладу такого впровадження можна навести перший ф'ючерсний контракт на кукурудзу, який було запропоновано біржовиками Чиказької торговельної палати (СВОТ) 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 із описової у аналітичну. Подібне стало можливим завдяки швидкому розвитку не лише самої економічної науки, але 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 відтак і 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 в свою чергу 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 підключаються 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 що мало відомі в Україні. Проблемами функціонування строкових ринків на теоретичному рівні займаються лише деякі вчені: В.І. Міщенко, С.В. Науменкова¹, З. Васильченко², Л.О. Примостка³ 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 Гордон В.⁴, Білошапка В.⁵, Кашпір Р., Матвієнко П.⁶, які не лише досліджують теоретичні аспекти функціонування строкових фінансових ринків Заходу, але й пропонують шляхи можливого запровадження аналогічних послуг для клієнтів українських банків.

¹ Міщенко В.І., Науменкова С.В. Організація ф'ючерсного валютного ринку //Фінанси України. –1998. –№10. –С.60-69.

² Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів //Банківська справа. –1998. –№1(19). –С.46-53.

³ Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навчальний посібник. –К.: КНЕУ, 1998. –108с.

Примостка Л.О. Операції хеджування на строкових фінансових ринках //Банківська справа. – 1999. –№1(25). –С.40-44.

⁴ Гордон В. Основні фінансові інструменти міжнародного валютного ринку та перспективи їх розвитку в Україні //Финансовые услуги. –1999. –№3-4. –С.30-34.

⁵ Белошапка В. Банковские услуги в рамках финансовой инженерии //Финансовые услуги. – 1998. –№7-8. –С.35-38.

⁶ Кашпір Р., Матвієнко П. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків //Банківська справа. –1998. –№2(20). –С.8-16. –№3(21). –С.50-55.

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. Розроблено два альтернативних проекти законів “Про похідні цінні папери” та “Про строкові фінансові інструменти”⁷, однак без широкого обговорення учасниками ринків та науковцями.

Комплексного ґрунтовного дослідження природи строкових складових (ф'ючерсних) товарних та фінансових ринків в Україні досі не започатковано. Не проаналізовано еволюцію розвитку основних економічних теорій ф'ючерсних ринків, не визначено їх ролі та місця в ринковій економіці. А отже, всі урядові програми виходу із кризи, яких уже налічується немало, не містять розділів, де були б заплановані заходи щодо розвитку ринків строкових контрактів.

Поглиблення економічних реформ в Україні настійно вимагає не лише вивчення новітніх економічних теорій та практики здійснення операцій на світових строкових ринках, але 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, в т.ч. постсоціалістичних.

Унікальність ситуації в Україні, як зрештою 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 цінкових і курсових ризиків та застосування спекулятивних стратегій, так і незначними за обсягами операціями на реальних ринках України.

⁷ Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій з ф'ючерсами і опціонами // Вісник НБУ. – 2000. – №6. – С.44-48.

Існує величезний розрив між розумінням економічної суті зарубіжних ф'ючерсних ринків, доцільності їх створення в Україні та поділ на основні сировинні активи, капітал та іноземну валюту і технічними можливостями виходу українських інвесторів на найліквідніші світові строкові ринки. В Україні уже сьогодні можна навести поодинокі приклади успішної роботи на світовому валютному ринку FOREX, яку здійснюють брокерські фірми 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 розробляти нормативні документи й закони, які містять досить суперечливі, а подекуди сумнівні визначення строкових контрактів, особливо ф'ючерсних та опціонних.

Погоджуючись з Н.М. Малюгою⁸, яка привертає увагу до відомого ЗУ “Про оподаткування прибутку підприємств”⁹, справедливо стверджуючи, що зазначене там визначення ф'ючерсного контракту не відображає його економічного змісту, можна навести аналогічні докази і щодо тлумачення суті цих контрактів у “Правилах випуску та обігу фондових деривативів” від 24 червня 1997 р. №13¹⁰, розробленими Державною Комісією з цінних паперів та фондового ринку, де, на нашу думку, необґрунтовано в нормативну лексику введено черговий калькований термін “дериватив”, а у визначенні ф'ючерсного контракту відсутня головна його особливість як виключно біржового.

Невірно трактується і ціна виконання ф'ючерса, як зобов'язання поставити-прийняти актив на момент закінчення терміну дії контракту. Автори документа, стверджуючи, що ф'ючерсна ціна повинна бути зафіксованою в контракті з моменту укладання, до моменту поставки не відмежовують її від форвардної.

Все зазначене вище призвело до помилкового дозволу на здійснення емісії цих контрактів не лише розрахунково-кліринговим палатам фондових, або товарних бірж, що також є неточним формулюванням, але й ТІС (торговельно-інформаційним системам), які традиційно обслуговують позабіржовий обіг цінних паперів. Аналогічно сформульовано і

⁸ Малюга Н. Проблеми сумісності понятійної бази інвестиційних процесів в Україні та Європейському Союзі //Матеріали четвертої міжнародної конференції “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський союз: інвестиційні аспекти”. –1999. –14-16 вересня. – Ялта-Форос. –С.70-75.

⁹ Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» //ВВРУ. –1997. –№27. –С.181.

¹⁰ Правила випуску та обігу фондових деривативів //Галицькі контракти. –1997. –№36. –С.42.

п.17 “Правил”, де передбачається можливість відмови однієї з сторін ф’ючерсного контракту від його виконання виключно за погодженням іншої сторони, що свідчить про недостатньо повне відображення авторами документа сутності ф’ючерсних контрактів, в т.ч. і на фондові цінності.

Введення у 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 уже активно працює декілька ф’ючерсних бірж, зокрема Московська міжбанківська валютна та Санкт-Петербурзька, які розповсюджують власні котирування спільно із провідними світовими біржами через Internet.

Вивченням похідних фінансових інструментів ґрунтовно займаються А.Б. Фельдман¹¹, К.В. Иванов¹². На нашу думку, заслуговує уваги твердження А.Б. 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”¹³.

Цю галузь називають фінансовою інженерією, наукові дослідження цієї сфери є особливо популярними сьогодні на Заході. Найновіші підручники у російських перекладах уже з’явилися і на українському книжковому ринку¹⁴.

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 у економіці.

В Україні, починаючи з 1992 р. – періоду “буму” становлення бірж, – з’являються наукові публікації та дисертаційні роботи, у яких досліджуються процеси відродження біржового руху. До перших таких робіт

¹¹ Фельдман А.Б. О производных финансовых инструментах // Финансы. –1998. –№11. –С.45-48.

¹² Иванов К.В. Фьючерсы и опционы. Механизм сделок. –М.: Златоцвет, 1993. –98с.

¹³ Фельдман А.Б. О производных финансовых инструментах // Финансы. –1998. –№11. –С.45.

¹⁴ Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –784с.

належать статті Кузьміна О.Є. та Колісника М.В.¹⁵, автореферати автора підручника¹⁶, М.В. Колісника¹⁷, наступні публікації вчених та політиків, зокрема Е.П. Єщенко¹⁸, В. Пилипчука¹⁹, навчальний посібник "Біржова справа", написаний автором спільно з О.М. Дениско²⁰, І.А. Бланка²¹, П.І. Гайдуцького²², присвячені безпосередньо дослідженню біржових ринків.

Крім названих авторів, у своїх дослідженнях строкові контракти згадують О.М. Мозговий²³, В.С. Загорський²⁴, Б.В. Губський²⁵, А. Філіпенко та Ф.Р. Рут²⁶.

У 1998-1999 рр. публікують свої роботи економісти та практики банківської справи, про яких згадувалося на початку даного параграфа. У 1999 р. вийшла монографія автора²⁷, 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, дасть можливість використати їх під час удосконалення біржового та фінансового законодавства та формування відповідних умов для їх становлення в Україні.

Глобалізація світових ринків, особливо наймобільніших із них, фінансових, призвела 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

¹⁵ Кузьмін О., Колісник М. Перехід на ф'ючерсні рейки //Діло. –1993. –№14(121). –С.3.

¹⁶ Сохацька О.М. Становлення та функціонування товарних бірж (на прикладі України та країн СНД). Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.01 – Київський університет імені Тараса Шевченка. –К., 1993. –24с.

¹⁷ Колісник М.В. Економічна оцінка і регулювання біржової діяльності та брокерського обслуговування (на прикладі реалізації продукції промислових підприємств). Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.05. – Державний університет «Львівська Політехніка». –Львів, 1993. –19с.

¹⁸ Єщенко Е.П. Біржа: функції і засади //Економіка України. –1994. –№3. –С.16.

¹⁹ Пилипчук В. Товарні біржі в процесі оптової торгівлі //Економіка України. –1993. –№9. –С.62.

²⁰ Сохацька О.М., Дениско О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. –К.: Тріада Плюс, 1994. –187с.

²¹ Бланк І.А. Торгово-посередницькое підприємство. Экономические основы биржевой деятельности. –К.: УФГ, 1992. –230с.

²² Гайдуцький П.І. Біржова торгівля – основа ринку: Навчальний посібник. –К.: УСФА, 1992. –34с.

²³ Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. –К.: УАННП «Феникс», 1997. –276с.

²⁴ Загорський В.С. Ринок цінних паперів. –Львів: Львівська комерційна академія, 1995. –171с.

²⁵ Губський Б.В. Біржові технології ринку. –К.: Наука, 1995. –278с.

²⁶ Губський Б.В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. –Київ: Наукова думка, 1998. –390с.

²⁷ Рут Ф.Р., Філіпенко А. Міжнародна торгівля та інвестиції. Пер. з англ. –К.: Основи, 1998. –743с.

²⁸ Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –408с.

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 уже наводився красномовний факт²⁸ фінансового краху одного із найбільших хеджевих фондів “Long-Term Capital Management”, яким керував авторитетний портфельний менеджер Джон Мериветер, а консультували М. Шоулс та Р. Мертон – обидва лауреати Нобелівської премії в галузі економіки, отриманої ними у 1997 р. за розробку моделі ціноутворення опціонів. Рятувати фонд прийшлося Федеральній резервній системі США, яка не могла допустити втрати довіри клієнтів до світової банківської системи.

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 та свопів між собою та з клієнтами. На цю обставину звертає увагу відомий фінансист та філантроп сучасності Джордж Сорос²⁹. Він підкреслює, що: “Масштаби ринків свопу, форвардних та похідних цінних паперів – величезні, а маржа вкрай незначна (“плече” вкладених коштів – леве-ридж, – як правило, складає 1:20 – О.С.). Суми, з якими здійснюються операції, у багато разів перевищують капітал, який реально використовується у 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 в цілому. Він вважає, що політики та економісти кожної держави повинні поставити за мету забезпечення їх прийнятної стабільності.

²⁸ Сохацька О. Проблеми і перспективи становлення строкових (ф'ючерсних) ринків в Україні // Особливості економічної політики постсоціалістичних країн в умовах глобалізації економіки (приклад України). Матеріали міжнародної науково-теоретичної конференції (25-26 листопада 1999 р.). Модуль III. –С.42.

²⁹ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. –С.11.

Цей процес є актуальним і для України, де ми сьогодні маємо можливість, впроваджуючи в Україні 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.

На сьогодні це одна із невирішених проблем біржової торгівлі в Україні, де навіть на Українській аграрній біржі (м. Київ) виконується лише від 35-70% укладених під час біржової сесії угод³⁰. В Україні досі не вироблено державної політики щодо створення біржових ф'ючерсних ринків. Саме цей фактор став однією із вирішальних причин кризи універсальної біржі реального товару в Україні.

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). Але їм потрібна біржа, яка буде давати прогностичні ціни та курси.

Ф'ючерсна біржа, з незначною кількістю високотехнологічних сучасних сертифікованих складів, розміщених у головних портах та транспортних вузлах, зокрема на кордонах, може і повинна обслуговувати строко-

³⁰ Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.335.

вий (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 найліквідніших 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.М. Буренін, професор кафедри економічної теорії Московського державного інституту міжнародних відносин при Міністерстві іноземних справ Російської Федерації³¹, який є автором кількох монографій, статей та посібників з питань функціонування ринку цінних паперів, ринку похідних фінансових інструментів. У 1998 р. ним захищена докторська дисертація на тему “Строковий ринок у макроекономічному регулюванні”, у 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 уже в теперішній час.

§ 5.2.

Еволюція розвитку основних економічних теорій ф'ючерсних ринків

Розглянемо еволюцію становлення основних теорій строкових ринків, знайомлячись з працями зарубіжних авторів. Дореволюційну біржову літературу колишньої Російської імперії ми вже згадували окремо у другому розділі.

Впродовж ХХ-го століття 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 нале-

³¹ Буренін А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. – М.: ИНФРА-М, 1996. –386 с.
Буренін А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. –М: 1-ая Федеративная Книготорговая Компания, 1998. –352 с.

жать відомі праці А. Маршала (Marshall) “Промисловість і торгівля”³², Дж. М. Кейнса (Keynes) “Трактат про гроші”³³, Дж. Р. Гікса (Hicks) “Вартість і капітал”³⁴, в яких від декількох сторінок до цілого розділу було присвячено дослідженню ф'ючерсних ринків, в основному валютних. Крім цих робіт помітне місце займала монографія Г.В. Гофмана (Hoffman) “Ф'ючерсна торгівля на організованих товарних ринках Сполучених Штатів”³⁵, опублікована у Філадельфії в 1932 р. Окрім вказаних робіт, в журналах було опубліковано лише кілька статей окремих мало-відомих авторів.

У роботі “Трактат про гроші” Дж.М. 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 самим виходити на ринок валютних ф'ючерсів в якості агентів ринку, купуючи та продаючи значну кількість валюти на строк, тим самим формувати майбутні валютні курси. Не дивлячись 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 впродовж 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.Р. Гікс у десятому розділі “Рівновага та нерівновага” своєї книги “Вартість і капітал”³⁶, виступаючи послідовником А. Маршала, намагається перекинути місток від статичної неокласичної системи економіки до динамічних моделей. До того ж головним елементом у 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 Кейнса, але й, як показує практика, абсолютно підтверджується розвитком сучасної світової економіки.

Поняття “економіка теперішнього стану” (Spot Economy) та “економіка майбутнього” (Futures Economy) були введені у наукову лексику

³² Marshall A. Industry and Trade, London. –1920.

³³ Keynes J.M. A Treatise on Money, vol. 2, London. –1930.

³⁴ Hicks J.R. Value and Capital, London. –1939.

³⁵ Hoffman G.W. Futures Trading upon Organized Commodity Markets in the United States, Philadelphia. –1932.

³⁶ Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. –М.: Издательская группа «Прогресс», «Универс», 1993. –С.244.

саме Дж.Р. 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”³⁷.

Дж.Р. Гікс підкреслює можливість проведення страхових (хеджевих) операцій на строковому ринку, який уже 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 підвищення цін до помірного рівня при укладанні строкових угод.

Цитуючи Дж.М. Кенса, Дж.Р. Гікс ілюструє один із видів біржової спекуляції на строкових ринках, а саме гри на різниці в цінах – арбітражу. 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 вірною.

Кейнс висунув власну гіпотезу, що хеджери продають ф’ючерсні контракти, змушуючи спекулянтів купувати їх. А оскільки купівля контрактів пов’язана з ризиком, то, вважає 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 впродовж терміну дії контракту, а різниця між ф’ючерсною та сподіваною ціною спот у майбутньому і буде “нормальним беквардейшн”.

У протилежній ситуації, коли сподівання учасників 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’ю-

³⁷ Хікс Дж.Р. Стоимость и капитал. Пер. с англ. –М.: Издательская группа “Прогресс”, “Универс”, 1993. –С.248.

черси, страхуючись від зростання цін в майбутньому. Винагородою для спекулянтів буде позитивна різниця між вказаними цінами, яка і є “нормальним контанго”, або:

$$P_f > P_s .$$

Послідовник Кейнса Гікс вважає, що ф'ючерсні угоди займають особливе місце, він вперше показує можливості укладання хеджевих угод на всіх строкових 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” поступлення позичкового капіталу в майбутньому так само, як вони побажали “хеджувати” постачання сировини”³⁸.

Як бачимо, уже в 30-40-х роках ХХ-го століття питання використання ф'ючерсів для страхування цінкових 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 уже досить успішно, зокрема на товарних ринках, використовувалися для страхування цінкових ризиків. Піонерами у цьому процесі виступали фермери, землевласники, власники плантацій, виробні фірми, торговці сільськогосподарською та промисловою сировиною тощо. Науковці лише започаткували відповідне пояснення стихійних процесів. Тобто процес становлення ф'ючерсних ринків проходив в результаті еволюції на товарних до вибухового розвитку у наші дні на фінансових ринках.

В Україні ж, як зазначалося вище, як зрештою 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

³⁸ Хікс Дж. Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. –М.: Издательская группа “Прогресс”, “Универс”, 1993. –С. 256.

строкові контракти впроваджуються досить повільно, або не впроваджуються взагалі.

Така хибна позиція викликає здивування і жаль. Аналіз дореволюційної вітчизняної літератури свідчить, що наукові та законотворчі дискусії у XIX-му столітті, які точилися 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.М. Кейнс, Дж.Р. Гікс, Г.В. Гофман, Н. Калдор (Kaldor)³⁹, Г. Блау (Blau)⁴⁰ змальовували ф'ючерсні ринки як економіку майбутніх цін, які прогнозуються спекулянтами. Адже саме вони беруть на себе ризики від хеджерів, які в свою чергу репрезентують реальні ринки товарів, цінних паперів та іноземної валюти. Підзаголовок роботи Гофмана звучав так: "Хеджування – це уникнення ризику". Калдор стверджував, що спекулянти беруть на себе ризики, а ті, що хеджуються, позбуваються їх. Найсміливішою була Герта Блау, чия стаття у 1944 р. ознаменувала закінчення певного етапу у дослідженні ф'ючерсних ринків. Вона стверджувала, що товарні ф'ючерсні біржі було спеціально створено для сприяння уникненню ризиків, зумовлених невідомими майбутніми змінами товарних цін, або ризиків, чия природа унеможливило 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 рр. 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)⁴¹, у вказаній та наступних своїх роботах намагається змінити класичні погляди на ф'ючерсні ринки. Він представляє хеджування різновидом арбітражу, показуючи, що хеджери будуть відкривати ф'ючерсні позиції

³⁹ Kaldor N. Note on the Theory of Forward Market // *Review of Economic Studies*, 7. –1939-1940.

⁴⁰ Blau G. Some Aspect of the Theory of Futures Trading *Review of Economic Studies*, 12. –1944.

⁴¹ Working H. The Theory of the Price of Storage // *American Economic Review*, 39. –1949.

лише за умови отримання можливих прибутків від різниці між спотовими та ф'ючерсними цінами – базису (basis), тобто хеджування ним подавалося як форма спекуляції. Через двадцять років Воркінг сам відмовиться від таких кардинально відмінних від класичних поглядів на хеджування, однак його роботи – це суттєвий внесок в теорію строкових ринків. Починаючи від нього, на ф'ючерсних ринках розрізняють три види учасників, а саме: спекулянтів, хеджерів та арбітражерів.

Після 60-х років ХХ-го століття 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 Манфред Страйт (Streit) спільно з Інститутом Європейського університету видає збірник наукових статей з питань функціонування ф'ючерсних ринків під назвою “Ф'ючерсні ринки. Моделювання, управління та моніторинг ф'ючерсної торгівлі”⁴². Цей збірник було видано на основі матеріалів однієї із багаточисельних конференцій, які проводилися у 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). В такий спосіб було підведено своєрідний підсумок досліджень функціонування цих ринків на всіх континентах земної кулі.

Зокрема у вступній статті М.Е. Страйта наголошувалося на успіхах ф'ючерсних ринків у США, підкреслювалося, що науковцями цієї країни проводяться інтенсивні емпіричні та теоретичні дослідження, в той час 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 справдилися, сьогодні ця біржа за обсягами торгівлі фінансовими ф'ючерсами займає суттєву частку світового строкового ринку, яка стала найбільшою в результаті злиття з інтегрованою фондовою біржею Euronext NV, про що уже 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.

⁴² Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading Edited Manfred E. Streit, Florence 1983. –324p.

У розв'язанні проблем моделювання ф'ючерсних ринків обговорювалися такі питання:

- 1) торговельні мотиви та їх відповідність існуючим інструментам;
- 2) формування ф'ючерсних цін та меж, у 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 цінкових прогнозів) утворюють третинний ринок. На третинному ринку торговці купують і продають цінкові 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.

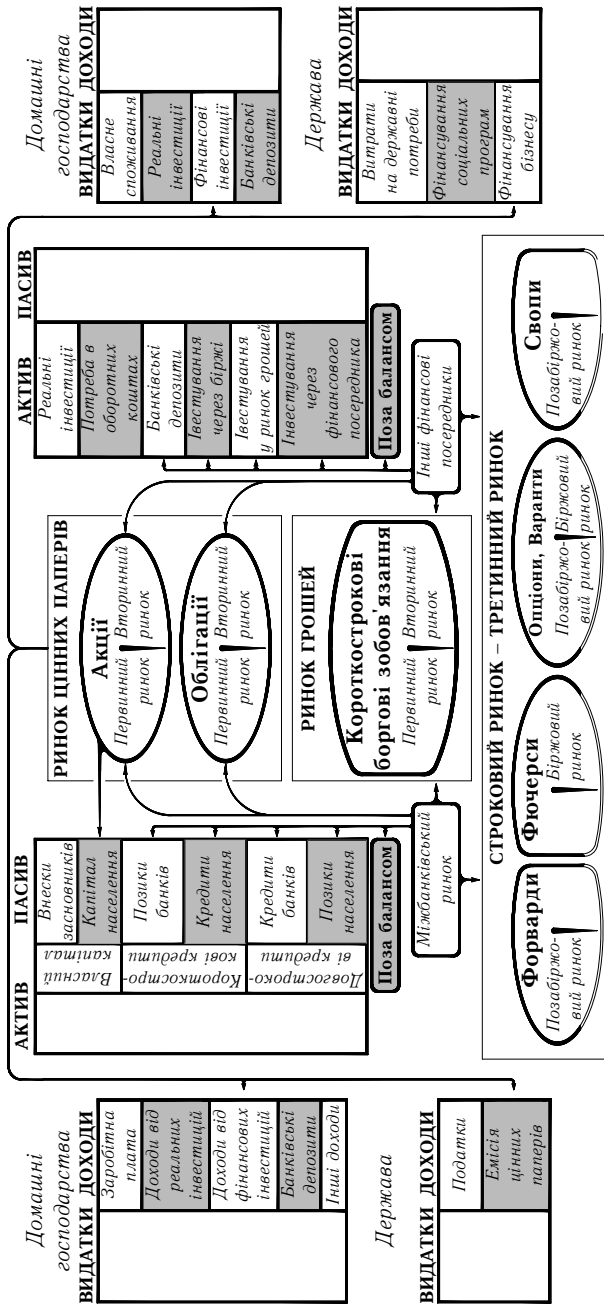
Дискусійними і досі залишаються такі теоретичні проблеми:

- 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 точиться дискусія як серед науковців, так і серед практиків. Не кожен новий ф'ючерсний чи опціонний контракт одразу ставав популярним. Прикладів успішних та провальних контрактів є уже 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 одну тонну 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 досить позитивним і свідчить про можливість зародження класу біржових спекулянтів, які зможуть брати на себе цінові та курсові ризики.

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 найпривабливіших для учасників ринку параметрів контрактів лежить 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 аналогічної 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.

В 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. Щоправда, ризик втрат у нього також значний, але в цьому випадку 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-от "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, не дивлячись на критику багатьох економістів, використовується досить 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 фун-

даментального 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 поси- лалося вище. Критики справедливо доводять, що всі раціональні споді- вання обов'язково містять частку невизначеності.

Високоліквідні спекулятивні ринки, якими є ф'ючерсні біржі, не можуть бути повністю ефективними в кожен конкретний період часу, 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 вірне 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 лежить в основі 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 при відсутності конкуренції дає можливість отримувати надприбутки і не сприяє вірному прогнозуванню майбутніх цін та курсів.

В Україні ще не скоро можна буде використовувати теорію ефективності ринку, яка стверджує, що на ринку вся інформація є рівно доступною для всіх торговців, а тому ціни є 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 у 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 виключення 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 ефективнішими, ніж спотові. В той же час 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 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, 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.М. 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, в роботах 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?



Посилання і рекомендована література

1. Белошапка В. Банковские услуги в рамках финансовой инженерии // Финансовые услуги. –1998. –№7-8. –С.35-38.
2. Бланк И.А. Торгово-посредническое предпринимательство. Экономические основы биржевой деятельности. –К.: УФГ, 1992. –230с.
3. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. –М.: ИНФРА-М, 1996. –386с.
4. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М: 1-ая Федеративная Книготорговая Компания, 1998. –352с.
5. Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів // Банківська справа. –1998. –№1(19). –С.46-53.
6. Гайдуцький П.І. Біржова торгівля – основа ринку: Навчальний посібник. –К.: УСФА, 1992. –34с.
7. Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій із ф'ючерсами і опціонами // Вісник НБУ. –2000. –№6. –С.44-48.
8. Гордон В. Основні фінансові інструменти міжнародного валютного ринку та перспективи їх розвитку в Україні // Финансовые услуги. –1999. –№3-4. – С.30-34.
9. Губський Б.В. Біржові технології ринку. –К.: Наука, 1995. –278с.

10. Губський Б.В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. –К.: Наукова думка, 1998. –390с.
11. Єщенко Е.П. Біржа: функції і засади //Економіка України. –1994. –№3. –С.16.
12. Загорський В.С. Ринок цінних паперів. –Львів: Львівська комерційна академія, 1995. –171с.
13. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” //ВВРУ. –1997. – №27. –С.181.
14. Иванов К.В. Фьючерсы и опционы. Механизм сделок. –М.: Златоцвет, 1993. –98с.
15. Кашпір Р., Матвієнко П. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків //Банківська справа. –1998. –№2(20). –С.8-16. –№3(21). –С.50-55.
16. Колісник М.В. Економічна оцінка і регулювання біржової діяльності та брокерського обслуговування (на прикладі реалізації продукції промислових підприємств). Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.05 – Державний університет “Львівська Політехніка”. –Львів, 1993. –19с.
17. Кузьмін О., Колісник М. Перехід на ф'ючерсні рейки //Діло. –1993. –№14(121). –С.3.
18. Малуґа Н. Проблеми сумісності понятійної бази інвестиційних процесів в Україні та Європейському Союзі //Матеріали четвертої міжнародної конференції “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський союз: інвестиційні аспекти”. –14-16 вересня. –1999. –Ялта-Форос. –С.70-75.
19. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –784с.
20. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Організація ф'ючерсного валютного ринку // Фінанси України. –1998. –№10. –С.60-69.
21. Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. –К.: УАННП “Феникс”, 1997. –276с.
22. Пилипчук В. Товарні біржі в процесі оптової торгівлі //Економіка України. – 1993. –№9. –С.62.
23. Правила випуску та обігу фондових деривативів //Галицькі контракти. –1997. – №36. –С.42.
24. Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навчальний посібник. –К.: КНЕУ, 1998. –108с.
25. Примостка Л.О. Операції хеджування на строкових фінансових ринках // Банківська справа. –1999. –№1(25). –С.40-44.
26. Рут Ф.Р., Філіпенко А. Міжнародна торгівля та інвестиції. Пер. з англ. –К.: Основи, 1998. –743с.
27. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –С.11.
28. Сохаська О.М. Проблеми і перспективи становлення строкових (ф'ючерсних) ринків в Україні //Особливості економічної політики постсоціалістичних країн в умовах глобалізації економіки (приклад України). Матеріали міжнародної науково-теоретичної конференції (25-26 листопада 1999р.) Модуль III. –С.42.
29. Сохаська О.М. Становлення та функціонування товарних бірж (на прикладі України та країн СНД). Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.00.01 – Київський університет імені Тараса Шевченка. –Київ, 1993. –24с.
30. Сохаська О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –408с.
31. Сохаська О.М., Дениско О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. –К.: Тріада Плюс, 1994. –187с.

32. Фельдман А.Б. О производных финансовых инструментах //Финансы. –1998. –№ 11. – С.45-48.
33. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. –М.: Издательская группа “Прогресс”, “Универс”, 1993. –С.244.
34. Blau G. Some Aspect of the Theory of Futures Trading Review of Economic Studies, 12. –1944.
35. Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Tading Edited, Manfred E.Streit, Florence, 1983. –324p.
36. Hicks J.R. Value and Capital, London. –1939.
37. Hoffman G.W. Futures Trading upon Organized Commodity Markets in the United States, Philadelphia. –1932.
38. Kaldor N. Note on the Theory of Forward Market //Review of Economic Studies, 7. – 1939-1940.
39. Keynes J.M. A Treatise on Money, vol. 2, London. –1930.
40. Mashall A. Industry and Trade, London. –1920.
41. Working H. The Theory of the Price of Storage //American Economic Review, 39. –1949.



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 правил бухгалтерського обліку відображаються:
- a) у балансі;
 - б) за балансом;
 - в) ніяк не відображаються;
 - г) у "тіньовому" обороті.
7. Зарубіжна наука виділяє такі складові теорії ф'ючерсних ринків:
- a) 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 рефлексивності, теорія арбітражного ціноутворення.
8. Першу монографію з проблем функціонування ф'ючерсних ринків написав:
- a) А. Маршалл;
 - б) Дж.М. Кейнс;
 - в) Г.В. Гофман;
 - г) Дж.Р. Гікс.
9. Перші згадки про ф'ючерсні ринки зустрічаються у роботах:
- a) Дж.М. Кейнса, А. Маршала, Дж.Р. 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":
- a) А. Маршалл;
 - б) Дж.М. Кейнс;
 - в) Г.В. Гофман;
 - г) Дж.Р. Гікс.
11. "Перевернутий" ринок ("backwardation") забезпечує:
- a) 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:
- a) 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:
- a) 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:

- | | |
|--------------------------------|---|
| <i>а) минулої інформації;</i> | <i>в) внутрішньої інформації;</i> |
| <i>б) поточної інформації;</i> | <i>г) усіх вищезазначених видів інформації.</i> |

15. За гіпотезою перспективних сподівань учасники ринку формують свої сподівання, виходячи з аналізу:

- | | |
|--------------------------------|---|
| <i>а) минулої інформації;</i> | <i>в) внутрішньої інформації;</i> |
| <i>б) поточної інформації;</i> | <i>г) усіх вищезазначених видів інформації.</i> |



Ключові слова, нові терміни

- *теорія адаптивних сподівань;*
- *теорія перспективних сподівань;*
- *теорія ефективності ринку;*
- *первинний, вторинний та третинний ринки;*
- *арбітражна теорія.*

Розділ 6

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

КОНЦЕПЦІЯ ЦІНОУТВОРЕННЯ НА Ф'ЮЧЕРСНИХ РИНКАХ

Будь-яка ціна – це миттєва згода щодо цінності ринку, досягнута біржовим натовпом і підтверджена фактом угоди. Ціна – явище психологічне. Це миттєва точка рівноваги між гравцями на підвищення та падіння... Ціна – лідер біржового натовпу.

О. Елдер, біржовий трейдер

A**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 виключно за умови функціонування строкових ф'ючерсних (futures) ринків.

На ринках чистої конкуренції, до яких належать основні 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 10-15 років 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).

Сучасні зарубіжні економісти¹ цінову змінність характеризують такими трьома показниками, як діапазон зміни ціни, швидкість зміни та частота. Всі сучасні ринки є нестабільними, причому відзначаються значними за величиною та амплітудою ціновими коливаннями, які час від часу викликають відчутні потрясіння на світових ринках. Наприклад, різке підвищення цін на нафту до рівня \$30 за барель з кінця 1999 р. спричинило дестабілізацію на всіх товарних та фінансових ринках навіть у благополучних США, що спонукало особисто президента Клінтона займатися вирішенням питання про збільшення її видобутку країнами ОПЕК.

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 ціновими та курсовими ризиками на ринку цін в умовах відсутності вертикального структурування ринків на товари й активи з негайною

¹ Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –784с.

поставкою та ринок прогнозних цін на товари й активи з поставкою в майбутньому практично неможливо.

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.

Познайомимось з основними концепціями ціноутворення на сучасних спотових та ф'ючерсних ринках основних активів. Як вказувалося нами 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, більше 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.

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.

Успіхи при застосуванні цих теорій на практиці вражають, 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 90-х років у колишньому СРСР були перекладені з англійської мови окремі праці Дж.М. Кейнса та Дж. Гікса, на які ми уже посилалися 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. Шарпа², праці інших названих авторів не перекладалися.

² Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Інвестиції: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –1024с.

Враховуючи вище сказане, коротко зупинимось на еволюції розвитку теорій ціноутворення на строкових (ф'ючерсних) ринках.

Ми вже відзначали 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.М. Кейнса, Дж. Гікса. На цьому фоні помітною подією стала монографія Г. Гофмана, у якій вперше зроблено спробу ґрунтовно дослідити ф'ючерсну торгівлю на організованих товарних ринках (біржах) США.

Сучасний російський дослідник строкових ринків А.Н. Буренін³ звернув увагу на особливість робіт Дж.М. 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.М. Кейнс⁴, а за ним і Дж. Гікс⁵ визначили роль спекулянтів та хеджерів (продавців та покупців товарів, в основному валюти) для процесів прогнозування майбутніх спотових курсів валют та страхування (хеджування) курсових ризиків за допомогою ф'ючерсних контрактів з валютою. Саме Дж.М. Кейнс підкреслив, що ф'ючерсна ціна виконує роль одного із 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.М. 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.

³ Буренін А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. –М.: ИНФРА-М, 1996. –368с.

⁴ Keynes J.M. A Treatise on Money, vol. 2, London. –1930.

⁵ Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал. Пер. с англ. –М.: Издательская группа “Прогресс”, “Универс”, 1993. –С.244.

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.

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 часу, 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 вимог 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% вартості контрактів, втрати та виграші 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.

Нами уже 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 в 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 в свою чергу може звужуватися або розширюватися, тобто на різниці між спотовими та ф'ючерсними цінами, які можуть зменшуватися 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. Калдор⁶ вперше назвав їх *арбітражерами*, а в цілому 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 в надії отримання доходів від своєї кращої, ніж у 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 ще у 40-х роках ХХ-го століття.

⁶ Kaldor H. Speculation and Economic Stability Review of Economic Studies. –№7. –1939.

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. До речі, за умови визначеності ф'ючерсна ціна повинна відрізнятися від спотової на величину позичкового процента та ціну доставки. Ціна доставки в свою чергу включає витрати на зберігання, знецінення товару впродовж часу за мінусом доходності:

$$S_f - S = i + c - q + r,$$

де S_f – сподівана ціна спот;

S – ціна спот;

i – позичковий процент;

c – ціна доставки;

q – гранична доходність від володіння запасами реальних товарів;

r – гранична премія за ризик.

Тобто, сподівана спотова ціна відрізняється від поточної на величину премії за ризик, яка в свою чергу є зростаючою функцією від спекулятивних запасів. Н. Калдором також було визначено межі, в яких має знаходитися ф'ючерсна ціна. Для цього він використовує запропоновані Дж.М. 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, сам Н. Калдор вважав, що робити припущення про однакові сподівання учасників ф'ючерсної торгівлі не реалістично, вони можуть суттєво відрізнятися. В реальній ринковій ситуації кожного конкретного дня ці сподівання можуть призвести 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 падіння.

Саме різні за напрямками сподівання лежать в основі 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 в 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, в 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. Буренін⁷, який вперше серед економістів країн колишнього СРСР досліджував проблеми функціонування строкових ринків зарубіжжя. Проте об'єктами його досліджень були в основному похідні фінансові інструменти, а до теорій строкових ринків він звертається для обґрунтування необхідності запровадження таких ринків для Росії.

§ 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 вірні 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. Фама⁸.

Інформація для процесу ціноутворення є основним джерелом, її поділяють на *минулу й поточну, або теперішню та внутрішню*. Для строко-

⁷ Буренін А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. –М.: 1-ая Федеративная Книготорговая Компания, 1998. –352 с.

⁸ Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Evidence //Journal of Finance. –1970.

вих 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 служать 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 уже 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 найефективнішими щодо інформації, у неї є багато послідовників. До них можна віднести Дж. Барнса, Б. Ямейя, Х. Воркінга⁹.

Так Дж. Барнс вважає, що ринок передбачає способи проведення ділових операцій (трансакцій) та деякі засоби збирання та розповсюдження інформації щодо умов здійснення цих операцій. Обидва аспекти ринку, трансакції та інформація достатньо взаємопов'язані. Економічному попиту на операції передує попит на інформацію, в той же час попит на операції сприяє зростанню попиту на інформацію.

⁹ Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading Edited Manfred E. Streit, Florence, 1983. –324p.

Характеризуючи ефективність ринку, 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.

Робота 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'ючерсних цін.

Для української економіки гострою необхідністю є встановлення прозорих, зрозумілих для учасників правил гри на всіх ринках. Ф'ючерсний 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 сегменту на товарних сировинних та фінансових ринках призвела до того, що у нас в 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 та 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 крупними торговцями (трейдерами). Останні змогли би частину коштів використати на організацію строкових (ф'ючерсних) ринків, тобто створити попит на ці контракти (як хеджери з метою захисту своїх запасів від небажаних змін цін в майбутньому або спекулятивний попит в 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 крупні трейдери, тобто відсутні реальні кошти, за допомогою яких і можна створити власне ф'ючерсні ринки.

Основні ф'ючерсні ринки в країнах ринкової економіки розвивалися на основі базових спотових з певним часовим проміжком, починаючи від ринків сільськогосподарських товарів, промислової сировини, в

основному нафти та продуктів її переробки, кольорових і коштовних металів. Цей процес відбувався впродовж 150-ти років. Але, як уже зазначалося, в останні п'ятнадцять років спостерігався вибуховий розвиток строкового сегменту фінансового ринку. Там з'явилося багато форвардних, ф'ючерсних та опціонних контрактів на фондові інструменти, відсоткові ставки, депозитні сертифікати, казначейські векселі й облигації, іноземну валюту 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 не раціональними. 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 ринку¹⁰. 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. Тут маємо на увазі уже згадуваний вище хеджфонд *"Long-Term Capital Managment"*, який консультували лауреати

¹⁰ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. –С.11.

Нобелівської премії 1997 р., отриманої за роботу 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. втратив \$85 млрд. До процесу рятування його від банкрутства вперше за всю новітню історію долучилася Резервна Федеральна система США, намагаючись не допустити втрати довіри вкладників до банківської системи¹¹.

Сучасні концепції ціноутворення на ф'ючерсних ринках будуються на моделі Л. Телсера¹² та арбітражних теоріях. Згідно з моделлю Телсера ф'ючерсна ціна визначається спекулянтами, тобто залежить від їхніх сподівань та ступеня реалізації цих сподівань. Арбітражні теорії стверджують, що при наявності налагодженої інфраструктури та в цілому фінансового ринку, на якому можна швидко розміщати й позичати кошти, ф'ючерсна ціна буде визначатися арбітражерами. До того ж через 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. В той же час хеджери також будуть впливати на ф'ючерсну ціну, тобто при значному переважанні хеджерів-продавців на ринку – будуть зростати ціни і навпаки – ціни падатимуть 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 більше 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 строкові ринки, як товарні, так і фінансові, тобто ми не маємо часу повторювати шлях, який пройшли ф'ючерсні ринки в США та Європі, від товарних сировинних до фінансових.

¹¹ Сохацька О.М. Ретроспектива та перспектива державного регулювання ф'ючерсних ринків // Економіка і управління. Науковий журнал. –2000. –№1. –С.23-29.

¹² Telser L.G. Why there are Organized Futures Market's. Journal of Law and Economics. –1981.

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 в 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 цінових та курсових ризиків, застосування новітніх стратегій управління фінансовими ризиками. Учасники ринків використовують кілька концепцій ціноутворення, які розвиваються та збагачується 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, більше того, 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, в 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 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 вірні 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?



Посилання і рекомендована література

1. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия. Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –784с.
2. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –1024с.
3. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. –М.: ИНФРА-М, 1996. –368с.
4. Keynes J.M. A Treatise on Money, vol. 2, London. –1930.
5. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. –М.: Издательская группа «Прогресс», «Универс», 1993. –С.244.
6. Kaldor H. Speculation and Economic Stability Review of Economic Studies, №7, 1939.
7. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. –М.: 1-ая Федеративная Книготорговая Компания, 1998. –352 с.
8. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Evidence // Journal of Finance. –1970.
9. Futures Markets Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading Edited Manfred E. Streit, Florence, 1983. –324p.
10. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –С.11.
11. Сохаська О.М. Ретроспектива та перспектива державного регулювання ф'ючерсних ринків //Економіка і управління. –2000. –№1. –С.23-29.
12. Telser L.G. Why there are Organized Futures Market's //Journal of Law and Economics. –1981.
13. Сохаська О.М. Концептуальні засади ціноутворення на ф'ючерсних ринках // Банківська справа. –2000. –№5. –С.29-32, 63.
14. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже: Психология. Технический анализ. Контроль над риском. –М.: Диаграмма, 2001. –345с.



Тести для перевірки знань до розділу 6

1. Волатильність – це:

- | | |
|--------------------------------|-----------------------------|
| <i>а) цінова стабільність;</i> | <i>в) ціновий шок;</i> |
| <i>б) цінова змінність;</i> | <i>г) цінова рівновага.</i> |

2. Волатильність характеризується такими показниками:

- | | |
|--|--|
| <i>а) амплітуда цінових коливань;</i> | <i>в) швидкість зміни ціни в часі;</i> |
| <i>б) наявність значних відхилень цін;</i> | <i>г) діапазон зміни ціни, швидкість, частота.</i> |

3. Фундаторами теорії строкових ринків та процесу ціноутворення на них є:
- a) В. Шарп, Г. Марковіц;
 - б) Г. Блан, Г. Гофман;
 - в) Дж.М. Кейнс, Дж. Гіке;
 - г) А. Маршал, Дж.М. Кейнс.
4. При падінні цін виграє спекулянт, який на ф'ючерсній біржі відкрив позицію:
- a) long (довгу);
 - б) shot (коротку);
 - в) хеджера;
 - г) арбітражера.
5. При зростанні цін виграє спекулянт, який на ф'ючерсній біржі відкрив позицію:
- a) long (довгу);
 - б) shot (коротку);
 - в) хеджера;
 - г) арбітражера.
6. Спекулянти можуть спекулювати:
- a) на базисі та спреді;
 - б) лише на базисі;
 - в) лише на спреді;
 - г) на тенденціях зміни цін у майбутньому.
7. Ефективність ринку характеризується:
- a) трансакційними витратами, ліквідністю, ціновою ефективністю;
 - б) ринковою ліквідністю;
 - в) швидкістю реагування на інформацію;
 - г) рівнем визначення ціни конкурентними силами.
8. Величина премії за ризик є:
- a) 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:
- a) нижчою від сподіваної спотової;
 - б) рівною сподіваній спотовій;
 - в) перевищувати сподівану спотову;
 - г) рівною ф'ючерсній.
10. На ринку “ведмедів” ф'ючерсна ціна буде:
- a) нижчою від сподіваної спотової;
 - б) рівною сподіваній спотовій;
 - в) перевищувати сподівану спотову;
 - г) рівною ф'ючерсній.
11. Ф'ючерсна ціна відрізняється від спотової на:
- a) величину витрат на страхування товару і премії за ризик;
 - б) величину знецінення товару за час зберігання;
 - в) величину позичкового відсотку та ціну доставки;
 - г) величину витрат на зберігання.

12. Концепція ціноутворення на ф'ючерсних ринках базується на:

- | | |
|-------------------------------------|---------------------------------------|
| <i>а) сподіваннях спекулянтів;</i> | <i>в) сподіваннях хеджерів;</i> |
| <i>б) сподіваннях арбітражерів;</i> | <i>г) сподіваннях всіх учасників.</i> |

13. Джордж Сорос є творцем теорії:

- | | |
|---------------------------------|-------------------------------|
| <i>а) динамічної рівноваги;</i> | <i>в) рефлексивності;</i> |
| <i>б) ринкової рівноваги;</i> | <i>г) ефективності ринку.</i> |

14. В межах “арбітражного” коридору ф'ючерсна ціна формується:

- | | |
|--------------------------|---|
| <i>а) спекулянтами;</i> | <i>в) хеджерами;</i> |
| <i>б) арбітражерами;</i> | <i>г) всіма вищеназваними учасниками.</i> |

15. Для прогнозування майбутніх цін в Україні необхідне:

- | | |
|---|---|
| <i>а) формування інформаційного поля;</i> | <i>в) створення класу хеджерів;</i> |
| <i>б) створення класу спекулянтів;</i> | <i>г) створення класу арбітражерів.</i> |



Ключові слова, нові терміни

- *волатильність;*
- *кліринг;*
- *базис;*
- *спред;*
- *сподівана спотова ціна.*
- *маржа;*
- *депозит;*

Розділ 7

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

Фундаментальний аналіз біржових цін та курсів

Фундаментальні аналітики вивчають всю інформацію, яка стосується фундаментальних економічних взаємозв'язків – попиту та пропозиції, які в кінцевому рахунку визначають всі ціни.

Дж. Маршалл, фінансовий інженер

A**Теоретична частина**

- *Суть фундаментального аналізу*
- *Фундаментальний аналіз на сировинних ф'ючерсних ринках*
- *Особливості здійснення фундаментального аналізу на фондових ринках*
- *Фундаментальний аналіз на ф'ючерсних ринках*

§ 7.1.

**Суть фундамен-
тального аналізу**

У винесеному в епіграф вислові Джона Маршала, професора фінансів у Школі бізнесу Сент-Джонського університету (штат Нью-Йорк), виконавчого директора Американської асоціації фінансових інженерів¹ досить повно охарактеризовано фундаментальний аналіз, який застосовує одна із груп біржових трейдерів. *Фундаментальні аналітики вивчають всю інформацію стосовно певного ринку.* Вони намагаються визначити вплив всіх можливих факторів на процес формування попиту та 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 із аналізу цієї інформації, вони намагаються визначити ринкові ціни. *Якщо теперішня ціна активу є нижчою від тієї, що прогнозує фундаментальний аналітик, то мова йде про недооцінений актив (undervalued), якщо навпаки – актив вважається переоціненим (overvalued).* В результаті такого аналізу фундаментальні аналітики радять купувати недооцінені активи та продавати переоцінені.

Фінансові та товарні ринки, в т.ч. ф'ючерсні, вимагають від учасників високого рівня фахової підготовки. Фінансисти корпорацій, аналітики і торговці фінансових інститутів, таких як банки, інвестиційні фонди і компанії, трасти, брокери-хеджери та біржові спекулянти – щоденно приймають безліч рішень про купівлю-продаж різних фінансових та матеріальних активів. Для зменшення ризику таких операцій та отримання очікуваних прибутків від своїх вкладень кожен з них має знати й уміти аналізувати цілий ряд факторів, які впливають на ринкові ціни та курси і породжують тенденції зростання чи зниження.

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 в основному 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

¹ Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –261с.

банків та інституційних інвесторів застосовують лише два із трьох можливих методів аналізу, що використовуються на західних ринках.

В цілому в країнах розвиненого ринку поширені три методи аналізу, а саме:

- фундаментальний аналіз ринку;
- технічний;
- інтуїтивний.

В Україні започатковано використання фундаментального аналізу лише на фондовому ринку та ринку банківських кредитів, який використовують на практиці експертно-оціночні фірми та аналітичні відділи інвестиційних фондів із зарубіжним капіталом. В основному на цих ринках учасники використовують інтуїтивний підхід, який не завжди дозволяє правильно оцінити інвестиційні якості цінних паперів або вартість застави.

Технічний аналіз майже не використовується, оскільки для його успішного застосування необхідно мати значну кількість даних про ціни та обсяги торгів на постійних ринках, які в Україні лише починають своє становлення.

Фундаментальний аналіз вивчає зміну цін на макрорівні та вдосконалюється з розвитком прикладної економіки. 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 передбачити майбутні коливання цін і курсів.

Методи фундаментального аналізу є досить 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 досить достовірним.

На ринках сировини, капіталу та валюти є декілька видів цін. Як правило, всі вони щоденно публікуються у періодичних економічних видан-

нях. 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 потрібна можливість проводити аналіз потенціалу 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 на основних товарних та фінансових ринках.

Оцінки та прогнози ринкової ситуації необхідні для регулювання комісійних відрахувань, відсоткових ставок, формування портфеля замовлень, хеджування ризиків.

У США, наприклад, корпорації Доу-Джонса, Стандарт енд Пуерз тощо щоденно визначають і публікують зведені ринкові індекси, які характеризують в цілому динаміку розвитку світових фондового, валютного та товарного ринків. Так, на першій сторінці рубрики “Гроші та інвестування” в газеті “The Wall Street Journal Europe” графічно подається зміна індексів провідних фондових бірж, курсів державних облігацій, крос-курсів основних валют, рівня європейських відсоткових ставок від місячних до річних, а також ціни на золото, срібло, нафту тощо. Аналогічна інформація розміщується на веб-сайтах бірж, інформаційних та аналітичних агентств і фірм. Схожі рубрики мають європейські економічні й фінансові видання.

Приклад таких публікацій подається на рис. 7.1, 7.2, 7.3.

На рисунку 7.1 вказано динаміку зміни основних індексів європейського (Dow Jones STOXX 50), азіяського (Nikkei 225) і американського (DJ Industrial Average) фондового ринків впродовж року. Окремо показано зміни доходу на німецьку десятирічну облігацію та казначейську облігацію США за цей же період. Проілюстровано зміну валютних курсів долара США та британського фунта стерлінгів до євро та динаміку зміни вартості зведеного товарного ф'ючерса на нафту Лондонської міжнародної нафтової біржі (ICE) та золота на Нью-Йоркській товарній біржі (NYMEX).

Рис. 7.1.

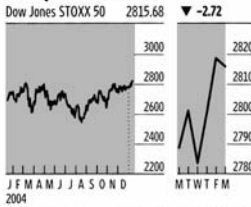
Щоденник ринку

MONEY & INVESTING

THE WALL STREET JOURNAL EUROPE

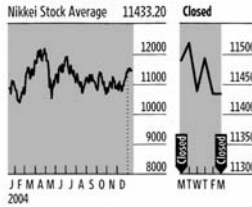
Markets Diary/Trading for Monday, January 10, 2005

European Markets



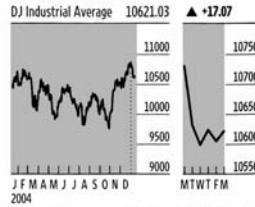
INDEX	CLOSE	NET CHG	% CHG	52-WEEK % CHG	YTD % CHG
DJ STOXX 50	2815.68	-2.72	-0.10	+4.71	+1.47
FTSE 100	4840.7	-13.4	-0.28	+8.79	+0.55
Xetra DAX	4307.37	-9.03	-0.21	+7.79	+1.23
CAC-40	3877.82	-0.14	...	+8.92	+1.48

Asian Markets



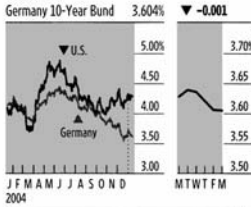
INDEX	CLOSE	NET CHG	% CHG	52-WEEK % CHG	YTD % CHG
Nikkei Stk. Avg.	11433.24	Closed	...	+ 4.27	-0.48
Hang Seng	13531.39	-63.47	-0.32	+ 1.34	-4.91
Singapore STI	2089.68	+ 4.10	+0.20	+13.42	+1.14
Shanghai E	78.478	-0.075	-0.10	-30.73	+3.74

U.S. Markets



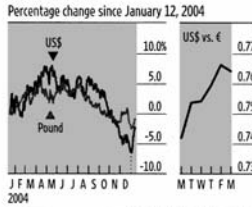
INDEX	CLOSE	NET CHG	% CHG	52-WEEK % CHG	YTD % CHG
DIA	10621.03	+17.07	+0.16	+1.30	-1.50
S&P 500	1190.24	+ 0.05	+0.34	+5.59	-1.79
Nasdaq Comp.	2097.04	+ 8.43	+0.40	-0.70	-3.60
Russell 2000	617.73	+ 4.52	+0.74	+5.96	-5.19

Bonds



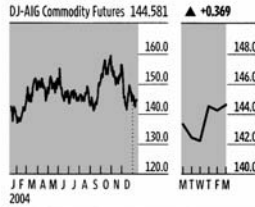
ISSUE	LAST	COUPON	CHANGE	YIELD	PREV YIELD
German 10-year	101.240	3.750	+0.010	3.604	3.605
U.S. 10-year	99.786	4.250	+0.094	4.279	4.291
U.K. 10-year	103.700	5.000	+0.040	4.516	4.521
Japan 10-year	99.956	1.400	Closed	1.405	...

Currencies



CURRENCY	LATE NY	LATE FRI	DAY'S HIGH	DAY'S LOW
U.S. dollar (in euros)	0.7640	0.7661	0.7620	0.7663
British pound (in euros)	1.4335	1.4326	1.4290	1.4347
Swiss franc (in euros)	0.6463	0.6465	0.6457	0.6472
Japanese yen (per euro)	136.36	136.94	137.05	136.28

Commodities



COMMODITY	CLOSE	CHANGE	FRI	YR. AGO
DJ-AIG Commodity Futures	144.581	+0.369	144.212	142.310
Brent Crude (WPE), bbl.	\$ 42.92	- 0.26	\$ 43.18	\$ 38.76
U.S. Sweet Crude (Blymes), bbl.	\$ 45.33	- 0.10	\$ 45.43	\$ 36.72
Gold (Comex), troy oz.	\$419.10	+ 0.20	\$418.90	\$426.30

Крос-курси валют та відсоткові ставки на 10 січня 2005 р.



CURRENCIES

KEY CURRENCY CROSSRATES

3pm New York Trading, January 10, 2005

	USD	GBP	CHF	SEK	RUB	NOK	JPY	ILS	EUR	DKK	SGD	HKD
Australia	1.1380	2.4277	1.1148	1.9607	0.0474	0.2096	0.0127	0.3017	1.2752	0.2319	1.0708	...
Canada	1.2218	2.2921	1.0314	0.1136	0.0409	0.1943	0.0117	0.2796	1.5991	0.2149	...	...
Denmark	5.6847	12.4648	6.0482	0.2044	0.0062	0.2046	...	3.0111	7.4807	...	4.6529	4.1130
Euro	0.7640	1.4313	0.6462	0.1186	0.0275	0.1215	0.0073	0.1749	...	0.1340	0.6253	0.5796
Japan	4.3093	9.1969	3.6956	0.6222	0.1571	0.6949	0.0420	...	57.139	0.7686	1.5762	3.1149
Israel	104.135	195.362	88.0793	15.8622	1.7445	16.5620	...	23.8136	136.302	10.1205	65.243	79.002
Norway	6.2073	11.7951	5.3179	0.9998	0.0281	...	...	0.6796	5.4796	0.2204	1.1066	1.5462
Russia	27.8100	52.1730	25.5219	1.0241	...	4.4232	0.2671	0.3649	36.4005	4.0272	22.7824	21.9994
Sweden	6.9109	12.9652	5.8453	...	0.2485	1.0992	0.0664	1.5817	9.0457	1.2157	5.6566	5.2483
Switzerland	1.1623	2.2411	...	0.1711	0.0425	0.1800	0.0114	0.2706	1.5475	0.2080	0.9677	0.8979
U.S.	0.5730	...	0.4658	0.1071	0.0192	0.0048	0.0051	1.1220	0.0177	0.0958	0.4583	0.4044
U.S.	...	1.0741	0.4858	0.1647	0.0360	0.1391	0.0096	0.2209	1.3809	0.1979	0.8185	0.7587

MARKET SECTORS

DJ STOXX Sectors

SECTOR (in euros)

SECTOR	INDEX	CHG	% CHG
Automobiles & Parts	201.75	-0.21	-0.10
Banks	361.97	-0.21	-0.06
Basic Resources	289.27	+0.91	+0.32
Chemicals	244.29	-0.56	-0.23
Construction & Materials	214.87	+0.39	+0.18
Financial Services	257.50	+0.51	+0.20
Food & Beverage	212.80	-0.82	-0.38
Health Care	335.14	-0.52	-0.15
Industrial Goods & Services	212.88	+0.67	+0.32
Insurance	177.58	+0.55	+0.31
Media	230.44	+0.47	+0.21
Oil & Gas	301.08	-0.28	-0.09
Personal & Household Goods	207.07	-0.62	-0.30
Retail	216.68	+0.25	+0.12
Technology	228.41	+0.59	+0.26
Telecommunications	304.77	-2.13	-0.70
Travel & Leisure	215.17	-0.31	-0.14
Utilities	302.03	-1.51	-0.50

U.S. Market Sectors

SECTOR (in U.S. dollars)

SECTOR	INDEX	CHG	% CHG
Automobile & Parts	254.19	-0.64	-0.25
Banks	502.65	+1.28	+0.06
Basic Resources	201.92	+0.47	+0.23
Chemicals	205.68	-1.02	-0.50
Construction & Materials	257.32	+1.11	+0.43
Financial Services	535.93	+0.48	+0.09
Food & Beverage	240.30	+2.01	+0.85
Health Care	293.40	+2.59	+0.89
Industrial Goods/Svc	202.68	+0.45	+0.16
Insurance	304.31	+1.21	+0.32
Media	324.84	+1.37	+0.42
Oil & Gas	310.37	+2.13	+0.69
Personal & Household Goods	315.61	+3.85	+1.23
Retail	341.99	+1.48	+0.44
Technology	401.76	+1.09	+0.27
Telecommunications	133.13	-1.01	-0.75
Travel & Leisure	322.58	-2.12	-0.65
Utilities	133.31	-0.56	-0.42

Dow Jones Global Sector Titans

SECTOR (in U.S. dollars)

SECTOR	INDEX	CHG	% CHG
Automobile & Parts	263.79	+0.62	+0.23
Banks	121.95	-0.30	-0.25
Basic Resources	161.88	+0.83	+0.52
Chemicals	232.52	-0.65	-0.28
Construction & Materials	139.66	+0.64	+0.46
Financial Services	321.71	+0.85	+0.26
Food & Beverage	223.49	+0.75	+0.34
Health Care	278.46	+1.47	+0.53
Industrial Goods/Svc	207.73	+0.45	+0.22
Insurance	235.93	-1.28	-0.54
Media	263.92	+2.24	+0.86
Oil & Gas	292.52	+1.61	+0.55
Personal & Household Goods	303.75	+2.10	+0.70
Retail	263.46	+1.69	+0.64
Technology	452.85	+2.02	+0.45
Telecommunications	212.48	-0.93	-0.46
Travel & Leisure	207.49	-0.46	-0.22
Utilities	106.86	+0.28	+0.27

WORLD VALUE OF THE EURO AND U.S. DOLLAR

COUNTRY (CURRENCY)	EUR	USD	COUNTRY (CURRENCY)	EUR	USD	COUNTRY (CURRENCY)	EUR	USD
Albania (Leu)	127.560	97.3100	Algeria (Dinar)	0.0169	0.5375	Armenia (Dram)	4.2024	1.3505
Algeria (Dinar)	94.689	72.5000	Andorra (Escudo)	166.638	1.66638	Australia (Dollar)	0.7040	1.0000
Angola (New Kwanza)	112.457	85.9124	Armenia (Dram)	4.2024	1.3505	Austria (Euro)	1.0000	1.0000
Argentina (Peso)	1.3825	2.961	Armenia (Dram)	4.2024	1.3505	Azerbaijan (Manat)	1.7000	1.7000
Armenia (Dram)	4.2024	1.3505	Australia (Dollar)	0.7040	1.0000	Bahrain (Dinar)	0.3760	0.3760
Australia (Dollar)	0.7040	1.0000	Bangladesh (Taka)	1.0000	1.0000	Bangladesh (Taka)	1.0000	1.0000
Azerbaijan (Manat)	1.7000	1.7000	Barbados (Dollar)	1.0000	1.0000	Barbados (Dollar)	1.0000	1.0000
Bahrain (Dinar)	0.3760	0.3760	Belgium (Euro)	1.0000	1.0000	Belize (Dollar)	1.0000	1.0000
Bangladesh (Taka)	1.0000	1.0000	Belize (Dollar)	1.0000	1.0000	Bermuda (Dollar)	1.0000	1.0000
Barbados (Dollar)	1.0000	1.0000	Bermuda (Dollar)	1.0000	1.0000	Bhutan (Ngultrum)	1.0000	1.0000
Belize (Dollar)	1.0000	1.0000	Bhutan (Ngultrum)	1.0000	1.0000	Bolivia (Boliviano)	1.0000	1.0000
Bermuda (Dollar)	1.0000	1.0000	Bolivia (Boliviano)	1.0000	1.0000	Bosnia (Convertible Mark)	1.0000	1.0000
Bhutan (Ngultrum)	1.0000	1.0000	Bosnia (Convertible Mark)	1.0000	1.0000	Brazil (Real)	0.2000	0.2000
Bolivia (Boliviano)	1.0000	1.0000	Brazil (Real)	0.2000	0.2000	Brunei (Dollar)	1.0000	1.0000
Bosnia (Convertible Mark)	1.0000	1.0000	Brunei (Dollar)	1.0000	1.0000	Bulgaria (Lev)	1.0000	1.0000
Brazil (Real)	0.2000	0.2000	Bulgaria (Lev)	1.0000	1.0000	Canada (Dollar)	0.7040	1.0000
Brunei (Dollar)	1.0000	1.0000	Canada (Dollar)	0.7040	1.0000	Cambodia (Riel)	1.0000	1.0000
Bulgaria (Lev)	1.0000	1.0000	Cambodia (Riel)	1.0000	1.0000	Cape Verde (Escudo)	1.0000	1.0000
Canada (Dollar)	0.7040	1.0000	Cape Verde (Escudo)	1.0000	1.0000	Cayman Islands (Dollar)	1.0000	1.0000
Cambodia (Riel)	1.0000	1.0000	Cayman Islands (Dollar)	1.0000	1.0000	Central African Rep (CFA Franc)	1.0000	1.0000
Cape Verde (Escudo)	1.0000	1.0000	Central African Rep (CFA Franc)	1.0000	1.0000	Chad (CFA Franc)	1.0000	1.0000
Cayman Islands (Dollar)	1.0000	1.0000	Chad (CFA Franc)	1.0000	1.0000	Chile (Peso)	1.0000	1.0000
Central African Rep (CFA Franc)	1.0000	1.0000	Chile (Peso)	1.0000	1.0000	China (Yuan)	1.0000	1.0000
Chad (CFA Franc)	1.0000	1.0000	China (Yuan)	1.0000	1.0000	Colombia (Peso)	1.0000	1.0000
Chile (Peso)	1.0000	1.0000	Colombia (Peso)	1.0000	1.0000	Costa Rica (Colón)	1.0000	1.0000
China (Yuan)	1.0000	1.0000	Costa Rica (Colón)	1.0000	1.0000	Croatia (Kuna)	1.0000	1.0000
Colombia (Peso)	1.0000	1.0000	Croatia (Kuna)	1.0000	1.0000	Cuba (Peso)	1.0000	1.0000
Costa Rica (Colón)	1.0000	1.0000	Cuba (Peso)	1.0000	1.0000	Cyprus (Euro)	1.0000	1.0000
Croatia (Kuna)	1.0000	1.0000	Cyprus (Euro)	1.0000	1.0000	Czech Republic (Koruna)	1.0000	1.0000
Cuba (Peso)	1.0000	1.0000	Czech Republic (Koruna)	1.0000	1.0000	Denmark (Krone)	6.4634	1.0000
Cyprus (Euro)	1.0000	1.0000	Denmark (Krone)	6.4634	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000
Czech Republic (Koruna)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000
Denmark (Krone)	6.4634	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000
Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000
Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000
Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000
Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000	Dominican Rep (Peso)	1.0000	1.0000

1=parallel, 2=Russian Central Bank rate, c=commercial, f=free-market, g=government rate, f-financial, p=prebated as of Jan. 1, 2005, m=market, s=official.

Рис. 7.3.

Європейські фондові ринки станом на 10.01.2005 р.

THE WALL STREET JOURNAL

Trading for Monday, January 10, 2005

EUROPEAN MARKETS

Top 20 Best Performing European Stocks

In the Dow Jones Indexes universe; ranked by % change, in local currency terms

STOCK (COUNTRY)	CLOSE	CHG	% CHG	STOCK (COUNTRY)	CLOSE	CHG	% CHG
MarionParfum (FR)	17.48	+ 1.58	+9.9	Synthes (SZ)	131.80	+ 5.20	+4.1
StoltNielsen (NW)	190.00	+13.50	+7.6	JohnLaing (UK)	261.25	+10.25	+4.1
Aixtron (GR)	3.73	+ 0.25	+7.2	Gambroq (SW)	103.50	+ 4.00	+4.0
Cappemini (FR)	24.92	+ 1.54	+6.6	AltraTechn (FR)	8.53	+ 0.33	+4.0
DimData (UK)	39.25	+ 2.00	+5.4	TheiLog (GR)	4.84	+ 0.18	+3.9
Oriflame Cosmetics (SW)	154.00	+ 7.50	+5.1	Eurotunnel (FR)	0.27	+ 0.01	+3.8
Laurus (NV)	4.25	+ 0.20	+4.9	DassaultSys (FR)	38.61	+ 1.41	+3.8
CNP (FR)	53.70	+ 2.25	+4.4	SEZ (SZ)	27.95	+ 1.00	+3.7
Techem (GR)	28.80	+ 1.15	+4.2	Agfidel (UK)	110.00	+ 3.75	+3.5
UnaxisHldg (SZ)	119.50	+ 4.70	+4.1	KoneOyl B (FI)	60.03	+ 1.97	+3.4

Top 20 Worst Performing European Stocks

In the Dow Jones Indexes universe; ranked by % change, in local currency terms

STOCK (COUNTRY)	CLOSE	CHG	% CHG	STOCK (COUNTRY)	CLOSE	CHG	% CHG
Eidos (UK)	72.00	-14.00	-16.3	AVA Handels (GR)	41.98	- 1.27	-2.9
ExproIntGrp (UK)	340.00	-19.50	-5.4	Hiscox (UK)	166.00	- 5.00	-2.9
NrthnFoods (UK)	164.50	- 7.00	-4.1	SngFrFriedlndr (UK)	269.00	- 8.00	-2.9
WCMBotellgun (GR)	1.20	-0.05	-4.0	Topdanmark (DK)	425.00	-12.50	-2.9
GameGroup (UK)	62.00	- 2.50	-3.9	Vicat (FR)	84.20	- 2.50	-2.9
ConveriumHldg (SZ)	10.80	- 0.40	-3.6	SSL Intl (UK)	322.50	- 9.00	-2.7
WKBDevaldtk (GR)	20.95	- 0.75	-3.5	Unite (UK)	382.50	- 5.00	-2.7
AWDHldgs (GR)	28.30	- 0.97	-3.3	StndChartr (UK)	928.50	-24.50	-2.6
THUS (UK)	14.75	- 0.50	-3.3	BeniStabill (IT)	0.78	- 0.02	-2.5
Eqant (FR)	3.81	- 0.12	-3.1	McCarthy&Stone (UK)	574.50	-15.00	-2.5

DJ Euro STOXX 50

Market Cap. 1.9 trillion Close: 2977.21 ▼ -2.61

% CHG	YTD % CHG	52-WK % CHG	YEAR HIGH	YEAR LOW	P/E
-0.09	+0.88	+6.54	2989.61	2942.69	11.8

ISSUES TRADED: 50 ADVANCES: 21 DECLINES: 28 NEW HIGHS: 3 NEW LOWS: 3 TOTAL VOL: 272,965

Most Active Issues

STOCK	VOLUME	CLOSE	CHG	% CHG
Nokia Oyj	35,073,518	11.91	+0.18	+1.53
BancoSantander	25,828,754	9.01	-0.02	-0.22
DeutscheTel	25,632,842	16.50	-0.28	-1.67
Telefonica	25,009,878	13.88	-0.11	-0.79
BancoBilbao	16,362,572	13.05	-0.03	-0.23

France (CAC-40)

Market Cap. 829.3 billion Close: 3877.82 ▼ -0.14

% CHG	YTD % CHG	52-WK % CHG	YEAR HIGH	YEAR LOW	P/E
-1.48	+8.92	3890.39	3824.05	15	

ISSUES TRADED: 810 ADVANCES: 382 DECLINES: 311 NEW HIGHS: 78 NEW LOWS: 8 TOTAL VOL: 250,341

Most Active Issues

STOCK	VOLUME	CLOSE	CHG	% CHG
Alstom	105,084,238	0.61	-0.01	-1.67
Frifrecom	12,083,471	24.30	-0.58	-2.33
AXA	11,109,796	18.78	+0.45	+2.45
Alkatel	7,009,543	11.17	-0.04	-0.36
Bull	6,095,432	0.52	unch	-

Norway (All-Shares)

Market Cap. 979.1 billion Close: 249.85 ▲ +2.57

% CHG	YTD % CHG	52-WK % CHG	YEAR HIGH	YEAR LOW	P/E
+1.04	-0.92	+34.10	249.85	243.53	15

ISSUES TRADED: 162 ADVANCES: 84 DECLINES: 63 NEW HIGHS: 14 NEW LOWS: 1 TOTAL VOL: n.a.

Most Active Issues

STOCK	VOLUME	CLOSE	CHG	% CHG
Goodtech A	31,574,247	0.60	-0.02	-3.45
Imis Asa	14,972,260	8.55	+0.03	+0.37
Telenor	7,350,040	59.50	-1.25	-2.15
Emtecor	6,835,926	2.96	-0.05	-1.66
Petrolia Drill	6,452,020	0.76	-0.03	-4.11

Portugal (PSI 20)

Market Cap. 46.2 billion Close: 7724.01 ▼ -42.44

% CHG	YTD % CHG	52-WK % CHG	YEAR HIGH	YEAR LOW	P/E
-8.80	-1.63	-12.60	7796.09	7586.94	20

ISSUES TRADED: 46 ADVANCES: 15 DECLINES: 23 NEW HIGHS: 3 NEW LOWS: 0 TOTAL VOL: 42,815

Most Active Issues

STOCK	VOLUME	CLOSE	CHG	% CHG
BCP	14,737,235	2.00	-0.04	-1.96
ElecdePortugal	12,110,538	2.27	-0.02	-0.87
Sonae	7,076,532	1.10	-0.02	-1.79
PrtparlTelcom	3,336,002	9.96	-0.08	-0.88
CarticeiraAmr	1,541,507	1.16	+0.10	+9.43

Spain (IBEX 35)

Market Cap. 413.3 billion Close: 9028.5 ▼ -12.6

% CHG	YTD % CHG	52-WK % CHG	YEAR HIGH	YEAR LOW	P/E
-0.14	-0.58	+13.79	9154.3	7538.7	17

ISSUES TRADED: 159 ADVANCES: 91 DECLINES: 48 NEW HIGHS: 30 NEW LOWS: 12 TOTAL VOL: 219,563

Most Active Issues

STOCK	VOLUME	CLOSE	CHG	% CHG
BancoSantander	25,828,754	9.01	-0.02	-0.22
Telefonica	25,009,878	13.88	-0.11	-0.79
BancoBilbao	16,362,572	13.05	-0.03	-0.23
Jazztel	12,965,285	0.76	-0.01	-1.33
Repsol	7,996,162	18.90	-0.02	-0.11

Результати аналізу широко публікуються і розглядаються в якості реклами для залучення більшої кількості читачів і клієнтів.

Біржові торговці використовують їх для прийняття рішень щодо вибору конкретних активів для інвестування, формування інвестиційних портфелів, хеджування цінових та курсових ризиків тощо.

Отже, **фундаментальний аналіз** – це аналіз, що ґрунтується на фундаментальних уявленнях про взаємодію попиту й пропозиції та основних показниках внутрішньої вартості активів.

§ 7.2.

Фундаментальний аналіз на сировинних ф'ючерсних ринках

Методика здійснення фундаментального аналізу біржової діяльності (в цілому 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, оцінка 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 (СМЕ), для кожної позиції це середньоарифметичне значення максимальних і мінімальних цін за останні 30-60 секунд торгівлі.

Це 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.

Біржові котирування регулярно публікують агентство Рейтер, відповідні біржі, усі провідні західні газети, передусім ділові видання – “Financial Times”, “The Wall Street Journal”, телевізійні агентства CNN, NBC та ін.

В Україні найбільш повну інформацію подають газети “Бізнес”, “Українська Інвестиційна газета”, журнали “Фінанси України”, “Еконо-

міка України”, “Ринок цінних паперів України”, “Фондовый рынок”, бюлетені Інституту банку та інші, в Росії – “Деловой мир”, “Комерсант-Дейли”, “Экономика и жизнь”, “Рынок ценных бумаг”, “Деньги” тощо.

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. За основу фіксації може 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 й 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 вже 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.

Для успішних операцій на ф'ючерсних (строкових) ринках учасники біржових сесій користуються різними методами прогнозування руху цін на ринках. Найбільш відомими і вживаними на ф'ючерсних ринках є саме *фундаментальний (fundamental analysis)* та *технічний (technical analysis)* аналізи.

Фундаментальний, або *загальний аналіз ринку*, репрезентує метод визначення можливих змін ціни або курсу на основі інформації про

попит та пропозицію. Опираючись 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 сільського господарства та продовольства і галузеві інститути Академії сільськогосподарських наук. Однак ці дані використовуються тільки для статистичних звітів та розв'язування питань закупів урядом стратегічних запасів продовольства. З 2000 року ґрунтовний аналіз сільськогосподарського ринку здійснює Держкомстат України. З результатами цього аналізу можна ознайомитися на веб-сайті – www.ukrstat.gov.ua. На рис. 7.4 показано приклад такого аналізу динаміки укладених угод на біржах України за 1 квартал 2006 р.

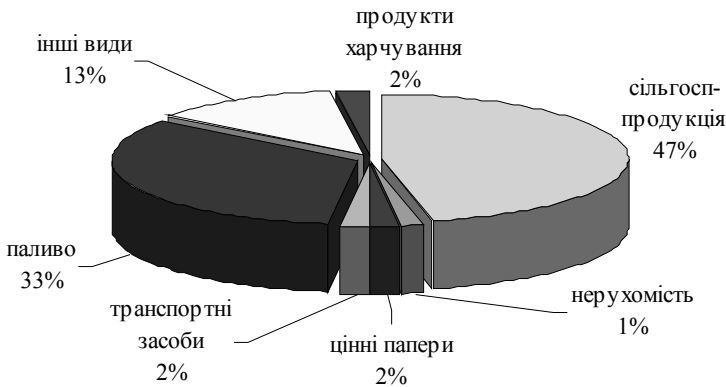
На зарубіжних товарних ф'ючерсних ринках, особливо на ринках сезонної сільськогосподарської сировини, трейдери (спекулянти і хеджери) приймають рішення щодо купівлі-продажу, аналізуючи фундаментальні фактори, що, ймовірно, формують зміни цін. Вони звертаються до аналітиків-фундаменталістів (представників фундаментального аналізу), які після оцінки загальних макроекономічних показників, про які ще буде йти мова, 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 досить 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, поважних щодо кількості та якості інформації, яка публікується в пресі та спеціальних статистичних бюлетнях, завжди перевіряє її. Особливо важливо мати точні відомості стосовно даних про закупки, які збирається зробити уряд.

Рис. 7.4.

Структура укладених угод за товарними групами на біржах України у I кварталі 2006р.



В Україні для виробництва сільськогосподарської продукції точної статистики немає. Не повністю враховується виробництво фермерських, домашніх господарств та імпорт у прикордонних областях. Аналітик повинен враховувати усі ці дані, оскільки лише тоді він зможе точно прогнозувати обсяги пропозиції. Аналогічно слід оцінювати обсяги попиту.

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. Наприклад, у США на п'ять із шести товарів, що продаються на ф'ючерсних ринках, ціни регулюються. Це пшениця, кукурудза, овес, соєві боби та бавовна. 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 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 в цілому на світовому ринку. Так, фахівці Світового банку в кінці ХХ-го 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. Хорн², 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 скидки 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).

§ 7.3.

Особливості здійснення фундаментального аналізу на фондових ринках

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,

² Horn F.F., Fink R.E. Trading in Commodity Futures. –New York: Institute of Finance, 1984. –217p.

що займаються таким аналізом, використовують комп'ютерну техніку, складні економічні моделі, що в свою чергу дозволяють прогнозувати поведінку ринків.

На ринку цінних паперів фундаментальні аналітики визначають, 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 паперу, яку потім порівнюють з ринковим курсом. В окремих випадках аналітик оцінює очікувану доходність цінного паперу за відповідний період, яку порівнює з відповідною доходністю паперів-аналогів. Розмір прогнозованих доходів аналітики визначають через прогноз обсягів продажу, витрат об'єкта інвестування, порівнюючи їх з галузевими або витратами 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 підході 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 не відомий широкому загалові.

Відомий в Україні аналітик фондового ринку Ю. Кравченко досить точно відзначив, що фундаментальний аналіз вивчає причини, які рухають ринком³. Цей автор показує схему проведення фундаментального аналізу на фондовому ринку. Умовно він називає його аналізом **“зверху вниз”** і поділяє на *шість етапів*:

1. Аналіз стану економіки та ринку в цілому.
2. Галузевий або індустріальний аналіз.
3. Регіональний аналіз.
4. Аналіз інвестиційної привабливості об'єктів інвестування.
5. Формування інвестиційної стратегії.
6. Формування інвестиційного портфеля.

Більшість аналітичних фірм визначають і обчислюють індекси в цілому фондового, валютного і товарного ринків.

Стратегічні інвестори, фермери, переробні фірми та хеджери, що їх обслуговують, користуються переважно послугами фундаменталістів. На розвиток подій на фінансових та товарних ринках значно впливають новини, заплановані та очікувані, а також випадкові і несподі-

³ Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг: Курс лекций. –К.: ВИРА-Р, 2002. –С.303.

вані. Наприклад, землетрус в Японії викликав інфляцію японської ієни, війна в Іраку спричинила зростання цін на нафту, а надзвичайно тепла зима 1997-1998 рр., навпаки, викликала їх спад, оскільки у нафтових терміналах нагромадилися великі запаси нафти, не використаної для опалення. Очікування військової операції США проти Іраку у 2002 р. тримає нафтовий ринок у постійній напрузі тощо.

Особливо важливе місце для прогнозування рівня валютних курсів та рівня відсоткових ставок займають новини економічного і політичного характеру. Вони впливають на ціни також на товарних ринках. Представники фундаментального аналізу на першому рівні аналізу використовують три групи факторів:

1. **Показники макрорівня:** дефіцит торговельного балансу, дефіцит платіжного балансу, офіційні облікові ставки, динаміка ВВП, показники зайнятості населення, дані про стан грошової маси (агрегатів M0, M1, M2, M3, M4) та індекс інфляції.
2. **Показники динаміки ринку:** індекс промислового виробництва, обсяги роздрібних продажів, обсяги замовлень, обсяги будівництва житла, продуктивність.
3. **Фактори, що оцінюються в поточному періоді в режимі реального часу:** спотові та форвардні курси валют, ф'ючерсні ціни та опціони, ефективний обмінний курс, відсоткові ставки за депозитами, динаміка курсів державних цінних паперів, динаміка зміни індексів.

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. 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 цим активом у майбутньому. Представник фундаментального аналізу намагається визначити час та розміри майбутніх грошових потоків і, застосовуючи відповідну ставку дисконтування, визначає їх теперішню вартість. Хоча варто зазначити, що в Україні не вироблено єдиних наукових підходів щодо визначення ставки дисконтування для майбутніх грошових потоків, тому зарубіжні методики не завжди можна застосовувати. Потрібне відповідне їх коректування, а це в свою чергу можуть робити лише висококласні аналітики.

Для таких інструментів, як акції, прогнозується приріст їх балансової вартості, розміри дивідендів тощо, визначається майбутній дохід на одну акцію та можливий коефіцієнт дивідендних виплат. Отримавши

інвестиційну вартість акції, аналітик-фундаменталіст порівнює її з ринковим курсом і робить висновки щодо правильності ринкової оцінки інструмента.

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. Ціни на фондовому ринку залежать від обсягів пропонувананих цінних паперів та від кількості капіталу, який у них інвестується. Однак незначні обсяги торгівлі конкретною акцією не завжди свідчать про майбутнє зниження цін на неї. Така акція може просто тимчасово не продаватися інвесторами саме через те, що вони мають інформацію, яка дає їм підстави утриматися від продажу.

В періоди високої кон'юнктури на фондовий ринок прибуває грошова маса, курси цінних паперів зростають. За умови низької кон'юнктури курси цінних паперів падають. Зростання ВВП призводить до збільшення інвестицій у фінансовий ринок, де він розподіляється. Зростання заробітної платні, зменшення податкового тиску, яке призводить до зростання обсягів інвестицій у цінні папери, може бути зведеним нанівець через високий рівень інфляції тощо.

Макроекономічна складова фундаментального аналізу фондового ринку обов'язково включає вивчення:

- методів та шляхів регулювання економіки;
- правових основ інвестиційної діяльності;
- процесів споживання та зберігання;
- кон'юнктури світових товарних ринків, ринків нерухомості, коштовних металів;
- розмірів відсоткових ставок за кредитами.

Після цього аналізують галузь, до якої належить емітент, визначають всі його можливі переваги та слабкі місця відносно інших представників. При цьому в першому випадку аналізують як внутрішні, так і зовнішні ринки, у другому – всіх потенційних конкурентів. Велике значення має також регіональний аналіз. Він проводиться для визначення інвестиційної привабливості регіонів.

Наступним етапом фундаментального аналізу, особливо на ринку корпоративних цінних паперів, є *аналіз господарської та фінансової діяльності емітента*. Аналізується маркетингова ситуація, прогнозуються виторг, витрати, доходи; оцінюється рівень технології,

якість продукції і роботи, ефективність менеджменту; визначаються показники фінансової стійкості, активності, структури капіталу тощо.

Все це дозволяє аналітові досить точно прогнозувати майбутню вартість цінних паперів. Однак він завжди пам'ятає, що будь-яка додаткова інформація про зміни перспектив або самої ринкової ситуації (перевищення попиту над пропозицією або навпаки) може призвести до переоцінки визначення вартості. *Фінансова оцінка емітента* проводиться за такими основними напрямками:

- 1) оборотність активів;
- 2) рентабельність активів;
- 3) ліквідність активів;
- 4) показники фінансової стійкості активів.

§ 7.4.

Фундаментальний аналіз на ф'ючерсних ринках

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, в цілому, 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 чисто психологічного характеру.

Фундаментальний аналіз складається із вивчення та аналізу загально-економічних 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 в 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 ієни.

Здебільшого фундаментальний аналіз є швидше якісним, ніж кількісним аналізом, він дозволяє визначати сигнали про початок певних тенденцій та їх спрямування.

Довгостроковий прогноз цін та курсів (ф'ючерсних) ще складніший. 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 опрацьовувати 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.

Першим кроком до ринку аналітичних послуг в Україні стало об'єднання відповідних фірм в Товариство Фінансових Аналітиків, яке виконує фундаментальний аналіз, щоправда, лише на фондовому ринку України.

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. Ось лише деякі із них: www.eurexchange.com, www.msdcw.com, www.spbfe.futures.ru, www.wsj.com.



Резюме

Фундаментальні аналітики вивчають всю інформацію стосовно 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 із 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 макрорівні. 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 передбачити майбутні коливання цін та курсів.

Фундаментальний аналіз – це аналіз, що ґрунтується на фундаментальних уявленнях про взаємодію попиту та пропозиції і основних показниках внутрішньої вартості активів.

Методика здійснення фундаментального аналізу біржової діяльності в цілому 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. Де можна знайти інформацію з фундаментального аналізу?



Посилання і рекомендована література

1. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –261с.
2. Horn F.F., Fink R.E. Trading in Commodity Futures. –New York: Institute of Finance, 1984. –364р.
3. Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг: Курс лекций. –К.: ВИРА-Р, 2002. – С.303.
4. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –1024с.
5. www.eurexchange.com.
6. www.spbfe.futures.ru.
7. www.msdcw.com.
8. www.wsj.com.
9. The Wall Street Journal Europe.



Тести для перевірки знань до розділу 7

1. Фундаментальний аналіз вивчає:
 - а) ціни та обсяги торгівлі;
 - б) всю інформацію стосовно певного ринку;
 - в) біржові котирування;
 - г) макроекономічні фактори розвитку економіки.
2. За твердженням фундаментального аналізу актив вважається переоціненим, якщо теперішня ціна:
 - а) менша 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 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:

- | | |
|--------------------------------------|-----------------------------------|
| <i>а) сезонну модель;</i> | <i>в) здатність до падіння;</i> |
| <i>б) здатність до швидких змін;</i> | <i>г) здатність до зростання.</i> |

14. Фундаментальний аналіз на фондових ринках складається:

- | | |
|---------------------------|---------------------------|
| <i>а) з двох етапів;</i> | <i>в) з трьох етапів;</i> |
| <i>б) з шести етапів;</i> | <i>г) з п'яти етапів.</i> |

15. Крім аналізу макроекономічних чинників фундаментальний аналіз включає:

- | | |
|---------------------------|----------------------------------|
| <i>а) аналіз галузі;</i> | <i>в) аналіз емітента;</i> |
| <i>б) аналіз регіону;</i> | <i>г) все перераховане вище.</i> |



Ключові слова, нові терміни

- *фундаментальний аналіз;*
- *недооцінений актив;*
- *переоцінений актив;*
- *тренд;*
- *офіційне котирування;*
- *сезонна модель;*
- *аналіз біржової кон'юнктури.*

Розділ 8

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

ТЕХНІЧНИЙ АНАЛІЗ Ф'ЮЧЕРСНИХ ЦІН

Технічний аналіз ринку – це вивчення психології біржового натовпу. Мета технічного аналізу – визначити співвідношення між “биками” та “ведмежями”, щоби зробити ставку на сильнішу групу.

О. Елдер, біржовий трейдер

A**Теоретична частина**

- *Суть технічного аналізу*
- *Засоби технічного аналізу*
- *Основні фігури технічного аналізу*
- *Методи дотримання тренду*
- *Осцилятори*
- *Аналіз показників обсягів торгів*
- *Теорія протилежної думки (теорія динамічної нерівноваги)*

§ 8.1.

Суть технічного аналізу

Технічний аналіз – це дослідження динаміки основних показників ринку за допомогою графічних методів з метою прогнозування майбутніх напрямів їх руху.

Технічний аналіз використовує значна кількість учасників біржових та позабіржових ринків. Успішний біржовий трейдер О. Елдер, який уже згадувався у попередніх розділах, 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”¹. 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*).

О. Елдер підкреслює, 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 відбувається у кінці ХІХ-го століття. Творцем цього напряму аналізу вважається Чарлз Доу – головний редактор газети “The Wall Street Journal”, який вперше використав статистичні методи аналізу часових рядів на ринку акцій. Сучасний технічний аналіз все більше і більше використовує *когнітивну психологію*, за допомогою якої аналітик краще пізнає себе та ринок, що дозволяє 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, але 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 інформації².

¹ Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже: Психология. Технический анализ. Контроль над риском. –М.: Диаграмма, 2001. –С.63.

² Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –601с.

Інформація про щоденні курси акцій, валют, обсяги торгів на ф'ючерсних та опціонних ринках публікується в спеціальних бюлетенях, наприклад, "Daily Stock Price", "Stock Guide", "Bond Guide". Популярністю користуються журнали "Barron's", "Fortune", "Financial Analysts Journal", "Journal of Futures Markets", "Journal of Money", "Credit and Banking", "Investment Dealer's Digest", "Business Week", "Time" тощо.

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.

Найпотужнішими у світі службами фінансової інформації є системи тікерів (біржовий телеграф), що належать корпорації "Dow Jones & Company" і працюють цілодобово в режимі реального часу, та інформаційні агентства "Reuters", "AFX", "Knight Ridder", "Futures World News".

Відображаючи багатогранність сучасного суспільства, інвестиційне середовище зарубіжних фінансових ринків надає необмежені можливості для інвестування. Сьогодні інвестори можуть формувати свої портфелі не лише з акцій та облігацій, що котируються на відомих біржах світу. Вони купують цінні папери невеликих корпорацій, розміщених на всій земній кулі, в т.ч. й у постсоціалістичних країнах. Все поширенішими на зарубіжних ринках стають високодохідні облігації, забезпечені пулом іпотек, векселі із змінною ставкою, свопи, опціони та ф'ючерсні контракти.

Інвестор особисто або через інститут спільного інвестування, 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 ж 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 інструментів.

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 відповідна 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. Техніки 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 50-х років ХХ-го 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, призводить 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 намага-

ються прогнозувати короткострокові зміни цін та курсів і на основі цього прогнозу дають рекомендації щодо часу укладення угоди, конкретного контракту або ринку в цілому. 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. Практично всі технічні аналітики користуються красномовною, але загадковою термінологією, яку нам в Україні потрібно ще вивчити. Наприклад, значне зростання курсу при відносно великих обсягах торгівлі вони характеризують як *нагромадження*, а зниження курсів при великих обсягах торгівлі – як *розподіл*. Якщо на фондовому ринку курси акцій не змінюються протягом значного періоду, то вважається, що акції перебувають у *фазі консолідації*. Курс, за межі якого ціни не піднімаються, називається *рівнем опору*, курс, за межі якого ціни не опускаються, – *рівнем підтримки*.

Джерелами інформації, крім названих вище, служать довідкові й статистичні видання ф'ючерсних та опціонних котирувань світових бірж. Ф'ючерсні котирування відображають всю 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.

Найпопулярнішим інструментом технічних аналітиків є цінові графіки. Побудова графіків зміни цін і курсів є одним із найдавніших й найбільш вдалих методів. Багато графіків використовується фахівцями для виявлення тенденцій ринку та точок зламу трендів. *Тренд* – це тен-

денція (від лат. “*tendentia*” – напрям) або односпрямований рух ціни, що зберігається впродовж певного неперервного періоду часу³. Хоча Е. Найман справедливо зазначає, що можна і необхідно поєднувати відносну випадковість подій на ринку та його періодичну трендовість. Досить обґрунтовано можна стверджувати, що:

- рано чи пізно на ринку з'являється якась тенденція;
- рано чи пізно панівна (домінуюча) тенденція закінчується;
- ніхто не знає точно, коли та на якому рівні розпочнеться або завершиться тенденція.

Ці висновки дозволяють визначити певні правила технічного аналізу. Так, трейдеру необхідно оцінювати напрям панівної (домінуючої) тенденції, її силу та визначати життєвий цикл тренду.

Технічний аналіз ґрунтується на таких постулатах:

- курс або ціна враховує всі фактори: економічні, політичні, психологічні. Ціна – квінтесенція ринку. На думку техніків, досить проаналізувати графіки зміни ціни або курсу, щоб зробити точний прогноз. З цими твердженнями, особливо для коротких проміжків часу (години, дня), погоджуються і практики, і теоретики ринків;
- ціна або курс рухаються тільки в напрямі тренду. Тренди бувають трьох типів:
 - тренд “**бика**” – ціни та курси підвищуються;
 - тренд “**ведмедя**” – ціни та курси знижуються;
 - “**бічний**” тренд (*flat, whipsaw*) – ціни та курси не змінюються. Довгий флет, як правило, передбачає цінову “**бурю**” – різке зростання чи спад цін;
- події повторюються, тобто закони економіки, психології, фізики незмінні протягом значного часу. Саме цей постулат дозволяє з більшою ймовірністю прогнозувати майбутнє на основі аналізу цінових тенденцій у минулому.

На рис. 8.1 подано схематичне зображення всіх видів трендів.

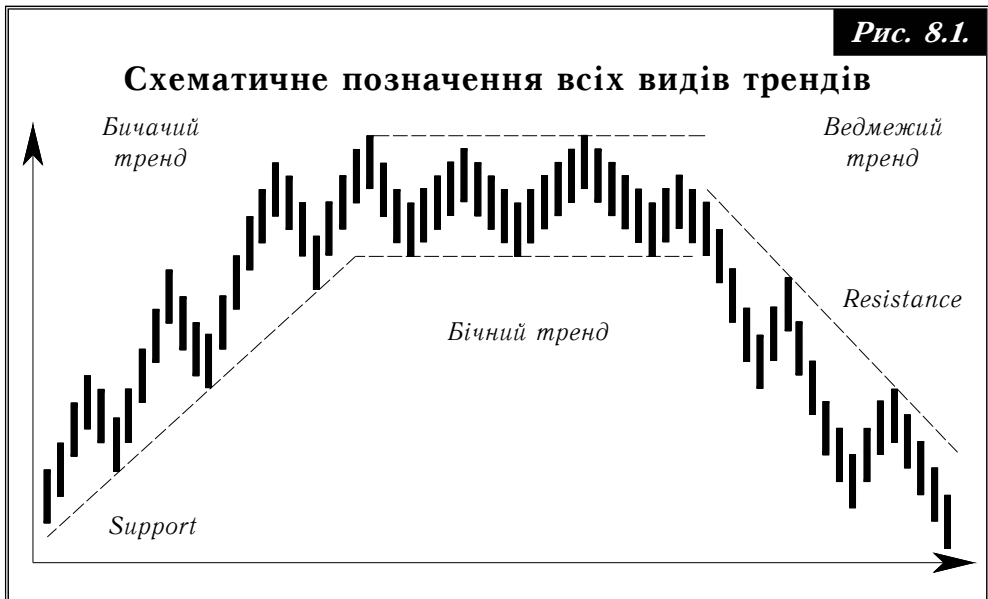
Метою технічного аналізу є:

- 1) оцінка поточної динаміки цін;
- 2) визначення конкретного тренду;
- 3) прогноз терміну дії тренду, довжини періоду дії даного напрямку (довгостроковий, короткостроковий);
- 4) визначення фази тренду – життєвого циклу (зародження, зрілості та завершення);
- 5) визначення амплітуди коливання ціни тренду.

³ Найман С.Л. Трейдер-Инвестор. –К.: ВИРА-Р, 2000. –635с.

Іншими словами, метою технічного аналізу є визначення напрямку руху ціни, а також кращих цін та часу для укладання угод. Маючи відповіді на ці запитання, технічний аналітик дає поради щодо купівлі або продажу. Коротко кажучи, технічний аналіз базується на наступних припущеннях:

- ринок знає все. Суть цього припущення полягає в тому, що дія всіх факторів, економічних, політичних та психологічних уже врахована ринком і включена у ціну;
- ринок підпорядковується тенденціям;
- ринок має закономірності або історія повторюється.



Як бачимо, ці припущення дійсно мають багато недоліків, однак можуть і широко використовуються у технічному аналізі.

§ 8.2.

Засоби технічного аналізу

Серед засобів технічного аналізу можна виділити чотири категорії:

1. Зразки графіків цін.
2. Метод дотримання тренду.
3. Аналіз характеру ринку.
4. Структурні теорії.

Перший метод технічного аналізу ґрунтується на побудові різних графіків зміни цін і курсів, обсягів торгів та виявленні так званих “фігур”, які у цих графіках можна помітити. Техніки використовують

відповідне програмне забезпечення, яке сьогодні настільки поширене, що включається до стандартних комп'ютерних програм. Найбільш вживаними у практиці технічного аналізу є *стовпчикові діаграми, лінійні графіки, графіки “хрестиків та нуликів”, графіки відрізків (барів), “японські свічки”*.

Лінійні графіки звичайно показують час на осі ОХ і ціну на осі ОУ. Ціна подається вертикальною лінією, яка може відображати певний період (день, тиждень, місяць або якийсь інший термін).

Накреслена лінія показує ціни від нижчої до найвищої або навпаки. Специфічні позначки можуть доповнюватися покажчиками цін або курсів відкриття та закриття ринку. Кожен наступний період поданий справа від попереднього. Дехто вказує й інші дані на графіку, наприклад, обсяги торгівлі або додає короткий коментар незвичайних подій, що могли вплинути на стан ринку.

Деякі аналітики воліють будувати графіки пропорцій, відомі під технічною назвою “напівлогарифмічний масштаб”. Проте їх важко побудувати без певних навичок та знань статистичних методів аналізу. Велика перевага цих графіків у тому, що вони вказують на темпи зміни, а не на кількісну різницю. На відсотковому графіку, якщо фонди зростають на 10% в рік, графік матиме форму прямої лінії. Якщо два фонди зрівняються, то стрімкіше зростатиме той, у якого більший відсоток зміни.

У стовпчикових діаграмах аналогічно на осі ОХ відкладають час, на осі ОУ – ціну.

Для прикладу розглянемо зміни цін на нафту за тижневий інтервал (табл. 8.1) і побудуємо стовпчикові діаграми зміни цін і обсягів торгівлі та лінійний графік (рис. 8.2). Ціни подані в \$/за барель.

Таблиця 8.1.

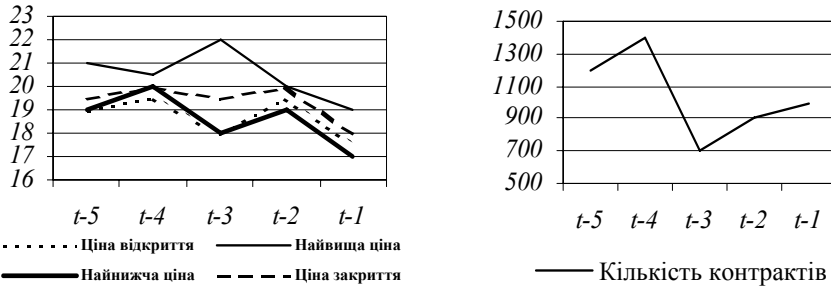
Зміни цін та обсягів торгівлі ф'ючерсного контракту на нафту на Нью-Йоркській товарній біржі за тиждень

Дні	Ціна відкриття	Найвища ціна	Найнижча ціна	Ціна закриття	Обсяги торгівлі, кількість контрактів, шт.
t-5	19.0	21.0	19.0	19.5	1200
t-4	19.5	20.5	20.0	20.0	1400
t-3	18.0	22.0	18.0	19.5	700
t-2	19.5	20.0	19.0	20.0	900
t-1	17.5	19.0	17.0	18.0	1000

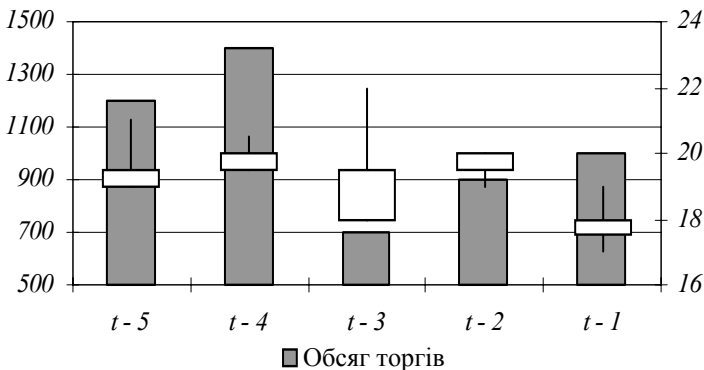
Рис. 8.2.

Приклади графічного відображення тижневих змін цін та обсягів торгівлі на ф'ючерсний нафтовий контракт

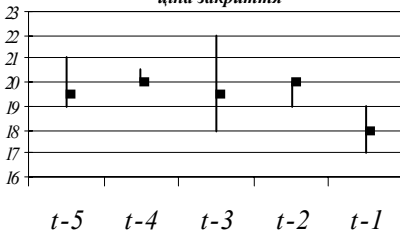
Лінійні графіки зміни цін та обсягів торгівлі



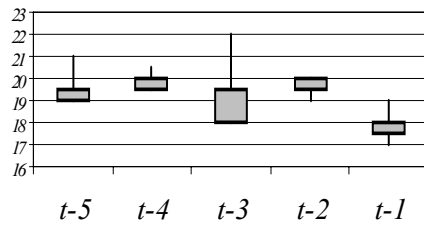
Стовпчикова діаграма та "японські свічки"



Стовпчикова діаграма використовує три ціни: максимальна ціна, мінімальна ціна, ціна закриття



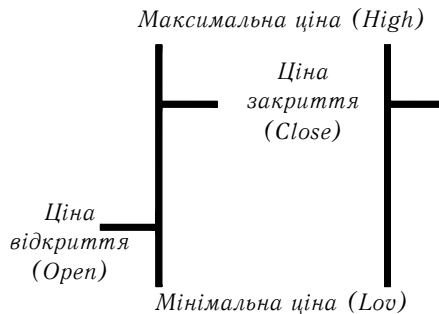
Стовпчикова діаграма використовує чотири ціни: ціна відкриття, максимальна ціна, мінімальна ціна, ціна закриття



Лінійні графіки та стовпчикові діаграми є абсолютно зрозумілими і наочно демонструють зміни цін та обсягів торгівлі. Схематичне зображення стовпчикових графіків подано на рис. 8.3.

Рис. 8.3.

Схематичне зображення стовпчикових графіків



Додаткового пояснення потребує метод відображення динаміки цін за допомогою так званих “японських свічок”. Це дуже цікавий метод, який дозволяє торговцю одразу бачити картину денної поведінки ціни. Приклади свічок та їх значення подано на рис. 8.4. Основною відмінністю японських свічок від стовпчикових діаграм є наявність прямокутника, який будується в інтервалі між цінами відкриття та закриття торгів. Цей прямокутник має назву “тіло свічки” (*real body*). Залежно від співвідношення цін відкриття та закриття торгів, цей прямокутник може бути зафарбований у білий або чорний кольори. Білий колір свічка має тоді, коли ціна відкриття торгів є нижчою від ціни закриття, тобто свідчить про те, що впродовж дня ціни підвищувалися. Якщо тіло свічки чорного кольору, то це означає, що впродовж дня ціни падали і ціна закриття була нижчою від ціни відкриття торгів. Рух цін вище тіла свічки утворює “верхню тінь” (*upper shadow*), рух цін нижче тіла свічки – “нижню тінь” (*lower shadow*).

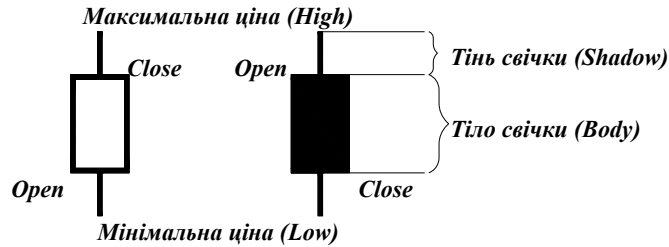
Аналіз японських свічок здійснюють за трьома напрямками:

- 1) сила тіла;
- 2) сила тіні;
- 3) сила заперечення.

Сила тіла оцінює довжину тіла. Чим воно довше, тим сильнішим є прояв бажання ринку йти у певному напрямі: для білої свічки вгору, для чорної – вниз. Сила тіні показує наскільки не збігається бажання ринку йти у певному напрямі з його можливостями. Сила заперечення полягає у простому правилі, а саме: якщо ринок не пішов разом із силою тіла або силою тіні, то тим впевненіше він піде у протилежному напрямі. У додатку 8.1 наводяться найпоширеніші типи японських свічок та їх коротка характеристика.

Рис. 8.4.

Приклади свічок та їх значення



Графіки “хрестиків та нуликів” були створені лише для відображення зміни ціни. Час, необхідний для заміни однієї ціни іншою, абсолютно не береться до уваги. На відміну від деяких лінійних графіків, графіки “хрестиків та нуликів” не зважають на обсяг. Наприклад, на фондовому ринку було погоджено, що зміни, які враховуватимуться, можуть мінімально становити $\$1/8$ і максимально – $\$2$ або $\$3$ за кожну акцію.

Свої цінові параметри мають ф'ючерсні контракти на сировину та валюту. Однак кожна клітинка графіка може представляти цю вибрану суму. Щоразу при зростанні цін на визначену суму у певний квадрат ставитиметься «×», щоб вказати зміну. Якщо ціни зростатимуть, додаткові «×» ставитимуться один над одним. Якщо ціна знизиться поза обраний рівень, «×» стане у наступному рядку на клітинку нижче. В такому випадку ринок повернеться, а графік “хрестики та нулики” дістає ще одну назву – “оборотний графік”. Для наочності колонки зростання позначаються «×», а колонки спаду – «○».

Якщо аналітика цікавлять короткострокові зміни, наприклад $\$1/8$, то активний день на біржі може заповнити багато колонок. І, навпаки, якщо його цікавить тривалий проміжок часу, то слід обрати крок $\$3$, що дозволить простежити тенденцію руху цін на малому графіку. Техніки, що надають перевагу цьому методу, впевнені, що можуть передбачити не лише можливі зміни напрямку руху цін, але й час змін. Вони роблять це за допомогою техніки, яка називається *підрахунком* (*the count*). Загалом ідея побудови графіку така: фіксується ціна закриття торгів так, щоб у колонках сформувати тренд (тенденцію) зміни цін, до іншої колонки аналітики переходять при появі іншої тенденції (рис. 8.5).

Рис. 8.5.

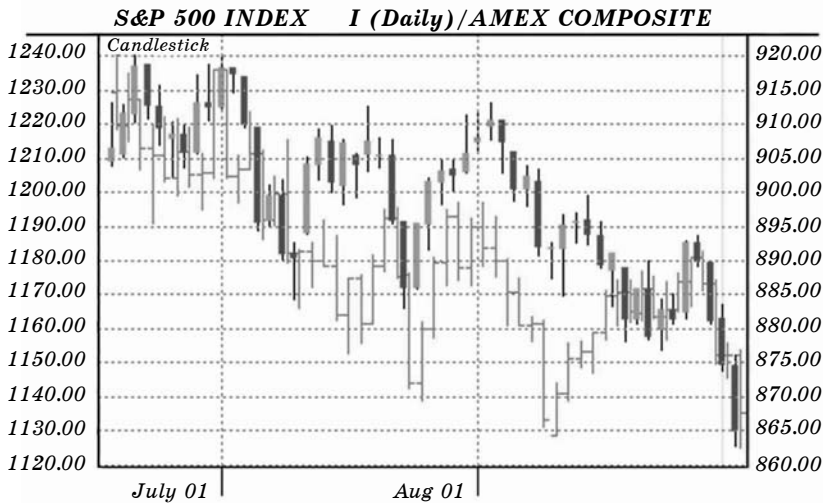
**Приклад графіка
“хрестиків-нуликів” для нафтового контракту**

20,0	×		×	
19,5	×	○		○
19,0				○
18,5				○
18,0				○

Графіки, утворюють різні “фігури”, для яких аналітики технічного аналізу вигадали красномовні назви. Для цього графіки будуються за довгий період часу, наприклад місяць, рік, десять і більше років. Приклад такого графіка подано на рис. 8.6. Ці графіки на сайтах бірж та в економічній пресі можуть подаватися у вигляді стовпчикових діаграм або “японських свічок”.

Рис. 8.6.

**Приклад зображення цінового графіка у
вигляді стовпчикових діаграм та “японських свічок”**



Більшість аналітиків використовує фігури для характеристики *ліній опору, підтримки, повороту та зародження трендів*. Відомий аналітик Е.Л. Найман, який працює в інвестиційній компанії “Альфа-Капітал” на українському фондовому ринку, стверджує, що учасники ф’ючерсних ринків, аналізуючи трендові моделі, повинні використовувати правило – не працюй проти тренду. Англійською мовою це звучить: “*the trend is your friend*” – “*тренд ваш друг*”, хоча найвідоміший біржовик сучасності Дж. Сорос, як правило, робить навпаки⁴.

Найпоширеніші позначення характеристик тренду:



– очікування підвищення цін;



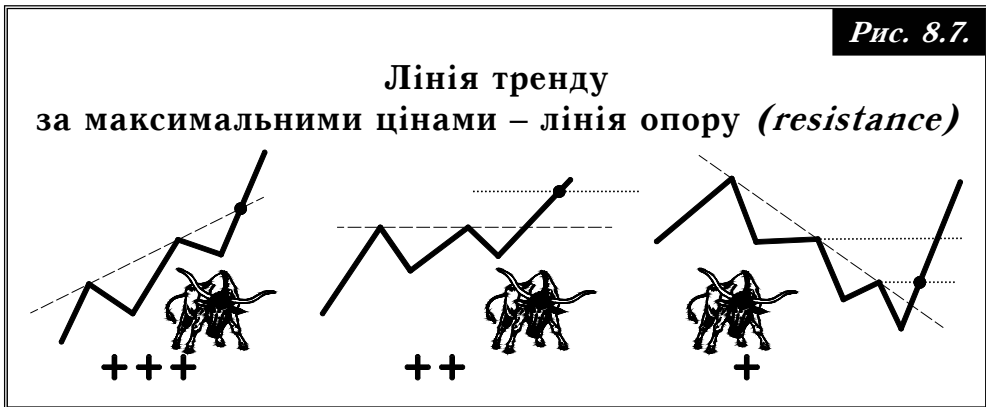
– очікування спаду цін;

- – момент укладення контракту купівлі-продажу.

Сигнали початку трендів групуються за силою:

- +++ сильний;
- ++ середній;
- + слабкий.

Проілюструємо деякі типові ситуації на рис. 8.7 і 8.8.



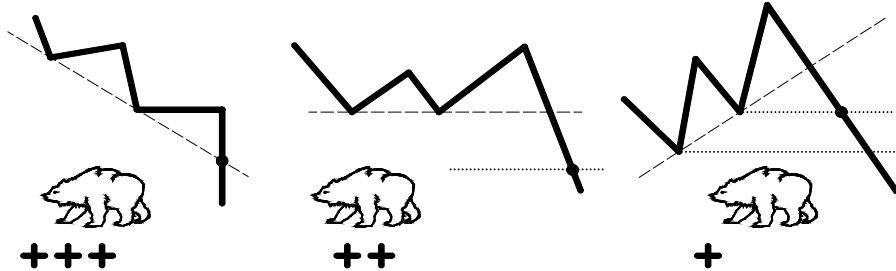
Рівень опору – це локально-максимальна ціна. При з’єднанні локальних максимумів і визначається *лінія опору*. Рівень підтримки – це локально-мінімальна ціна. Для отримання цієї лінії необхідно з’єднати між собою рівні мінімальних цін.

Американські трейдери переважно використовують графіки “хрестиків-нуликів”, японці – “японські свічки”, європейці – “бари”.

⁴ Найман Э.Л. Малая Энциклопедия Трейдера. –К.: Альфа-капитал, Логос, 1997. –391с.

Рис. 8.8.

Лінія тренду
за мінімальними цінами – лінія підтримки (*support*)



§ 8.3.

Основні фігури технічного аналізу

На рис. 8.9-8.16 подано приклади класичних фігур технічного аналізу.

Крім поданих “фігур”, на графіках техніки знаходять також безліч інших, наприклад, “брелок”, “огорожа, що падає”, “геп”, “розходження” тощо. Інколи буває стільки версій їх тлумачення, скільки й аналітиків. Окремі фігури підходять лише для лінійних графіків, інші – лише для графіків “хрестиків та нуликів”, деякі задовольняють усім.

Рис. 8.9.

Вершина у формі “голова і плечі”,
що свідчить про тренд зниження цін

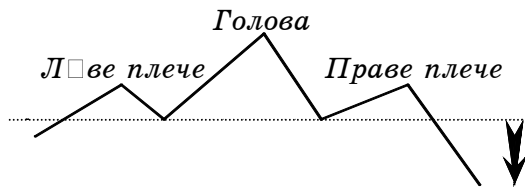


Рис. 8.10.

Дно у формі “плечі і голова”,
що свідчить про тренд підвищення цін

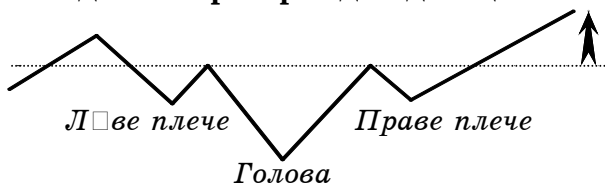


Рис. 8.11.

“Подвійна вершина” та “Подвійне дно”

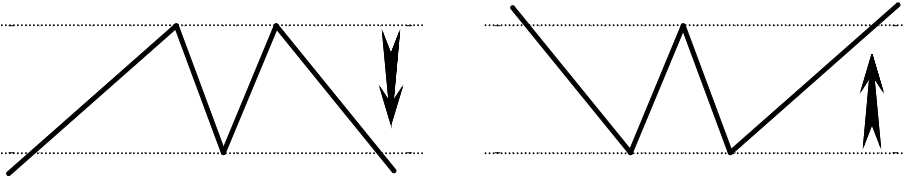


Рис. 8.12.

“Потрійна вершина” та “Потрійне дно”

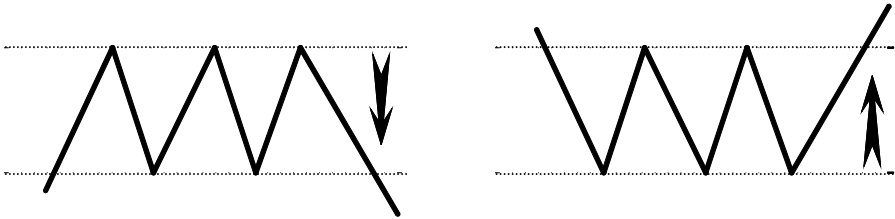


Рис. 8.13.

“Вимпел вниз” та “Вимпел вверх”

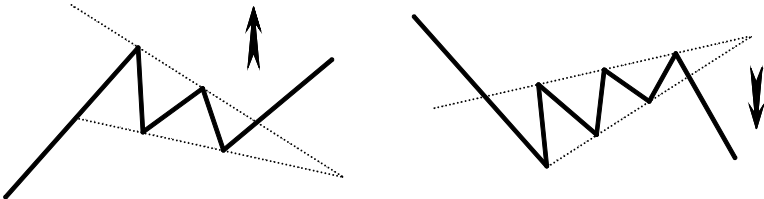
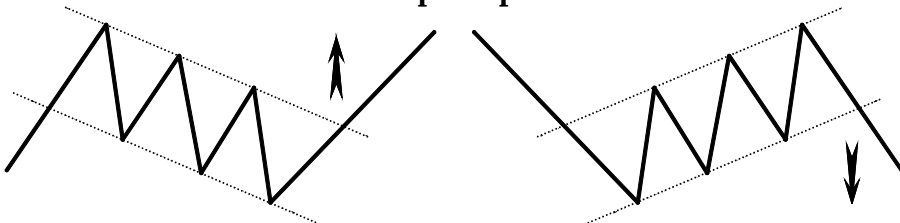
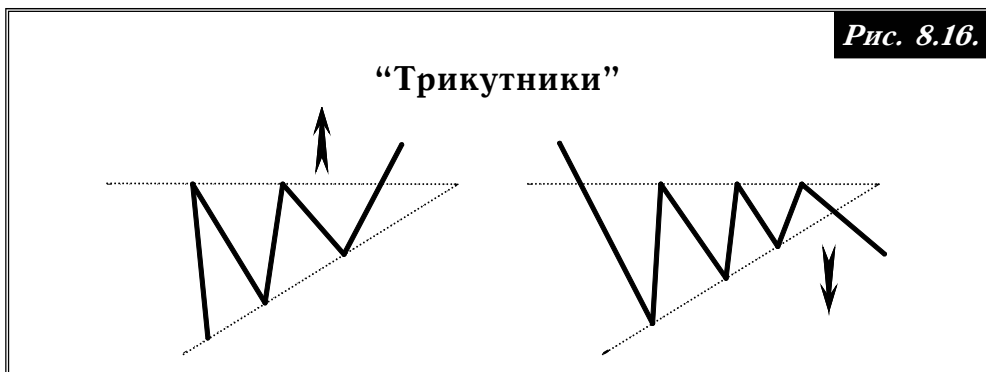
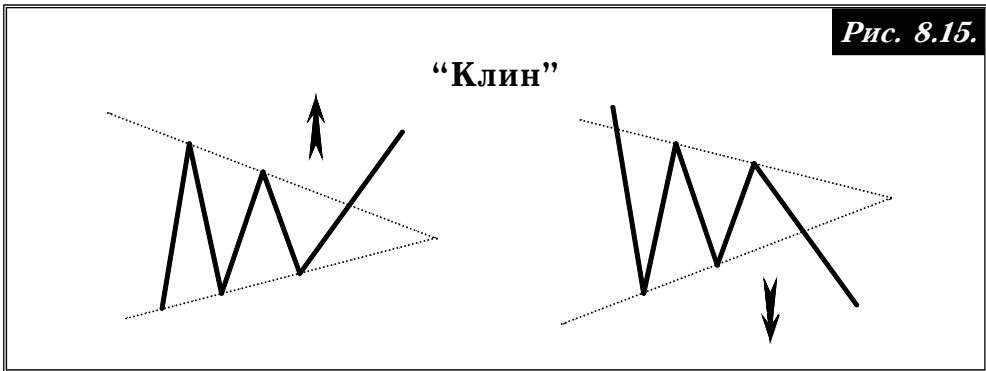


Рис. 8.14.

“Прапор”





Аналіз графічної інформації використовується для виявлення характерних рис і зміни цін та курсів, на основі яких ідентифікується поведінка ринку із виявлених закономірностей.

Найхарактерніші такі ознаки:

- на графіку вертикальних ліній тенденція підвищення або зниження складається із серії трьох та більше точок, що утворюють пряму лінію. Тенденція вважається панівною доти, доки ціни при підвищенні вищі від проєктованих на графіку ліній, при зниженні – відповідно нижчі;
- при перетині цінами лінії тенденції можливий її злам;
- лінії тенденції, паралельні осі ординат, обмежують область “застою” – період флуктуації цін без певної тенденції;
- найвища точка потенційно може опинитися “вершиною” – областю, звідки ціни знижуються під натиском механізму продажу;
- найнижча точка потенційно може стати “низом” – областю, звідки ціни починають підніматися під натиском механізму купівлі;
- модель вершина “голова і плечі” – серія з трьох максимумів, у якій середній, найбільший, свідчить про можливість зниження цін, причому ймовірність зростає, якщо рівень останнього екстремуму нижчий від першого або кут нахилу “лінії шиї” має від’ємну величину;

- модель дно “голова і плечі” характеризує ситуацію, протилежну моделі вершина “голова і плечі”;
- модель “подвійна вершина” – два підйоми приблизно сягають однієї точки (різниця не більша, ніж 3-4%), причому спад другого піку нижчий від найнижчої точки між двома вершинами, – відображає тенденцію зниження цін;
- модель “подвійний низ” – дзеркальне відображення моделі “подвійна вершина” – свідчить про тенденцію підвищення цін;
- модель “трикутник, спрямований догори”, – дві лінії, які зачіпають верхні і нижні локальні екстремуми, при цьому утворюється кут, бісектриса якого має додатковий напрям і показує, що ціни зростатимуть всупереч протидії, обмеженій горішньою лінією;
- модель “трикутник, спрямований вниз”, – дотична до горішньої і нижньої локальних екстремумів утворюють кут, бісектриса якого має інший кут нахилу і показує, що ціни знижуватимуться всупереч протидії, обмеженій нижньою лінією;
- “вмпели” та “прапори” – маленькі локальні трикутники і паралелограми, утворені дотичними до екстремумів лініями, свідчать про збереження тенденції, причому її розвиток сягнув половини шляху;
- “тепи” – цінові інтервали між максимальною та мінімальною цінами попереднього і наступного дня, торги за якими не відбувалися. “Тепа” потенційно можуть свідчити про вихід з області “застою”; або про збереження тренду, коли ціни перескакують через кілька пунктів від однієї угоди до іншої; або про можливу різку реверсію цін. Їх можна передбачити при широкій ціновій прірві без чіткої тенденції на ринку.

Якщо у графіках “хрестиків та нуликів” остання колонка «×» піднімається на клітинку вище від попередньої колонки «×», це означає тенденцію підвищення цін. Якщо остання колонка «○» опускається нижче від попередньої, то переважає тенденція спаду цін. Модельні “малюнки” у цьому випадку інтерпретуються засобом, аналогічним для графіків вертикальних ліній та стовпчикових діаграм.

Графічний аналіз особливо важливий при вивченні “областей перевантаження” ринку – періодів, коли ціни та курси коливаються протягом визначеного періоду в межах порівняно вузького діапазону. Вважається, що чим довша область перевантаження, тим більше відкриттів нових позицій учасниками торгів ф’ючерсними та опціонними контрактами, тим більше буде видано стоп-наказів з обмеженням або анулюванням позицій.

“Області перевантаження”, як правило, є “областями підтримки” або “опозицією” до рівня цін. Області підтримки формуються при цінах, коли тенденція спаду викликає необхідність придбання, що стримує

даний напрямок зміни ціни. Области опозиції стримують зростання цін, обумовлюючи необхідність операцій продажу. Ціни, які перетнуть області підтримки та опозиції, надалі матимуть чіткі тенденції розвитку.

Области переважання поряд з іншими факторами можуть мати психологічні корені і, як правило, формуються навколо цілих числових значень цін.

Крім графічних, широко використовуються числові методи аналізу: регресивний, визначення волатильності ринку тощо.

§ 8.4.

Методи дотримання тренду

Прихильники цього методу впевнені, що напрям тренду, раз встановлений, найімовірніше триватиме, а не змінюватиметься. На думку цих аналітиків, треба лише визначити вірогідність та існування тренду і встановити, виявити закінчення тренду. В цьому методі розглядається життєвий цикл тренду. Розрізняють *короткострокові тренди* – від одного дня до трьох місяців, *середньострокові* – від трьох місяців до шести; *довгострокові* – від року до двох-двох з половиною років. Як і будь-який інший, життєвий цикл тренду характеризується такими фазами: початок життя, дитинство, юність, зрілість, старість і смерть. Початок циклу характеризується збільшенням кількості відкритих позицій, середина циклу – “перегріттям” ринку, останні стадії – відпливом капіталів, різкими коливаннями цін, підготовкою до нового тренду. За рекомендацією техніків, біржовики мають дотримуватися тренду і поводитися адекватно на кожній стадії.

Відкидаючи деякі цілком позитивні методи, представники технічного аналізу найчастіше використовують один із найзагальніших та найпоширеніших методів – *метод руху середніх значень цін*, який можна визначити та застосувати по-різному.

Середня ціна є сумою даних, поділеною на їх кількість. Десятиденна середня ф'ючерсних цін закриття буде сумою десяти останніх цін закриття, поділеною на 10. Середня може визначатися протягом будь-якого періоду часу. Звичайними періодами є 3, 7, 10, 15, 20 та 30 днів. Порівняно з таблицею або графіком щоденних цін закриття, графік середніх буде більш плавним і тому краще підійде для визначення тренду цін на ф'ючерсній біржі.

Щоб застосувати середні для визначення тренду і таким чином рухатися з ринком, необхідно визначити, як довго можна використовувати середню як об'єкт дослідження.

Ринок змінюється так швидко, що аналітикам, які користуються цим методом, не вистачає часу для нормальної діяльності, вони лише підраховують.

Серед простих середніх розрізняють три основних типи:

- прості ковзні середні;
- зважені ковзні середні;
- експоненційні ковзні середні.

У двох останніх випадках середні визначаються за формулами середньозважених цін, причому використовуються питома вага цін ф'ючерсних контрактів, які пропорційно збільшуються впродовж торговельної сесії до закінчення дня, або найбільша питома вага визначається останнім значенням цін.

§ 8.5.

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 аналогічна. Вони неодмінно повертаються до нормального стану, що відповідає середнім значенням індикаторів.

Прихильники цієї теорії намагаються визначити зміну ціни за певний час. Обчислення можуть бути елементарними або дуже складними залежно від вибраної техніки зважування і від того, чи вибрані ще якісь фактори, крім ціни.

Проте, незалежно від складності, всі осцилятори допускають, що ціна може зростати або надто швидко, або надто повільно у вибраному періоді, що повернення до ринку за таких умов можна передбачити.

Проблема, поставлена осциляторами, зрозуміла. Так звані "сигнали" досить важко визначити. Крім того, вони здебільшого залежать від сприйняття. Тренд, який вважають виснаженим, може тривати набагато довше, ніж передбачалось.

Виділяють три види індикаторів:

- моментальний (*momentum*);
- індикатор каналу (*comodity channal index – CCI*);
- норма зміни (*rate of change – ROC*).

Моментальний визначається за формулою:

$$M = P_1 - P_0,$$

- де P – ціна закриття ф'ючерсних торгів;
 індекс I – поточний день;
 індекс 0 – кількість днів тому.

Отримані дані подаються на графіках з опорними нульовими рівнями.

CCI створив аналітик Дональд Ламберт, який запропонував визначати його за такою формулою:

$$CCI = \frac{X - SMA(X, n)}{0.015 \cdot gH},$$

де X – $\frac{1}{3}(Close + High + Low)$;

Close, High, Low – ціни закриття, максимум та мінімум дня.

$$gH = \frac{1}{n} \cdot e[X(i) + SMA(X, n)],$$

де n – тривалість періоду аналізу;

$X(i)$ – значення ціни на момент часу i ;

$SMA(X, n)$ – ковзна середня за час n .

Норма зміни (ROC) – визначається діленням ціни закриття поточного дня на ціну закриття попереднього дня, базова лінія для графіку не 0, а 100.

§ 8.6.

Аналіз показників обсягів торгів

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 технічно сильний, коли обсяги зростають на підйомах і зменшуються на спадах;
- ринок технічно слабкий, 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 спаді ціни, тому що пропозиція збільшується. Це риса слабого ринку. Якщо обсяги знижуються на коротких підйомах, то ринок залишається слабким, оскільки багатьох інвесторів не передбачається.

Показники обсягів торгів на ф'ючерсних ринках та на валютному ринку системи FOREX у чистому вигляді не використовуються.

Основним показником обсягів є **кількість укладених угод**. Технічні аналітики мають два види обліку:

- кількість укладених угод впродовж біржової сесії;
- кількість відкритих позицій на кінець дня.

Графіки обсягів торгів будуються хронологічно. За біржовий день такий графік має, як правило, вигляд латинської букви V. Спочатку виконуються нічні та вчорашні замовлення, в наступні години кількість укладених угод зменшується, оскільки певний час збираються замовлення, потім, в кінці дня, знову зростають обсяги торгів, формуючи ціну закриття.

Багато технічних аналітиків використовує аналіз такого показника, як широта ринку. Це стосується кількості об'єктів, які торгують. 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 1000 акцій зросли, 800 – знизилися, 200 – не змінилися. Ринок вважається технічно сильним. Для деякого ці дані важливіші за середні, бо вони показують, що відбувається з попитом і пропозицією капіталу, а не декількох “блакитних корінців”. 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 більше ніж на 500 пунктів через фінансову кризу у Гонконгу. Тобто знижувалися курси переважної більшості акцій.

Збільшення кількості та широти об'єктів торгівлі дехто вважає за сприятливий знак ринку зростання і за несприятливий знак на падаючому ринку.

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.

Теорія протилежної думки (теорія динамічної нерівноваги)

Деякі торговці сприймають технічний аналіз з точки зору психології. Їхній постулат – люди завжди помиляються, а успіх полягає в передбаченні ф'ючерсних цін за допомогою настроїв купувати та продавати у широкої громадськості, а потім зробити цілком протилежне. Це дуже стара теорія,

започаткована понад 150 років тому, бароном Н. Ротшильдом: він купував, коли інші продавали, і продавав, коли інші купували, а в результаті став одним з 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.

На основі цієї передумови успішний торговець з технічних причин продаватиме, коли масовий оптимізм з приводу ф'ючерсних цінностей є високим, і купувати, коли він низький. Такі аналітики і торговці ліпші психологи, ніж економісти. Цю теорію сьогодні популяризує один з найталановитіших біржовиків сучасності Дж. Сорос у спекулятивній практиці та у своїх книгах “Алхімія фінансів”, “Сорос про Сороса” і “Джордж Сорос про глобалізацію”.

Деяких технічних аналітиків цікавить аналіз реакції ринку на хороші та погані новини. Якщо ринок не зміг сприятливо відреагувати на позитивні новини, то це вважають ознакою технічної слабкості, оскільки ринок не схилився до продажу.

Однак торговцям треба обережно сприймати такий простий аналіз. Ринок досить часто може передбачати успішні, або “добрі” новини і реагувати на них передчасно. Внаслідок цього ефект від новин значно послаблюється.

“Продавай доти, доки не з’явилися добрі новини” – ще одна аксіома ринку.

§ 8.8.

Структурні теорії

Структурні теорії використовують деякі торговці. Це сезонні зміни ринку, теорія циклів та хвильова теорія Елліота.

Структурний аналіз ґрунтується не на аналізі щоденних графіків, а на основі вивчення історичного процесу зміни цін, який допоможе визначити повторювані цінові шаблони на ринку.

Теоретично, сезонних змін на ринку, якщо тільки ринок більш-менш суттєвих розмірів, немає. Припустимо, що ціни різко зростають з квітня до травня. Тоді всі торговці купували би у квітні, щоб продавати у травні. Така тенденція зруйнувала би наш шаблон. Як правило, ці дані не можуть використовуватися як надійні індикатори прибуткових капіталовкладень. Їх використовують для довідок.

Р.Н. Елліот зрозумів, що можна передбачити ритми зміни цін. За його *хвильовою теорією*, ціни рухаються в секвенції з п’яти хвиль в одному напрямі з трендом і в трьох хвилях під час коригуючих рухів проти тренду. Хвилі можуть розбиватися на підхвилі для коротких періодів часу і збиратися у довгі хвилі на 100 років і більше (великий суперцикл).

Теорія Елліота вироблена на основі чисел Леонардо Фібоначчі, італійського математика, відкритих ним майже 700 років тому. В серіях чисел, які починаються з 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, кожна цифра дорівнює сумі двох попередніх. Співвідношення попередньої цифри до наступної дорівнює 0,618 і називається “золотою серединою”. Ці числа привертати увагу багатьох прихильників містичного культу. За їх допомогою обчислювали параметри піраміди Хеопса. Ця теорія здебільшого підтверджується подіями на минулих ринках, тому на валютних ринках й треба використовувати з великою обережністю. Лінії Фібоначчі – це три лінії, що будуються від головних точок графіку, його поворотних моментів, максимальних та мінімальних цін. Лінія Фібоначчі є діагональною чотирикутника, всередині якого відкладаються паралельні осі часу на рівнях 61,8%, 50% та 38,2% від загальної величини квадрату. Аналітики, що застосовують цифри Фібоначчі, користуються комп’ютерними програмами. Основним їх завданням є визначення головних точок, тому комп’ютерна програма – це лише інструмент у руках трейдера. За ним залишається прийняття рішення. Трейдери, які використовують технічний аналіз, змушені інтенсивно інтелектуально працювати, використовуючи власний апарат мислення та інтуїцію.

Аналітики, що працюють з інтегральними показниками, наприклад, індексом Доу-Джонса або S&P, зауважують, що фондові ціни відчутно зростають та знижуються в межах певних *циклів*. Рухи 1921-1929, 1929-1932, 1932-1966, 1973-1974, 1974-1976, 1982-1987, 1997-1998 рр. є найбільш виразними. Зрозуміло, що ці рухи, як і багато попередніх, мають різну довжину, різний інтервал між ними і жодного знаку їх приходу чи завершення. Проте багатьох технічних аналітиків приваблює можливість систематизувати ці рухи і на їх основі прогнозувати їх повторення.

Деякі технічні аналітики пропонують поділяти цикли тривалістю від двох місяців до кількох років. Найочевидніше те, що ціни на ф’ючерсних ринках залежать від економічної ситуації. Навіть поверхневі дослідження показують, що ринок через кожні кілька років вступає у цикли відносно до важливих економічних змін. Проте в інших випадках він, здається, цілком ігнорує ці зміни.

Незважаючи на всі винятки, аналітик, який чинитиме за цією теорією, досягне ліпших результатів, використовуючи ф’ючерсний ринок для передбачення вчинків у бізнесі, а не навпаки. Хоч аналіз циклів біржового ринку цікава справа, вона не дає сама собою жодного зиску.

На українському ринку технічний аналіз започатковують поки що аналітики фондового та валютного ринків, причому лише для характеристики макроекономічних показників.

Власний аналіз роблять інвестиційні фонди та компанії, що працюють на фондовому ринку, переважно у позабіржових фондових торговельних системах комп'ютерного котирування.

Для порівняння подаємо графічну інформацію з мережі Internet www.yahoo.com щодо зміни динаміки основних фондових індексів фондового ринку США від 02 серпня 2006 р. та динаміку зміни індексу ПФТС // www.pfts.com. На рисунках 8.17, 8.18 показано динаміку зміни основних фондових ринків США та України на прикладі основних фондових індексів NASDAQ та Dow Jones Industrial Average, S&P 500 Index Нью-йоркської фондової біржі, які значною мірою репрезентують в цілому ринок капіталів США та індексу ПФТС. В 2005 році обсяг торгів ПФТС досяг нового історичного максимуму і склав 14,49 млрд. грн. (207% рівня 2004 р.). Це призвело до зростання частки ПФТС серед організаторів торгівлі цінними паперами України (в т.ч. фондові біржі) з 74,7% (в 2004 р.) до 88,2%.

Основним джерелом інформації щодо стану розвитку ринків цінних паперів, що розвиваються, для міжнародних інвесторів є дані, які збираються та розповсюджуються міжнародним рейтинговим агентством Standard & Poor's.

За класифікацією Standard & Poor's Україну віднесено до групи Frontier I (граничний ринок), в яку, крім України, входять ще 20 країн (Румунія, Словенія, Словаччина, Хорватія, Болгарія, Естонія, Латвія, Литва та ін.).

Оцінюючи стан розвитку ринків групи Frontier, Standard & Poor's для фондового ринку кожної країни цієї групи розраховує цілу низку показників (ринкова капіталізація, коефіцієнти P/E та P/BV тощо) та індекс S&P/IFCG. Всі показники, які репрезентують стан фондового ринку України, Standard & Poor's розраховує на підставі даних ПФТС.

Порівнюючи, за даними Standard & Poor's, показники фондового ринку України в 2005 році з аналогічними даними нових незалежних держав групи Frontier, можна побачити що:

- Вперше за рівнем капіталізації Україна посіла 1 місце в групі Frontier (\$24 975,60 млн.), випередивши Румунію (\$20 587,90 млн.) та Хорватію (\$12 918,00 млн.).
- Вперше чотири українські підприємства включено до переліку 50 найбільших за капіталізацією підприємств групи Frontier: ВАТ "Укрнафта" (6 місце, капіталізація – \$1 111,75 млн.), ВАТ "Нижньодніпровський трубопрокатний завод" (36 місце, капіталізація – \$222,9 млн.), ВАТ "Укртелеком" (47 місце, капіталізація – \$190,25 млн.), ВАТ "Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча" (50 місце, капіталізація – \$173,18 млн.).

Рис. 8.17.

Динаміка зміни цін основних фондових індексів США

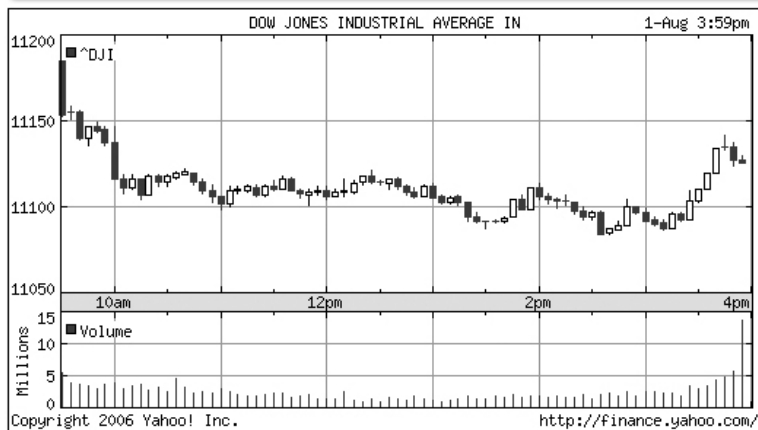
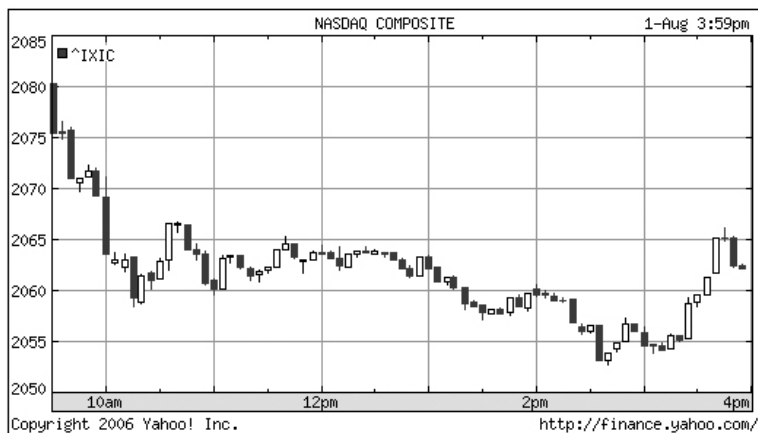
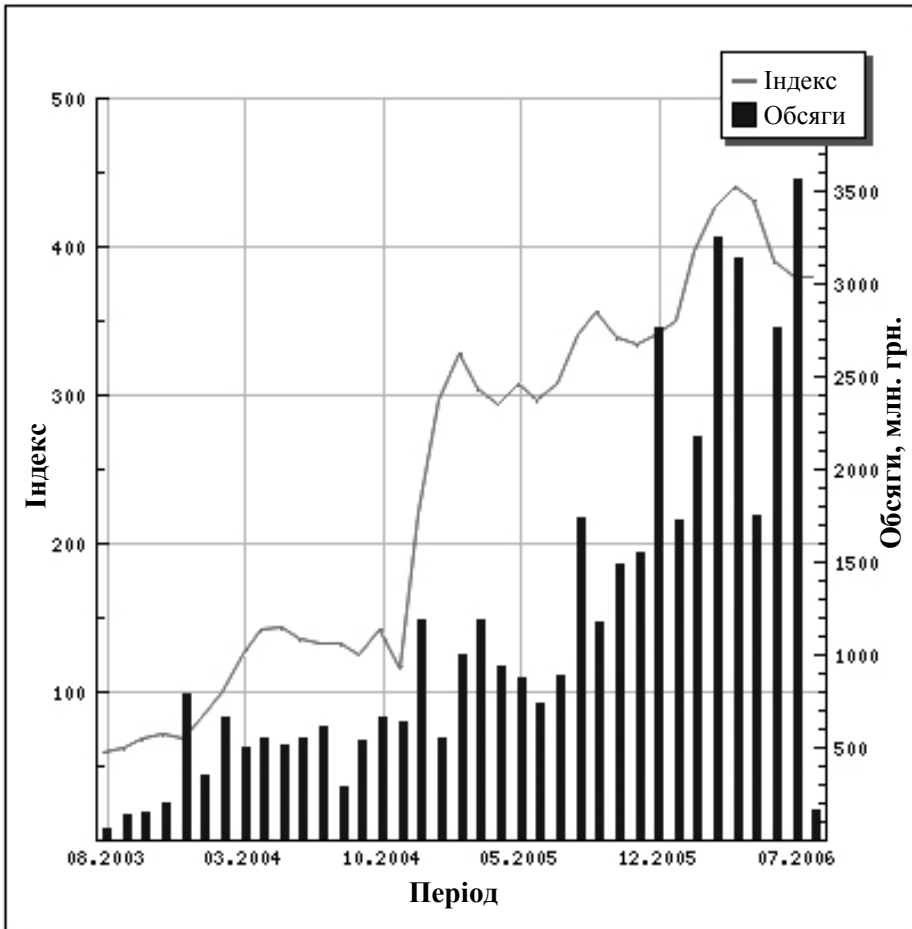


Рис. 8.18.

Індекси та обсяги торгів ПФТС з 02 серпня 2003р. по 02 серпня 2006р.



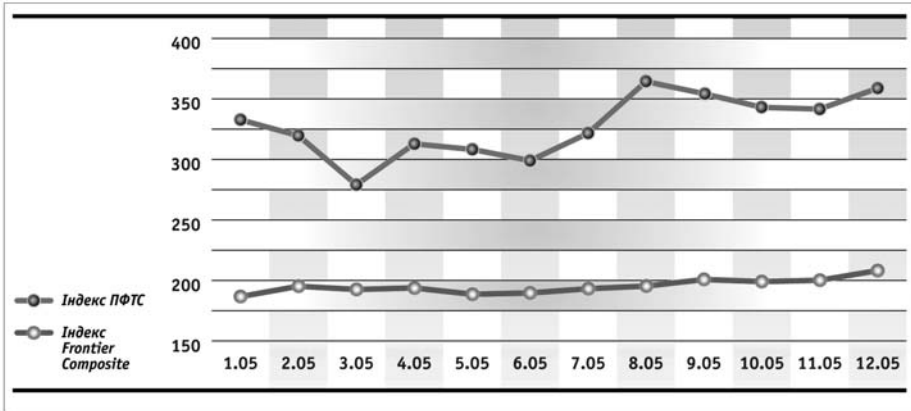
- Україна поступилася лише Румунії (+61,09%) за рівнем зростання індексу S&P/IFCG (+52,8%). До “індексного кошика” індексу S&P/IFCG-Україна в 2005 році входили цінні папери ВАТ “Укртелеком”, ВАТ “Укрнафта”, ВАТ “Запоріжсталь”, ВАТ “Західенерго”, ВАТ “Центренерго”, ВАТ «Дніпроенерго», ВАТ “Концерн “Стірол”, ВАТ “Нижньодніпровський трубопрокатний завод”, ВАТ “Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча” та ВАТ “Азовсталь”. (рис. 8.19⁵).

⁵ www.pfts.com, www.ssmc.gov.ua

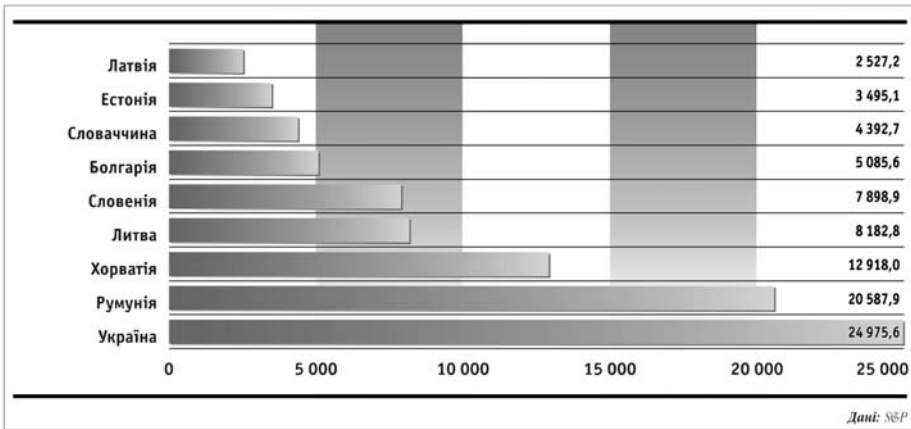
Рис. 8.19.

Український фондовий ринок серед інших країн, що розвиваються

Фондовий ринок країн, які входять до Frontier Market, 2005 р.



Капіталізація ринків країн, які входять до Frontier Market, 2005 р., млн. дол.



Отже, технічний аналіз для нашого ринку є цілком 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.



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-го століття. Творцем цього напрямку аналізу вважається Чарлз Доу – головний редактор газети “The Wall Street Journal”, який вперше використав статистичні методи аналізу часових рядів на ринку акцій. Сучасний технічний аналіз все більше і 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 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, призводить 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 в цілому. На фінансових ринках світу вважають, що фундаменталісти відповідають на запитання “що?”, а техніки – “коли?”.

Найпопулярнішим інструментом технічних аналітиків є цінні 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 (від лат. “tendentia” – напрям) або односпрямований рух ціни, що діє впродовж певного неперервного періоду часу

Засоби технічного аналізу можна поділити на чотири категорії:

1. Зразки графіків цін.
2. Метод дотримання тренду.
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 технічні аналітики відносять до класичних?
10. Які структурні теорії використовують технічні аналітики?



Посилання і рекомендована література

1. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над риском. –М.: Диаграмма, 2001. –336с.
2. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –601с.
3. Найман Э.Л. Трейдер-Инвестор.–К.: ВИРА-Р, 2000. –635с.
4. Найман Э.Л. Малая Энциклопедия Трейдера. –К.: Альфа-капитал, Логос, 1997. – 391с.
5. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 2000. –932с.
6. Мерфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. –М.: Сокол, 1996. –836с.

7. Эрлих А. Технический анализ товарных и финансовых рынков. –М.: ИНФРА-М, 1996.
8. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1996. –333с.
9. Цикл статей з технічного аналізу Кравченко Ю. //Українська інвестиційна газета від 26.10, 2.11, 16.11, 7.12, 21.12.1995 р.; 21.03, 4.04, 4.06, 24.10, 4.07. 1996 р.; 16.01.1997 р.
10. www.pfts.com
11. www.ssmc.gov.ua



Тести для перевірки знань до розділу 8

1. Технічний аналіз – це:
 - а) дослідження основних макроекономічних чинників;
 - б) дослідження біржових цін;
 - в) дослідження динаміки основних показників біржового ринку;
 - г) дослідження обсягів торгів.
2. Технічний аналіз ґрунтується на трьох статистичних даних біржової торгівлі:
 - а) максимальних, мінімальних та цінах закриття;
 - б) максимальних, мінімальних та цінах відкриття;
 - в) обсяги торгівлі, відкритий інтерес, розрахункова ціна;
 - г) ціни, обсяги, відкритий інтерес.
3. Технічний аналіз передбачає вивчення:
 - а) зовнішньої інформації;
 - б) внутрішньої інформації бірж;
 - в) інформації про клієнтів бірж;
 - г) інформації про позабіржовий ринок.
4. Тренд – це:
 - а) тенденція зміни ціни;
 - б) лінія опору ціни;
 - в) лінія підтримки ціни;
 - г) динаміка зміни ціни.
5. Тренди бувають такими:
 - а) тренд “бика”;
 - б) тренд “ведмедя”;
 - в) “бічний” тренд;
 - г) всі зазначені вище.
6. Технічний аналіз базується на таких припущеннях:
 - а) ринок знає все, має тенденції та історію;
 - б) ринок рухається хаотично, ціни не мають тенденцій;
 - в) ринок може передбачити майбутні ціни;
 - г) ринок не може передбачити майбутніх цін.

7. Засоби технічного аналізу поділяються на:

- a) графіки цін, трендові моделі, характер ринку, структурні теорії;
- б) графіки цін, трендові моделі;
- в) теорія Елліота, числа Фібоначчі;
- г) трендові моделі, осцилятори.

8. Найбільш вживані у практиці технічного аналізу такі методи відображення чартів:

- a) “хрестики та нулики”, бари;
- б) відрізки, “японські свічки”;
- в) стовпчикові діаграми;
- г) лінійні графіки.

9. Аналіз “японських свічок” здійснюють за такими напрямками:

- a) сила тіла;
- б) сила тіні;
- в) сила заперечення;
- г) всі названі вище.

10. Основними фігурами графіків технічного аналізу є:

- a) голова і плечі;
- б) плечі і голова;
- в) подвійна вершина;
- г) всі названі вище та багато інших.

11. Розрізняють такі види трендів:

- a) короткостроковий, середньостроковий і довгостроковий;
- б) короткостроковий та середньостроковий;
- в) короткостроковий та довгостроковий;
- г) середньостроковий та довгостроковий.

12. Осцилятори бувають:

- a) моментальними;
- б) індикаторами каналу;
- в) нормою зміни ціни;
- г) усіма названими вище.

13. Основним показником обсягів є:

- a) кількість укладених угод;
- б) кількість відкритих позицій;
- в) кількість довгих позицій;
- г) кількість коротких позицій.

14. На якому ринку України використовують технічний аналіз:

- a) валютному;
- б) сировинному;
- в) фондовому;
- г) енергетичному.

15. Структурні теорії – це:

- a) сезонні зміни ринку;
- б) теорія циклів;
- в) хвильова теорія Еліота;
- г) всі названі вище.



Ключові слова, нові терміни

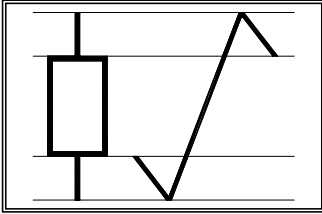
- *технічний аналіз;*
- *чартисти;*
- *нагромодження;*
- *розподіл;*
- *фаза консолідації;*
- *рівень підтримки;*
- *рівень опору;*
- *хвильова теорія Еліота;*
- *числа Фібоначчі;*
- *метод дотримання тренду;*
- *структурні теорії;*
- *осцилятори;*
- *широта ринку;*
- *теорія динамічної рівноваги.*

Додаток 8.1.

Тринадцять найбільш поширених типів японських свічок

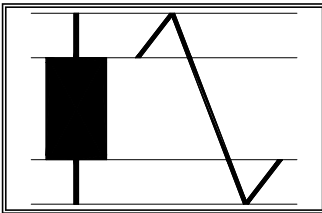
Звичайні свічки

1. Біла свічка



Звичайна свічка, в якій присутні обидві тіні й тіло, при чому всі елементи мають звичайні розміри. Типова лінійна динаміка ринку при формуванні свічки подана з права від свічки. Дана свічка є звичайною для “бичачого” ринку

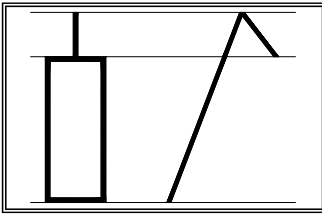
2. Чорна свічка



Ця свічка є звичайною для “ведмежого” ринку.

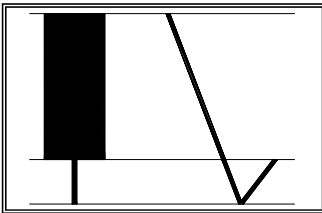
“Захват за пояс”(Belt-hold lines)

3. “Бичачий захват за пояс”



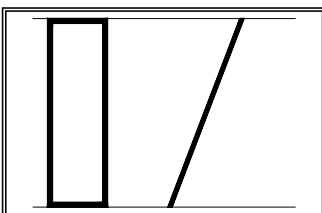
Ця свічка, як правило, з’являється на “бичачому” ринку. Якщо вона з’являється на “ведмежому” ринку, це може сприйматися як сигнал до розвороту тренда. Сигналізує про силу биків, яка буде тим більшою, чим менше верхня тінь свічки. Чим довше тіло, тим сильніше виражений “бичачий” характер свічки.

4. “Ведмежий захват за пояс”



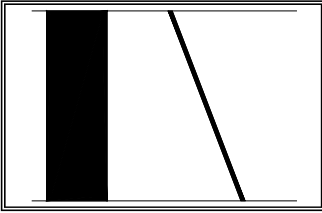
Дана свічка, як правило, з’являється на “ведмежому” ринку. Якщо вона з’являється на “бичачому” ринку, це може сприйматися як сигнал до розвороту тренду. Сигналізує про силу ведмедів, яка буде тим більшою, чим меншою нижня тінь свічки. Чим довше тіло, тим сильніше виражений “ведмежий” характер свічки.

5. Довга біла свічка



Ця свічка є відображенням сильного “бичачого” тренду. Нижня і верхня тіні або дуже короткі, або взагалі відсутні. Короткі тіні й довге тіло визначають “бичачий” характер свічки.

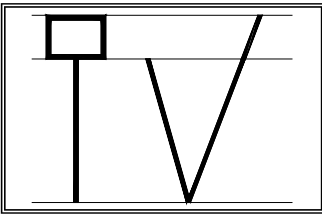
6. Довга чорна свічка



Ця свічка є відображенням сильного “ведмежого” тренда. Короткі тіні й довге тіло визначають “ведмежий” характер свічки.

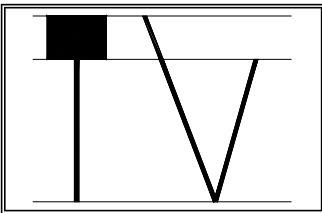
“Молот” і “Повішений” (Hammer & Hanging man)

7. Білий “Молот” або “Повішений”.



Ця свічка може мати як “бичачий”, так і “ведмежий” характер залежно від того, на якому ринку вона виникає. Як правило, є попередником розвороту тренду. При появі на “бичачому” тренді називається “молот”, а на “ведмежому” – “повішений”. Нижня тінь повинна бути, як мінімум, у два рази довшою за тіло. Верхня тінь або дуже коротка, або відсутня взагалі. Чим довшою буде нижня тінь і коротшою верхня, тим вищий потенціал розвороту свічки.

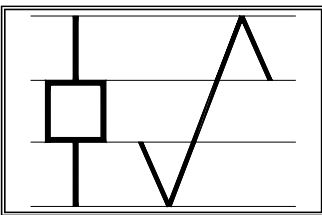
8. Чорний “Молот” або “Повішений”.



Діють усі характеристики, визначені для білого “молота” або “повісника”.

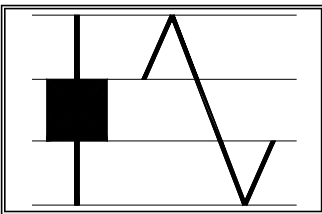
“Дзиги” (Spinning tops)

9. Біла “Дзига”.



Ці свічки мають невелике тіло, що визначає неспроможність жодної із сторін – “биків” і “ведмедів” – взяти гору. “Дзиги” звичайно з’являються у періоди консолідації ринку і набувають особливого значення в контексті ситуації.

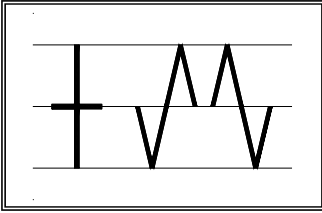
10. Чорна “Дзига”.



Діють всі характеристики, визначені для білої “дзиги”.

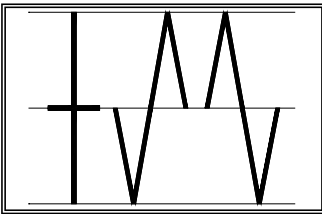
“Дожі” (Doji)

11. “Дожі”.



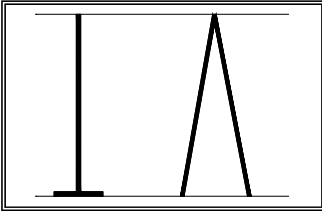
Ціни відкриття і закриття для всіх “дожі” однакові чи майже однакові. “Дожі” за своїми якостями нагадують “дзиги”, відрізняючись від них лише відсутністю тіла.

12. “Довгоногий дожі” та “Рікша” (Long-legged doji & Rickshaw man).



“Довгоногий дожі” відрізняється від звичайного наявністю однієї чи обох довгих тіней, що, як правило, тлумачать як непевність ринку, щодо визначення напрямку руху ціни. Якщо ціни закриття чи відкриття знаходяться у центрі свічки, такий “дожі” називається “рікша”. Її поява на сильному тренді – це сигнал до розвороту.

13. “Дожі-могильна плита” (Gravestone doji).



У “дожі-могильної плити” нижня тінь або дуже коротка, або відсутня, а ціни відкриття й закриття знаходяться на мінімумі. “Дожі-могильні плити”, як правило, є “ведмежими” свічками. Вони особливо важливі у періоди “бичачих” трендів. Чим довшою буде верхня тінь, тим сильніший сигнал, який подається свічкою.

Частина II

4792308 34978031 129 012490 3252 0034
9 4985209 4097460 3957239712934830

03 1 3
49 49 3
2 3 03
49 49 2 9
4 4 395
72 97 93 8
03 129 01
2 3 03
49 49 7 9
03 129 08
09 49 52 9
2 3 03
49 59 2 9
4 4 391
72 97 93 8
06 129 01
2 3 03

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

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

УЧАСНИКИ БІРЖОВИХ ОПЕРАЦІЙ

Біржовик може купити стільки цінностей, скільки забажає.
Його дохід не має вищої межі.

О. Штілліх, дослідник ф'ючерсних ринків

A**Теоретична частина**

- *Засновники та члени бірж. Їх права й обов'язки*
- *Учасники біржових сесій*
- *Біржові посередники: брокери, дилери*
- *Суть та основні 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 законодавства України (ЗУ “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;*
- *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.*

¹ Закон України “Про товарну біржу” //ВВРУ. –1992. –№10. –С.139.

² Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws

³ Биржевая деятельность: Учебник /Под ред. А.Г. Грязновой, Р.В. Кореневой, В.А. Галанова. –М.: Финансы и статистика, 1995. –С.57.

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 по 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. Число 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 торговельній 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 все більшої ваги набирають фінансові посередники. Такі тенденції спостерігаються на Лондонській біржі металів, Лондонській ф'ючерсній та опціонній біржі, де число членів, які торгують товарами, зменшується, а число 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 тисяч доларів США), потрібно мати позитивний імідж на відповідному ринку, який підтверджується тим, що про майбутнього члена біржі дадуть виключно 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 в центрах, так і на місцях. Вказаних вимог щодо членства ніхто не дотримувався. Біржі засновувалися в основному 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 в цілому поставок товарів за біржовими контрактами.

У підручнику О.І. Дегтярьової⁴, доцента Московського МДІМВ Університету МЗС Російської Федерації, наводяться діапазони вартості біржових місць двох чиказьких бірж, а саме: Чиказької торговельної палати (СВТ) та Чиказької товарної біржі (СМЕ) на кінець 1999 р. Повне членство вартувало від 450 до 535 тис. доларів США, асоційоване

⁴ Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.93.

членство – від 152 до 248 тис., членство за інтересами від 33 до 46 тис. Як бачимо, різниця є відчутною.

Отже, учасниками біржової торгівлі є як постійні члени біржі, так і тимчасові володарі прав на біржові місця. Саме вони мають право укладати угоди на ф'ючерсних біржах США.

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 тут 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 приймати участь у торгівлі як у ролі дилерів, так і брокерів, тобто здійснювати купівлю-продаж активів за власні та чужі кошти.

Франкфуртська біржа цінних паперів, на яку припадає 75% обороту акцій Німеччини, 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, 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 відношення до категорії членства. В одних країнах перевагу надають юридичним особам (Японія, Канада), в інших – фізичним (США), але у більшості країн, зокрема у 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 Додатку 9.1 показано договір про асоційоване членство Універсальної товарно-сировинної біржі⁵.

Аналізуючи склад засновників українських бірж 90-х років ХХ-го ст., особливо перших, приходимо до висновку, що ними були здебільшого виконкоми рад народних депутатів, територіальні органи держпостачу, працівники вищих закладів освіти та представники бізнесу. Зараз 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 частка окремого засновника, яка не може перевищувати 5% 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, приймати 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;*

⁵ www.utsb.aaa.ua

- 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 (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 у цілому. 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 вмело управляють фінансовими ризиками, використовуючи ф'ючерсні та опціонні контракти та їх гібридні та синтетичні комбінації.

Особливістю їх діяльності є не лише впровадження в управлінську практику існуючих фінансових інструментів та стратегій, але й вироблення абсолютно інноваційних. Саме такі учасники входять до складу членів провідних фондових бірж світу.

Це цікаво!

Близько 2000 інвестиційних фондів з \$250 млрд. власного капіталу щодня працюють над тим, щоб примножити цю суму. Таких учасників називають світовою фінансовою елітою. Їх імена знає увесь світ. До них належить Дж. Сорос, рівних якому по майстерності управління фінансами поки що немає. Статки тих, хто у 1969 р. інвестував у його Quantum Fund \$10.000 становлять сьогодні близько \$6 млн.⁶ Відомими є також імена Ст. Друкенмільера, Дж. Робертсона, якого Business Week назвав магістром чаклунства Уолл Стріт, В. Нідерхоффера, автобіографічна книга якого вийшла у російському перекладі⁷, М. Цвайга та багатьох інших.

До захоплюючих та глибоких за змістом належить книга “Биржа – гра на деньги”, написана торговцем цінними паперами з Уолл Стріт під псевдонімом “Адам Сміт”, у якій автор⁸ 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 приймає участь у процесі укладання угод безпосередньо, вкладаючи власний капітал, приймаючи на себе всі ризики.

Брокер – це посередник у вузькому розумінні цього слова, він лише зводить продавців та покупців, отримуючи за це винагороду у вигляді

⁶ Мировая лига спекулянтов //Капитал. –№5. –1998. –С.80-82.

⁷ Нідерхоффер В. Университеты биржевого спекулянта: Пер. с англ. –М.: КРОН-Пресс, 1998. –352с.

⁸ Смит А. Биржа – игра на деньги: Пер. с англ. –М.: Изд. дом «АЛЬПИНА», 2000. –285с.

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 додатках 9.1, 9.2, 9.3.

§ 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'юнктурою;
 - пройти процедуру акредитації на біржі, здати відповідні екзамени на предмет знання правил біржової торгівлі та ведення торгів;
- уміти працювати з клієнтами.
- 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-третє, брокер надає клієнтові допомогу в управлінні фінансовими та товарними активами, даючи змогу через укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів хеджувати цінові 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 законодавства 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, ними ж визначається 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 правил біржової торгівлі та рішень 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 та 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 у 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 складає 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 за опціон тощо.

Брокерські контори рекламують свою діяльність у засобах масової інформації, як правило, у діловій пресі, у мережі Internet. 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 асоціацію ф'ючерсної торгівлі, – яка взяла на себе виконання таких функцій⁹:

- 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 що 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 вимоги¹⁰:

- 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);

⁹ Товарні біржі в Україні: Аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. акад. УААН П. Саблука. –К.: Інститут аграрної економіки, 1997. –С.61.

¹⁰ Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –С.122.

- фінансові (торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність якщо має сплачений грошима статутний капітал у розмірі не менш як 120 тисяч гривень, брокерську діяльність та діяльність з управління цінними паперами – не менш як 300 тисяч гривень, андеррайтинг – не менш як 600 тисяч гривень.)¹¹;
- 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 із них є успішними, які орієнтуються на високий професіоналізм та ґрунтовне знання ринку.

З початку свого 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 ЗУ “Про товарну біржу” підкреслюється, що брокерами є фізичні особи, обов'язки яких полягають у виконанні доручень членів біржі стосовно укладання біржових угод. 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, але 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

¹¹ Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” www.zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws

у порівнянні з лімітованими замовленнями, у 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.

Як зазначає Голова Національної асоціації бірж України Г. Шевченко¹², 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 консультаційну роботу та розміри плати за надання такого виду послуг.

§ 9.5.

Правове регулювання брокерської діяльності

Крім названих вище ЗУ “Про товарну біржу”, “Про цінні папери та фондовий ринок”, діяльність брокерів регламентується Господарським та Цивільним Кодексами¹³ “Про державне регулювання ринку цінних паперів”¹⁴, “Про оподаткування прибутку підприємств”¹⁵, Кодексом законів України про працю 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. Саме постанова Кабінету Міністрів України “Про прискорення організації біржового сільськогосподарського ринку” №916 від 27.11.1995 р. законодавчо регламентує, що до складу засновників та членів аграрних бірж має входити не менше половини сільськогосподарських товаровиробників та представників переробної промисловості. У 2005 р. спеціальною постановою Кабінету Міністрів України

¹² Товарні біржі в Україні: Аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. акад. УААН П.Т. Саблука. –Київ: Інститут аграрної економіки, 1997. –278с.

¹³ Цивільний кодекс України (Відомості Верховної Ради (ВВР), 2003, №№ 40-44, ст.356) (із змінами, внесеними згідно із Законами

№ 980-IV (980-15) від 19.06.2003, ВВР, 2004, № 2, ст.6

№ 1255-IV (1255-15) від 18.11.2003, ВВР, 2004, № 11, ст.140

№ 1713-IV (1713-15) від 12.05.2004, ВВР, 2004, № 33-34, ст.403).

¹⁴ Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів” //ВВРУ. –1996. –№51. –С.292.

¹⁵ Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” //ВВРУ –1997. –№27. –С.181.

№1285 черговий раз прийнято рішення про створення аграрної біржі¹⁶. Станом на 06.09.2005 р. Міністерство аграрної політики регулює діяльність 34 бірж (табл. 9.1)¹⁷.

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 наступний висновок: без створення потужної брокерської індустрії становлення ефективного біржового ринку в Україні є неможливим.

Таблиця 9.1.

**Біржі, яким надано висновок
про їх відповідність вимогам затверджених наказом
Мінагрополітики України № 259 від 01 серпня 2003 року**

№ п/п	Найменування біржі	Регіон
1	2	3
1.	Кримська універсальна біржа	АР Крим
2.	Західноукраїнська регіональна агропромислова біржа	м. Львів
3.	Українська універсальна біржа	м. Полтава
4.	Харківська товарна біржа	м. Харків
5.	Луганська агропромислова товарна біржа	м. Луганськ
6.	Рівненська міжрегіональна товарно-майнова біржа "Прайс"	м. Рівне
7.	Тернопільська агропромислова біржа	м. Тернопіль
8.	Універсальна товарна біржа "Аукціонний дім"	м. Запоріжжя
9.	Універсальна біржа "Україна"	м. Харків
10.	Товарна біржа Київська агропромислова біржа	м. Київ
11.	Кіровоградська аграрна біржа	м. Кіровоград
12.	Хмельницька обласна товарна біржа	м. Хмельницький
13.	Товарна біржа "Катеринославська"	м. Дніпропетровськ
14.	Чорноморська регіональна товарна біржа АПК	м. Миколаїв
15.	Одеська товарна біржа	м. Одеса
16.	Подільська спеціалізована аграрна біржа	м. Хмельницький
17.	Товарна біржа АПК центральних областей України	м. Черкаси
18.	Чернігівська обласна товарна агропромислова біржа	м. Чернігів
19.	Українська аграрна біржа	м. Київ
20.	Універсальна товарна біржа "Укрресурс"	м. Київ
21.	Київська універсальна біржа	м. Київ

¹⁶ www.kmu.gov.ua

¹⁷ www.minagro.gov.ua

Продовження таблиці 9.1.

1	2	3
22.	Херсонська товарно-сировинна біржа “Кристал”	м. Херсон
23.	Донецька товарна біржа	м. Донецьк
24.	Українська універсальна товарна біржа	м. Київ
25.	Полтавська регіональна аграрно-промислова біржа	м. Полтава
26.	Одеська аграрна біржа	м. Одеса
27.	Івано-Франківська аграрна біржа	м. Івано-Франківськ
28.	Житомирська агропромислова товарна біржа	м. Житомир
29.	Запорізька товарна біржа “Гілея”	м. Запоріжжя
30.	Вінницька товарна універсальна біржа	м. Вінниця
31.	Волинська аграрна біржа	м. Луцьк
32.	Придніпровська товарна біржа	м. Дніпропетровськ
33.	Сумська товарна біржа “Сумиагропромбіржа”	м. Суми
34.	Кримська аграрна біржа	АР Крим



Резюме

Присутніх у біржовій залі учасників біржової торгівлі можна поділити на кілька груп. Основну групу складають засновники та члени біржі. Як свідчить зарубіжна практика, засновниками бірж упродовж 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.

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 приймає участь у процесі укладання угод безпосередньо, вкладаючи власний капітал, приймаючи 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.

?**B****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. Які права та обов'язки мають члени бірж України?
7. Назвіть основних учасників міжнародної ф'ючерсної біржової торгівлі.
8. Назвіть основних учасників міжнародних фондових бірж.
9. У чому полягає відмінність між дилером та брокером?
10. Які види брокерської діяльності Ви знаєте?

Г**Посилання і рекомендована література**

1. Биржевая деятельность: Учебник /Под ред. А.Г. Грязновой, Р.В. Корневой, В.А. Галанова. –М.: Финансы и статистика, 1995. –С.57.
2. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –С.122.
3. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.93.
4. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” //ВВРУ. –1997. – №27. –С.181.
5. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок”//www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/
6. Цивільний кодекс України (Відомості Верховної Ради (ВВР), 2003, №№ 40-44, ст.356) (Із змінами, внесеними згідно із Законами № 980-IV (980-15) від 19.06.2003, ВВР, 2004, № 2, ст.6 № 1255-IV (1255-15) від 18.11.2003, ВВР, 2004, № 11, ст.140 № 1713-IV (1713-15) від 12.05.2004, ВВР, 2004, № 33-34, ст.403).
7. Господарський кодекс України (Відомості Верховної Ради (ВВР), 2003, № 18, № 19-20, № 21-22, ст.144)
8. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів” //ВВРУ. – 1996. –№51. –С.292.
9. Мировая лига спекулянтов //Капитал. –№5. –1998. –С.80-82.
10. Найман Э.Л. Малая Энциклопедия Трейдера. –К.: Альфа Капитал, Логос, 1997. – С.192-210.
11. Нидерхоффер В. Университеты биржевого спекулянта: Пер. с англ. –М.: КРОН-Пресс, 1998. –352с.

12. Смит А. Биржа – игра на деньги: Пер. с англ. –М.: Изд. дом “АЛЬПИНА”, 2000. –285с.
13. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1996. –336с.
14. Сохацька О.М., Дениско О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. –К.: Тріада Плюс, 1994. –187с.
15. Товарні біржі в Україні: Аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / За ред. акад. УААН П.Т. Саблука. –К.: Інститут аграрної економіки, 1997. –278с.
16. Улыбин К.А., Андрюшина И.С., Харисова Н.Л. Брокер и биржа. Пособие для брокеров и их клиентов. –М.: Информ бизнес, 1991. –156с.
17. Ульрих Х., Егорова И.Б., Новицкий В.Г. Брокер и товарная биржа: принципы работы, терминология, документы. –К.: Фирма “ВИПОЛ”, 1992. –160с.
18. Энджел Л., Бойд Б. Как покупать акции: Пер. с англ. –М.: ПАИМС, 1992. –352с.
19. www.kmu.gov.ua
20. www.minagro.gov.ua
21. www.utsb.aaa.ua



Тести для перевірки знань до розділу 9

1. На закритих біржах під час торгів мають право знаходитися:

- | | |
|--|---|
| <i>а) члени біржі та їх представники, брокери;</i> | <i>в) члени біржі, засновники, відвідувачі;</i> |
| <i>б) оператори, що ведуть торги;</i> | <i>г) засновники та члени біржі.</i> |

2. Групу, яка контролює біржову діяльність представляють:

- | | |
|---|--|
| <i>а) гоф-маклери або брокери;</i> | <i>в) юристи, помічники брокерів;</i> |
| <i>б) представники державних комісій, члени біржового комітету, гоф-брокер;</i> | <i>г) співробітники підрозділів біржі.</i> |

3. У США розрізняють такі категорії членства на біржах:

- | | |
|--|---|
| <i>а) повні та місцеві члени;</i> | <i>в) повні та асоційовані члени;</i> |
| <i>б) повні та асоційовані члени, а також члени за торговельними інтересами;</i> | <i>г) члени за торговельними інтересами, спеціальні та асоційовані члени.</i> |

4. Спеціальне членство на біржах США мають:

- | | |
|---------------------------|-------------------------------|
| <i>а) юридичні особи;</i> | <i>в) асоційовані члени;</i> |
| <i>б) фізичні особи;</i> | <i>г) разові відвідувачі.</i> |

5. На європейських біржах розрізняють такі категорії членства:

- | | |
|---|---|
| <i>а) повне, асоційоване, місцеве;</i> | <i>в) асоційоване та місцеве;</i> |
| <i>б) повне, асоційоване, спеціальне;</i> | <i>г) повне членство та разові відвідувачі.</i> |

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) все вищезазначене.*

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 правил 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. Брокерські фірми створюються:

- а) членом біржі;*
- б) державою;*
- в) згідно законодавства;*
- г) членом біржі згідно законодавства.*

12. 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.*

13. Найважливішими компонентами брокерської діяльності є:

- а) дистрибуція та інформація про ціни;*
- б) комерційна діяльність;*
- в) комісійна діяльність;*
- г) досягнення власної вигоди.*

14. Брокерська діяльність в Україні регламентується:

- а) законами та нормативними актами, статутом та правилами біржової торгівлі;
б) біржовим законодавством;
- в) Міністерством економіки та міжнародної інтеграції;
г) ДКУПФР.

15. Основними законами, які регулюють брокерську діяльність в Україні є:

- а) ЗУ “Про цінні папери та фондовий ринок”, “Про товарну біржу”;
б) ЗУ “Про власність”, “Про підприємництво”;
- в) Господарський Кодекс, Цивільний Кодекс;
г) усі перераховані вище закони.



Ключові слова, нові терміни

- *учасники біржових операцій;*
- *засновники;*
- *члени біржі;*
- *брокери;*
- *дилери;*
- *спекулянти;*
- *хеджери;*
- *арбітражери;*
- *брокерська фірма;*
- *регулювання брокерської діяльності.*

Додаток 9.1.

ДОГОВІР НА АСОЦІЙОВАНЕ ЧЛЕНСТВО

Договір № _____
про асоційоване членство на біржі м. Київ " " _____ 200_ р.

Товарна біржа "Універсальна товарно-сировинна біржа", в особі Генерального директора Майстренка Ростислава Дмитровича, який діє на підставі Статуту, що іменується надалі "Біржа", з однієї сторони, та _____ в особі _____, який діє на підставі _____, що іменується надалі "Асоційований член біржі", з другої сторони, разом – Сторони, уклали цей договір про наступне:

1. Предмет договору

1.1. Біржа, на підставі положень Статуту, приймає _____
назва суб'єкта господарювання

в Асоційовані члени біржі на умовах, визначених цим договором та у відповідності з Правилами біржової торгівлі.

2. Строк дії договору

2.1. Договір укладається строком на 1 (один) рік з "___" _____ 200_ р. до "___" _____ 200_ р.

3. Права та обов'язки сторін

3.1. 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) при необхідності, в односторонньому порядку, достроково розірвати даний договір у випадках:
 - порушення терміну сплати належних платежів, передбачених Правилами біржових торгів та окремими угодами;
 - порушення умов даного Договору та норм законодавства у сфері біржової торгівлі.

3.2. Біржа зобов'язана:

- а) провести акредитацію Брокерів у відповідності із п.5. даного договору;
- б) створити необхідні умови для успішного виконання Брокерами своїх задач та функцій з урахуванням технічних можливостей Біржі;

3.3. Асоційований член біржі має право:

- а) діяти на Біржі у відповідності зі Статутом Біржі, Правилами біржових торгів, нормативними актами 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 п.п. "а", "б" п. 3.2. даного договору.
- в) здійснювати необхідні біржові операції з майном, яке допущено для обігу на Біржі.
- г) укладати угоди як від свого імені безпосередньо, так і за дорученням через своїх Брокерів.

3.4. Асоційований член біржі зобов'язаний:

- а) своєчасно сплачувати вступний та членські внески на рахунок Біржі;
- б) здійснювати свою діяльність на Біржі у відповідності з чинним законодавством України, Статутом Біржі, Правилами біржових торгів, іншими нормативними актами;
- в) перераховувати належні платежі на рахунок Біржі у строки та в розмірах, що встановлені Правилами біржових торгів та окремими угодами;
- г) протягом 3-х днів з моменту надходження заявки від продавця або покупця, надати Біржі інформацію на продаж або купівлю товарів на біржових торгах.

3.5. Асоційований член біржі користується всіма правами і несе рівні обов'язки, які передбачені для учасників біржових торгів Статутом Біржі, Правилами біржових торгів, іншими нормативними актами Біржі, чинним законодавством України, за винятком права на участь в управлінні Біржею.

4. Порядок і форма розрахунків

4.1. Не пізніше трьох днів з дати підписання договору, Асоційований член біржі зобов'язується перерахувати на поточний рахунок Біржі вступний внесок, який дорівнює 300 (триста) грн. 00 коп., без ПДВ. Після цього він отримує статус Асоційованого члена біржі, а договір вступає в законну силу. У разі несплати вступного внеску у вказаний термін, договір визнається недійсним без юридичних наслідків для Біржі.

5. Акредитація асоційованого члена біржі

- 5.1. Після отримання на свій розрахунковий рахунок суми вступного внеску, Біржа видає Асоційованому члену Свідоцтво встановленого зразка.
- 5.2. Асоційований член біржі видає наказ, в якому визначає брокерів з числа своїх працівників в кількості, необхідній для проведення біржових операцій.
- 5.3. Біржа, на підставі наказу Асоційованого члена біржі, акредитує його Брокерів та видає відповідні посвідчення, які дають право Брокерам проводити біржові операції.

6. Відповідальність сторін

- 6.1. У випадку порушення своїх договірних зобов'язань, Сторони несуть відповідальність згідно з Статутом, Правилами біржових торгів, чинним законодавством України.
- 6.2. Суперечки та розбіжності, що виникають в процесі виконання даного договору, вирішуються Сторонами шляхом переговорів, а у разі недосягнення згоди – у судовому порядку.

7. Форс-мажор

- 7.1. Сторони звільняються від відповідальності за часткове або повне невиконання зобов'язань за цим договором, якщо це невиконання є наслідком обставин непереборної сили, які Сторони не могли ні передбачити, ні запобігти.

8. Інші умови договору

- 8.1. При реорганізації Біржі за Брокером зберігається право роботи на торгах новоствореної господарської структури на підставі даного договору.
- 8.2. З питань, які не врегульовані цим договором, Сторони керуються чинним законодавством України.
- 8.3. Цей договір укладений у двох примірниках, по одному примірнику для кожної Сторони.
- 8.4. Після підписання цього договору всі попередні переговори за ним, листування, попередні угоди та протоколи про наміри з питань, що так чи інакше стосуються цього договору, втрачають юридичну силу.
- 8.5. Усі зміни та доповнення до тексту цього договору мають юридичну силу лише при взаємному їх підписанні Сторонами або їх уповноваженими представниками.

9. Юридичні адреси та платіжні реквізити сторін:

БІРЖА:

ТБ "Універсальна товарно-сировинна біржа"
03067, Україна, м.Київ, вул. Гарматна, 6
р/р 26001757272001 в КРУ КБ "Приватбанк",
МФО 321842, код ЄДРПОУ 32069037
Ідент.код ПДВ: 320690326589,
Свідоцтво платника ПДВ № 36065783

АСОЦІЙОВАНИЙ ЧЛЕН БІРЖИ:

_____ Р.Д. Майстренко

Додаток 9.2.

ДОГОВІР ДОРУЧЕННЯ №__.

М. _____ “__” _____ 200_ р.
 Брокерська контора _____, далі іменована БРОКЕР, в особі _____, який діє на основі Статуту, та _____, далі іменованій КЛІЄНТ в особі _____, який діє на основі _____, уклали цей договір про таке:

1. Відповідно з Договором №__ від “__” _____ 200_ р. на брокерське обслуговування Клієнт доручає, а Брокер зобов'язується укласти від імені Клієнта 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 _____
1. Вид доручення №__, його текстове формулювання (згідно з п.2.4. договору на брокерське обслуговування із зазначенням у необхідному випадку ціни) _____
2. Гарантії виконання зобов'язання (по п.3. договору на брокерське обслуговування):
 - ✓ _____
 - ✓ _____
 - ✓ неустойка за прострочку поставки або недопоставку товару в розмірі _____ % вартості товару. Сплата неустойки не звільняє від виконання зобов'язань.
3. 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 в розрахункових документах.
4. По укладеній на основі цього договору угоді отримує права та несе обов'язки Клієнт.
5. Розмір основної винагороди Брокеру (відповідно з договором на брокерське обслуговування, п.4.2.) _____
6. Строк дії договору: до “__” _____ 200_ р.

РЕКВІЗИТИ СТОРІН:

БРОКЕР:

Поштова адреса _____
 Розрахунковий рахунок № _____
 в _____

КЛІЄНТ:

Поштова адреса _____
 Розрахунковий рахунок № _____
 в _____
 Назва, адреса або транспортні реквізити відвантажувача/одержувача (непотрібне закреслити): _____

БРОКЕР _____ (підпис)

КЛІЄНТ _____ (підпис)

*Додаток 9.3.***ДОГОВІР КОМІСІЇ №_____.**

М. _____, "_____" _____ 200_р.
Брокерська контора _____, далі іменована БРОКЕР, в особі _____, який діє на основі Статуту, та _____, далі іменовані КЛІЄНТ в особі _____, який діє на основі _____, уклали цей договір про таке:

1. Відповідно з Договором №__ 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 по 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 в розрахункових документах.
5. По угодах з товаром, здійснених на основі цього договору, Брокер отримує права та несе обов'язки сторони по договору. 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 з договором на брокерське обслуговування, п.4.2.) _____
7. Строк дії договору: до "_____" _____ 200_р.

РЕКВІЗИТИ СТОРІН:**БРОКЕР:**

Поштова адреса _____
Розрахунковий рахунок № _____
в _____

КЛІЄНТ:

Поштова адреса _____
Розрахунковий рахунок № _____
в _____
Назва, адреса або транспортні реквізити відвантажувача/вантажоодержувача (непотрібне закреслити): _____

БРОКЕР _____ (підпис)

КЛІЄНТ _____ (підпис)

Розділ 10

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

ОРГАНІЗАЦІЯ БІРЖОВИХ ТОРГІВ

Біржова гра – гра досить жорстка. Той, хто бажає в ній успіху, повинен досить серйозно продумувати всі ходи. Грати бездумно або виходячи із внутрішніх психологічних проявів – розкіш неприпустима.

О. Елдер, біржовий трейдер

A**Теоретична частина**

- *Організаційна структура управління біржею*
- *Порядок укладання біржових угод*
- *Організація діяльності брокерських фірм*
- *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;
- організація процедури клірингу та фінансових гарантій виконання біржових угод;
- наявність ліквідних біржових контрактів (спотових, ф'ючерсних та опціонних);
- продумана процедура оперативного укладання угод.

В умовах вибухового розвитку комп'ютерних технологій та глобальних мереж наявність приміщення поступово втрачає актуальність, їй 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 складає 24 години на добу. Сьогодні та в значний період часу 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,

¹ Дегтярева О.И., Кандианская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.82.

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, в основному 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 призводить до того, що вони уже не можуть існувати у статусі безприбуткових організацій. До головних причин, які спонукають змінювати століттями напрацьований статус, можна віднести суттєве зростання витрат на реорганізацію, впровадження електронних торговельних систем. Одним із 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 виключенням 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, які і функціонують сьогодні в Україні, вбирають в 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.

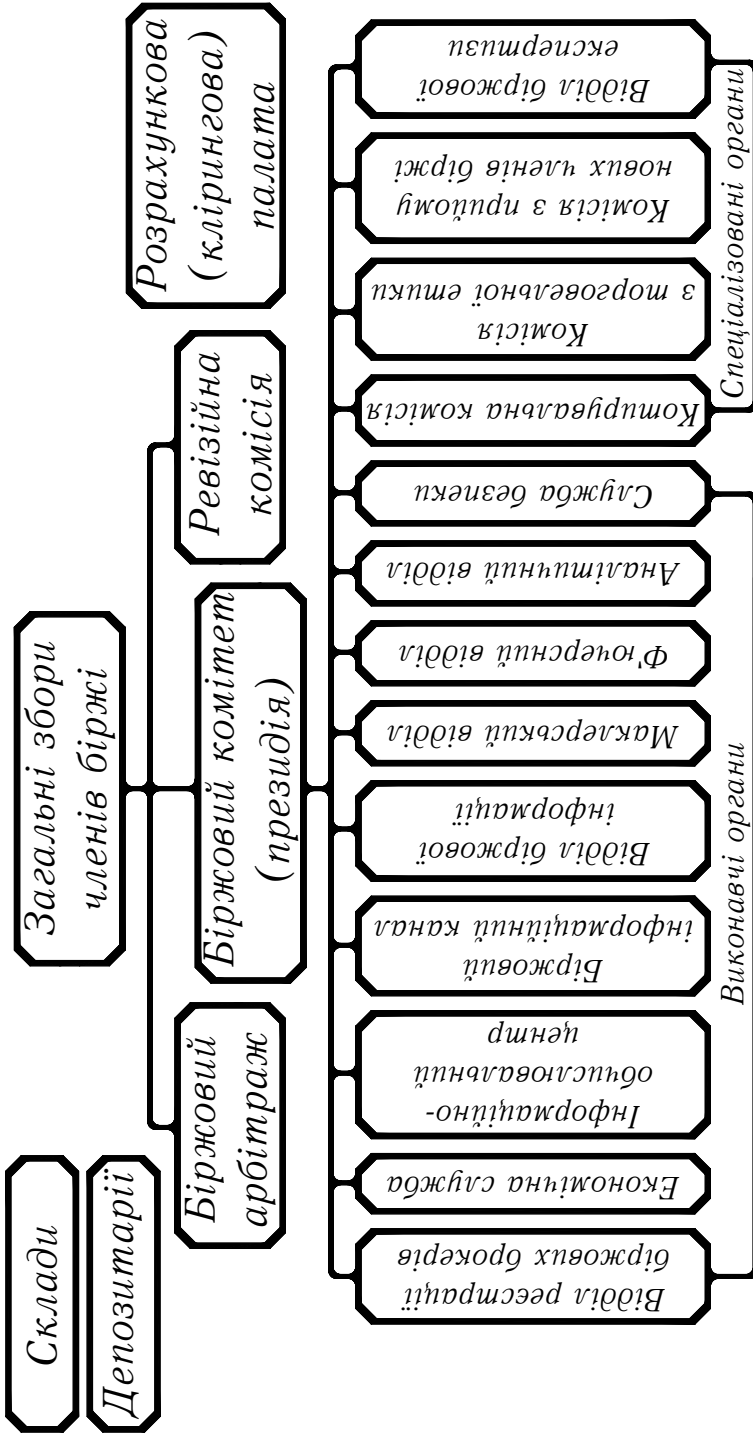
Типову організаційну структуру біржі показано на рис. 10.1.

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**.

² Товарні біржі в Україні: Аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. акад. УААН П.Т. Саблука. –К.: Інститут аграрної економіки УННА, 1997. –68с.

Рис. 10.1.

Типова організаційна структура біржі



Крім зазначених виборних органів, на загальних зборах обирається склад *виконавчого комітету*, або *правління біржі* та затверджується організаційна структура управління біржі.

Українські біржі мають різний правовий статус, так як згідно Закону України “Про товарні біржі”³ вони є некомерційними асоціаціями, згідно Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”⁴ – акціонерними товариствами. До того ж українське законодавство поки що не передбачає статусу неприбуткового акціонерного товариства, найбільш поширеного у США та Великобританії. При його удосконаленні та приведенні у відповідність із світовим, варто мати на увазі той факт, що на зарубіжних біржових ринках сьогодні спостерігається тенденція до комерціалізації роботи бірж, перетворення їх у бізнесові корпорації, що активно виходять на фондовий ринок з акціями власних емісій.

Загальні збори членів біржі бувають щорічними та позачерговими. Останні скликаються біржовим комітетом, ревізійною комісією або членами біржі, які володіють не менше 10% голосів. До виключної 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 біржі⁵.

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;

³ Закон України “Про товарну біржу” // ВВРУ. – 1992. – №10. – С.139.

⁴ Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” // www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/

⁵ Биржевое дело: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 1998. – С.113-147.

- підготовка та проведення загальних зборів членів біржі;
- обґрунтування розмірів пайових, комісійних та маржевих внесків;
- керівництво біржовими торгами;
- прийом 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.

Заслуговує на увагу зарубіжний досвід формування Біржових та Виконавчих комітетів. Так, на Нью-Йоркській товарній біржі (NYMEX), де в основному торгують ф'ючерсними контрактами на нафту та продукти її переробки, Біржова рада складається з 25 осіб, які представляють чотири категорії членства, а саме торговців нафтою, брокерів у біржовому кільці, комісійні будинки та публіку.

Виконавчий комітет Чиказької торговельної палати (CBOT) 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, 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 правил.

Як бачимо, комітети найбільшої товарної ф'ючерсної біржі світу охоплюють всі багатогранні сфери її діяльності як у торгівлі від зернових до цінних паперів та індексів акцій провідних фондових бірж, так і у 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. Для прикладу, на рис. 10.2 показано організаційну структуру управління Токійською фондовою біржею⁶, яка працює як у традиційному режимі, так і в режимі електронних торгів, про що свідчить наявність відповідних відділів.

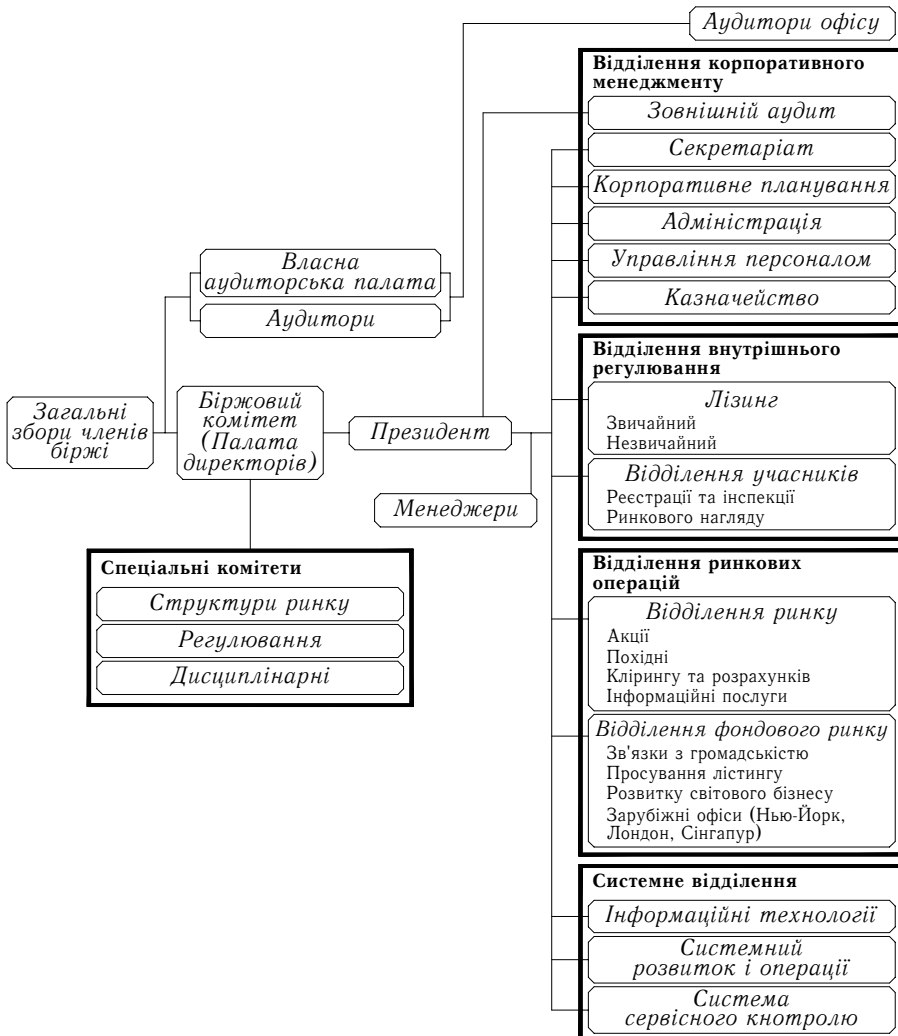
Варто окремо зупинитися на вивченні функцій деяких комітетів (підрозділів) біржі. До таких належать арбітражний комітет та котирувальна комісія.

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 досить 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.

⁶ 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 Internet, 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. Тут лише зазначимо, що функції Розрахункової (клірингової) установи полягають у 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 уже було сказано вище. У депозитаріях зберігаються цінні папери, випущені у бездокументарній – електронній – формі.

§ 10.2.

Порядок укладання біржових угод

Як уже 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) в операційній залі є чотири секції:

- сільськогосподарська сировина (пшениця, кукурудза, соя та продукти її переробки, овес, рис);
- процентні ставки;
- фондові індекси;
- метали;

З 2003 р. Чиказька біржа – СМЕ, на якій торгували живою худобою та м'ясом, іноземною валютою та євродоларами, відсотковими ставками та дивідендами на акції⁷ відкрила ще 6 нових секцій, тепер на цій біржі налічується 9 секцій:

- сільськогосподарські товари;
- валюта;
- процентні ставки;
- економічні деривативи;
- індекси ринку капіталів;
- енергетичні індекси;
- індекси ринку нерухомості;
- ф'ючерсні контракти з дохідною складовою⁸.

За час, що минув після видання підручника⁹ на цій біржі відбулися суттєві зміни. Так до трьох 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 торгівельний баланс США тощо.

Ще одним нововведенням у сфері інвестицій у золото став запуск на початку грудня 2003 р. ф'ючерсних контрактів дохідної складової Gold TRAKRS (Total Return Asset Contracts) Futures на Чиказькій товарній біржі, СМЕ. Цей інструмент виявився шостим за рахунком в серії подібних ф'ючерсних контрактів, що розроблялися спільно СМЕ та інвестиційного банку 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.

На відміну від традиційних ф'ючерсних контрактів, динаміка Gold TRAKRS залежить не тільки від цін на товарному ринку, але й доходу, що може бути отриманий при позичці золота. Подібно біржовим контрактам на фондові індекси, TRAKRS також є інструментами, орієнтованими на індекси. Gold TRAKRS Index дозволяє відслідковувати наявну

⁷ Дегтярева О.И. Биржевое дело. Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.106.

⁸ www.cme.com

⁹ Сохацька О.М. Біржова справа: Підручник. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – 602 с.

ціну золота та сумарний дохід, що накопичується за ставкою, за якою золото може бути виданим в кредит строком на один місяць.

Використовується в якості оригінального способу опосередкованого вкладання коштів у золото, що дозволяє “сполучити приємне з корисним”, варто згадати гру на прогнозах цін, або спред-бетинг. Можливість зіграти на майбутній зміні ціни на золото надають такі компанії, як Cantor Index, City Index і IG Index. Суть методу полягає в тому, що компанії виставляють діапазон цін (в американських доларах за тройскую унцію) на певний період часу в майбутньому, а гравці намагаються прогнозувати, чи виявиться реальна ціна вище або нижче встановленої¹⁰.

Для більшості європейських бірж практикується виділення окремої кімнати для торгівлі окремим біржовим активом. У цілому, операційні зали повинні задовольняти наступні умови:

- бути достатньо великими, в них повинні вільно розмішуватися всі брокери та їх помічники, а також службовці біржі;
- торгівля в одній секції повинна не заважати торгівлі у 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. Операційні зали бірж займають величезні площі, так, операційна зала СВОТ має 5 тисяч квадратних метрів. У Нью-Йорку в 1997 р. було побудовано спеціальний біржовий центр (Commodity Exchange center), в якому розмістилися чотири біржі: Нью-Йоркська товарна (COMEX), Нью-Йоркська товарна (NYMEX), Біржа кави, цукру, какао (CSCE) та Біржа бавовни (CE)¹¹. Після злиття двох перших бірж було оголошено про будівництво нової біржі на Манхеттені, яка розмістилася у двадцятиповерховому приміщенні. Біржа має дві зали площею по 2000 квадратних метрів кожна, її будівництво коштувало 225 млн. доларів. В цілому торговельна площа Лондонської біржі фінансових ф'ючерсів (LIFFE) складає близько 8300 квадратних метрів, і це на біржі, якої двадцять років тому ще не існувало. Як уже вказувалось вище в свою чергу ця біржа була поглинута біржею 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 *nimiti*. На американських біржах піт має форму восьмикутної піднятої платформи зі сходами, що спускаються до її середини на рівень підлоги біржової зали.

¹⁰ www.worldcrisis.ru

¹¹ Дегтярева О.И. Биржевое дело. Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.107.

Кожна сходинка відповідає місяцеві поставки за ф'ючерсним контрактом. Так у піті, де торгують пшеничним ф'ючерсом (СВОТ), 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 рахунку брокерів. Далі ця інформація поступає на табло у піті та у вигляді біжучої 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 черзі¹².

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. Все 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.

¹² Дмитрук Б.П. Організація біржової діяльності в агропромисловому комплексі: Навчальний посібник. –К.: Либідь, 2001. –С.75.

На інформаційному табло по кожному контрактному місяцю 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 ударом молотка по тарілці, на Чиказькій товарній біржі уже 80 років для цього використовується дзвін, який став історичною цінністю. 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-Йорку 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 уже 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.

Подвійний аукціон як метод публічної торгівлі передбачає, що продавець та покупець 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 в основному будується на цьому методі. Пропозиції продавців та покупців виголошуються 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 уже названої, а для покупця менше 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 виголошувати 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 Чиказькій торговельній палаті спочатку викрикує 5 березневих по 20, що означає бажання продати 5 березневих ф'ючерсів на кукурудзу за ціною 270 центів за бушель (ця сума не називалася, оскільки на табло уже була сума 290, яку наш продавець зменшив на один тік). Як бачимо, ціна називається скорочено. Після укладання угоди брокери у ямі повинні вписати інформацію про угоду у торговельну картку або у бланк наказу. Форму наказу-торговельного ордеру 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

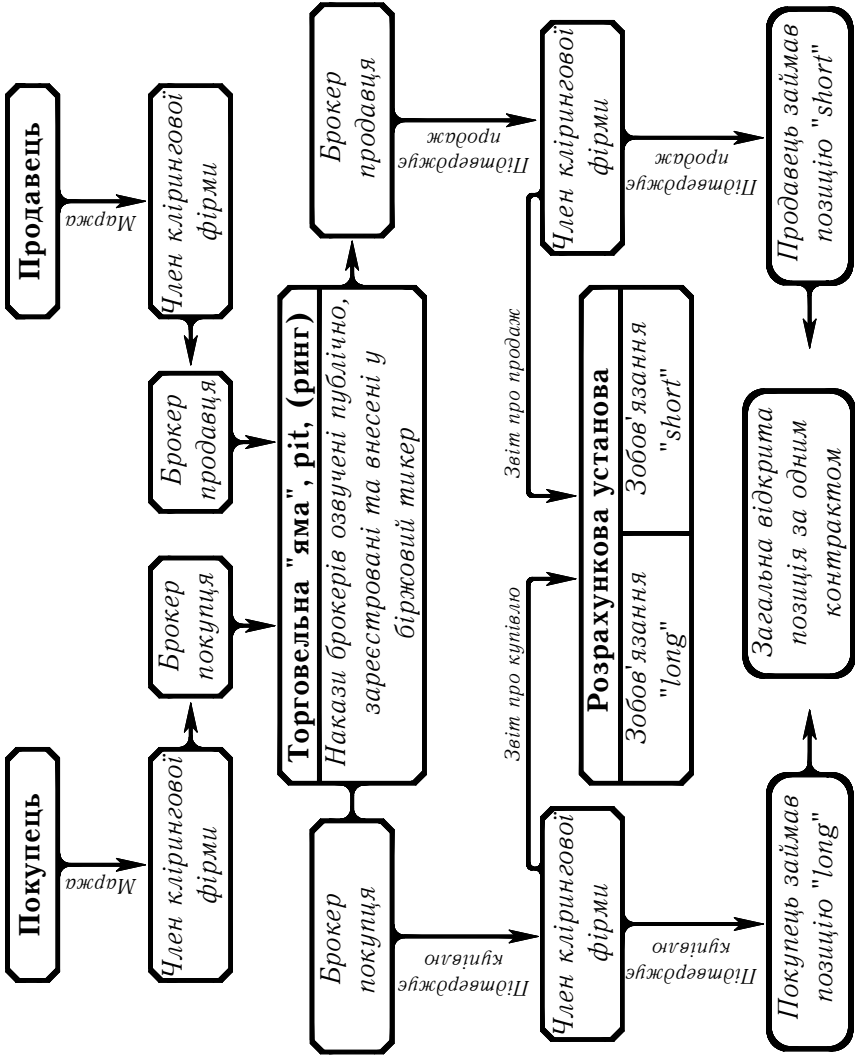
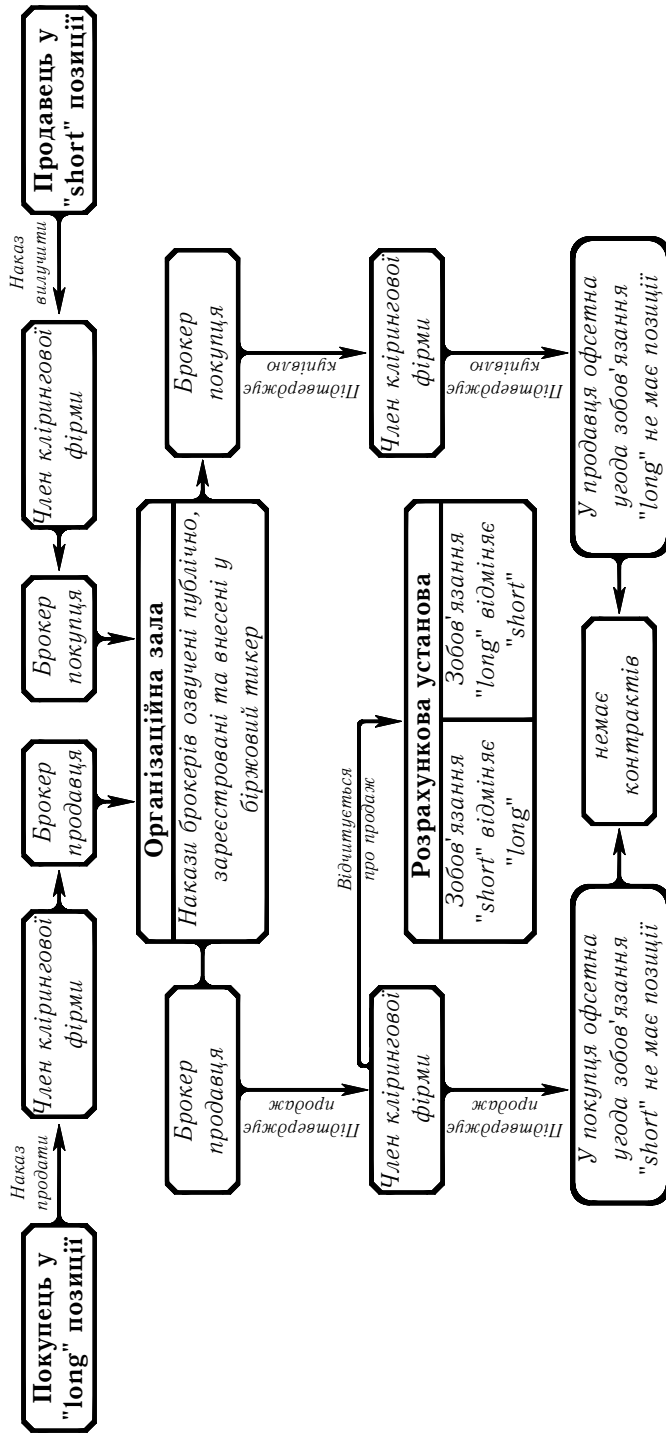


Рис. 10.4.

Схема ліквідації ф'ючерсних угод



Після отримання наказу брокер намагається виконати його у біржовому кільці. Для цього йому необхідно не лише викрикнути своє замовлення, але й підтвердити його через систему жестів. На рис. 10.5 показано типові жести біржовиків.

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 скидки 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.



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 компанії або їх реклама. Повні та асоційовані члени біржі носять відповідні значки, які дають змогу легко відшукати того, хто має конкретні права на даній біржі. Так, у Чиказькій торговельній палаті (СВОТ) повні члени мають жовті значки, асоційовані – червоні, зелені – торговці товарними опціонами, чорні – торговці індексами акцій та коштовними металами¹³.

¹³ Дегтярева О.И. Биржевое дело. Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.115.

§ 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 в якості 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 рахунку.
- Відділ маржі встановлює вимоги до розміру маржі, дає дозвіл на торгівлю. Слідкує за станом рахунку в процесі торгівлі, виписує вимоги щодо поповнення маржі, якщо це необхідно. Цей відділ дає дозвіл на зняття коштів із рахунку клієнта та його закриття.
- Відділ наказів забезпечує передачу наказів до біржової зали або у електронну торговельну систему. Накази поступають електронною поштою або по телефону. Потужні брокерські фірми мають власні телеграфні системи, які є електронно-комунікаційними сітками, які з'єднують брокерську фірму з операційною залою 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, тому, якщо потрібно швидше виконати замовлення його передають по телефону прямо посильному у біржову залу.

- Відділ обробки даних (клірингу) звіряє всі укладені угоди, складає звіти по 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.

§ 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 досить 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. Типову угоду про брокерське обслуговування показано у додатку 9.1. 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 ринку таких налічувалося близько 240. Значну роль відіграють також потужні інвестиційні банки, серед яких особливо виділяються "Citibank", "Deutsche Bank", "Morgan Stanley", "Merrill Lynch" тощо. До учасників ф'ючерсних бірж належать також торговельні компанії, які працюють з реальним товаром, хоча можна навести приклад корпорації "Commodity Servis", яка безпосередньо працює лише на строкових ринках, є членом 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 (додаток 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 прийняти 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 рахунку;
- 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 підтверджуючі 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 рахунку брокер повинен здійснювати наступні дії:

- забезпечити внесення відповідного рівня депозитного внеску;
- приймати та передавати у біржове кільце всі накази клієнта;
- надавати постійну інформацію про стан його рахунку.

Брокер може укласти 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.

§ 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. В день укладання угоди на рахунок робиться запис, крім того брокер посилає клієнту звіт про результат укладеної угоди. В кінці місяця він висилає звіт про стан рахунку 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 наступні 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 рахунку на останній день місяця, всі депозити та зняті з рахунку 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 (introducing brokers), 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.

Операційна зала та її секції плануються так, щоб учасники біржової торгівлі мали можливість швидко укладати угоди. Для цього торговельні секції діляться на торговельні місця – “ями”, або піти. На американських біржах піт має форму восьмикутної піднятої платформи із сходами, що спускаються до її середини на рівень підлоги біржової зали. Кожна сходинка відповідає місяцеві поставки за ф'ючерсним контрактом. На європейських біржах торговельні місця називають рингом,

або кільцем, навколо якого розмішуються 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 рахунку брокерів. Далі ця інформація поступає на табло у піті та у вигляді біжучої 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.

Вздовж периметра біржової зали, як правило, розмішуються робочі місця членів біржі, або акредитованих брокерів. Ці місця оснащені засобами сучасного зв'язку.

Подвійний аукціон як метод публічної торгівлі передбачає, що продавець та покупець 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. У чому полягає некомерційний статус ф'ючерсної біржі?
2. Яку організаційну структуру управління мають біржі?
3. Які органи управління біржею відносять до спеціалізованих?
4. Яку будову має операційна зала біржі?
5. Що таке піт?
6. Назвіть основні біржові жести.
7. У чому полягає процедура відкриття ф'ючерсного рахунку?
8. Які види рахунків Ви знаєте?
9. Назвіть форми звітів брокерів перед клієнтами.
10. Які ланки клірингу Ви знаєте?



Посилання і рекомендована література

1. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998.
2. Дегтярева О.И. Биржевое дело. Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000.
3. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
4. Дмитрук Б.П. Організація біржової діяльності в агропромисловому комплексі: Навчальний посібник. –К.: Либідь, 2001. –С.75.
5. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” //www.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/
6. ВВРУ. –1991. –№38. –С.508.
7. Закон України “Про товарну біржу” //ВВРУ. –1992. –№10. –С.139.
8. Товарні біржі в Україні: Аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / За ред. акад. УААН П.Т. Саблука. –К.: Інститут аграрної економіки УННА, 1997.
9. www.tse.or.jp
10. www.worldcrisis.ru



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,
 - 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:

- a) безготівкові розрахунки;
- б) купівля контрактів;
- в) продаж контрактів;
- г) отримання доходу.

13. Система клірингу складається з таких ланок:

- a) 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:

- a) 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:

- a) 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:

Кожен контракт на золото у Чиказькій торговельній палаті (СВОТ) містить 100 трійських унцій. Визначити розмір депозитного внеску до клірингової установи, якщо поточна ціна становить \$380 за трійську унцію, середнє значення щоденних абсолютних коливань становить \$10 за унцію. Стандартне відхилення від розподілу абсолютних щоденних цінових коливань становить \$3 за унцію.

Визначити: розмір депозитного внеску, використавши формулу:

$$m + 3s,$$

де m – середнє значення абсолютних коливань;
 s – стандартне відхилення.

Задача № 3.

Умова:

Власник млинів має на ф'ючерсному рахунку \$20 тисяч. У нього відкрито 10 позицій покупця на кукурудзу з ціною 270 центів за один бушель. Ціни на біржі вирости до 300 центів за бушель.

Визначити: як зміниться його рахунок?

Задача № 4.**Умова:**

Розрахуйте розмір депозитного внеску за 15 довгими позиціями на британські фунти стерлінгів, якщо їх розмір становить 400 базисних пунктів вартістю 12,5 долара США кожен.

Задача № 5.**Умова:**

Депозит на нафтовий ф'ючерсний контракт становить \$2000.

Визначити: яку частину вартості контракту становить депозит, якщо ціна на нафту становить 22 долара за барель?

E**Ключові слова, нові терміни**

- *клірингова установа;*
- *біржове кільце;*
- *біржова сесія;*
- *біржові жести;*
- *рахунок хеджовий;*
- *рахунок спекулятивний;*
- *техніка торгівлі;*
- *підтвердження;*
- *звіт брокера.*

Розділ 11

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

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

A**Теоретична частина**

- *Суть біржового клірингу*
- *Історія становлення біржових клірингових установ*
- *Особливості функціонування клірингових установ ф'ючерсних бірж*
- *Маржа у ф'ючерсній торгівлі*
- *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. Вперше кліринг почали використовувати між англійськими банками в середині XVIII ст. через нестачу металевих грошей та з розвитком кредитних відносин. Пізніше виникають спеціальні клірингові установи, палати, які здійснювали заліки взаємних вимог банків у Лондоні в 1775 р., Нью-Йорку – в 1852, Парижі – в 1872, Берліні – у 1853 р. У сучасних умовах кліринг набув широкого розвитку. Так лише через розрахункову палату Лондона щодня проходить майже 7,5 млн. чеків на суму понад 28 млрд. фунтів стерлінгів¹.

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 в цілому. Лише ті біржі, що своєчасно подбали про запровадження розрахункових центрів або установ, вижили і сьогодні відіграють помітну роль в економіці.

В Україні цій сфері біржової діяльності донедавна не приділяли належної уваги ні вчені, ні практики. Лише після виходу розпорядження Президента України “Про заходи щодо прискореного розвитку фондового ринку України” від 19 червня 1998 р. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробляє проект Закону України “Про похідні цінні папери”, де вперше вводиться поняття «*клірингова палата*», підрозділ організатора торгівлі або юридична особа, що здійснює кліринг та облік прав власності за угодами з похідними цінними паперами, укладеними під час торгів².

Однак цей законопроект не був прийнятим Верховною Радою України. Натомість 21 грудня 2001 р. у першому читанні пройшов законопроект, запропонований головою підкомітету з питань господарського законодавства Комітету з питань економічної політики, управління народним господарством, власності та інвестицій С.О. Москвіним.

Цей законопроект має назву “Про строкові фінансові інструменти”. У ньому вводиться поняття «*клірингова установа*» як юридична особа або підрозділ біржі, що гарантує кліринг та розрахунки за опціонами та ф’ючерсами, які допущені до торгів на біржі.

¹ Економічна енциклопедія: У 3-х тт. Т.1 /Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. –К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. –С.773-774 (“Кліринг”).

² Закон України “Про похідні цінні папери” (проект) //www.zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/

Дану проблему висвітлено в ряді статей, посібнику та монографії³. Перспективам створення в Україні клірингової установи щодо операцій з ф'ючерсами та опціонами присвячена стаття С. Геворгяна⁴. Ознайомлення з названими законопроектами та вказаною статтею показало, що і далі серед законодавців побутує думка, що клірингова установа повинна створюватися як банківська, в той же час розрахунково-клірингова та депозитарна діяльність повинні бути винятковими. *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 і надання інформації про торговельні операції.

Розрахункові палати 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 сегменту фінансового ринку в цілому.

З середини і до кінця другої половини минулого століття товарні біржі були по суті ринками торговельних угод з розрахунком готівкою. Покупці і продавці зустрічалися, домовлялися про ціни і здійснювали товарні поставки.

Із зростанням обсягів торгівлі прями торговельні операції між продавцями і покупцями ставали громіздкими і малоефективними. Один і той самий товар багаторазово купувався і перепродувався до його фактичної поставки.

³ Сохацька О.М., Дениско О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. –К.: Тріада Плюс, 1994. –187с.

Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.146-192.

Економічна енциклопедія: У 3-х тт. Т.1 /Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. –К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. –С.774-775 (стаття “Кліринг біржовий”, авт. Сохацька О.М.).

⁴ Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій із ф'ючерсами та опціонами //Вісник НБУ. –№6. –2000. –С.44-46.

Подібний складний торговельний ланцюжок операцій потребував посередників між продавцем та покупцем – брокерів. Брокери почали укладати контрактні угоди, організовувати поставки та перехід грошових коштів. Брокерські фірми здійснювали рахунки клієнтів за торговельними операціями в бухгалтерських книгах подвійного запису. Сьогодні подібний метод розрахунку називається кільцевим.

Кільцевий метод розрахунків за угодами задовольняв потреби форвардних ринків до 20-х років ХХ-го століття.

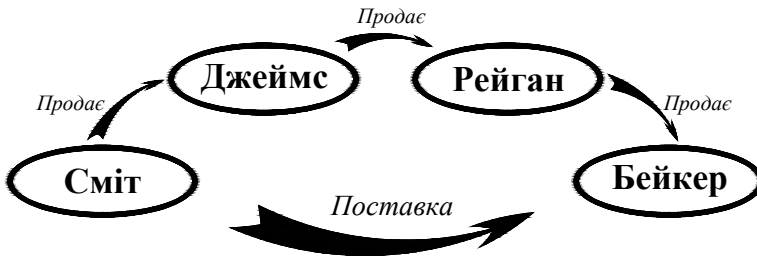
Транспортні витрати за угодами з реальним товаром допускалися згідно з вимогами контракту. Витрати за зберігання товарів на біржі до їх продажу лягали на продавця, після продажу – на покупця, якщо іншого не було передбачено у контракті.

Розрахункові палати (або центри) при біржах виростили з практики торгівлі реальним товаром. Спочатку на біржах реального товару продавець та покупець регулювали питання розрахунків та поставки, як правило, при укладанні угоди. Потім з'явився брокер, який за невеликі комісійні взяв на себе функцію організації розрахунків та поставки товарів.

Ця практика дозволила платити не одразу, а в момент поставки товару. Крім цього, з'явилась можливість перепродажу однієї і тієї ж партії товарів декілька разів. Склався так званий *ринку принципалів*. Він передбачав, що члени біржі, які уклали угоди **в кільці** за дорученням клієнтів, виконують свої зобов'язання за контрактом як безпосередні учасники угоди (принципали). За такою системою клієнти членів біржі не вносили власних коштів як фінансової гарантії виконання біржових угод. Ця система збереглася сьогодні лише на Лондонській біржі металів (LME). Вона вимагала великих фінансових коштів від принципалів і була виправданою на ринку реального товару. При переважанні на ринку спекулятивних операцій, обсяг торгівлі якими, як правило, суттєво перевищує обсяги торгівлі на фізичних ринках, такий метод розрахунків може призвести до неплатоспроможності клієнтів і самих членів біржі. Такі випадки неодноразово траплялися на тій же LME, особливо при торгівлі оловом. Ця торгівля була припинена у 1985-1989 рр. у зв'язку з тим, що міжнародна організація з олова не змогла розрахуватися за укладені контракти, і принципали біржі зазнали суттєвих збитків. На інших біржах її замінила система клірингових розрахунків, що вимагає внесення депозитів як фінансових гарантій усіма учасниками біржової торгівлі.

Службовці брокерських фірм (принципали) на LME здійснюють рахунки клієнтів за торговельними операціями у бухгалтерських книгах подвійного обліку – це і є кільцевий метод. Для наочності подаємо його графічно (рис. 11.1).

Рис. 11.1.

Кільцевий метод обліку біржових операцій

Нехай брокер отримав від клієнта (Джеймса) розпорядження купити пшеницю за ф'ючерсним контрактом. Брокер виконав розпорядження, купив пшеницю у Сміта, при цьому в розрахунковій книзі з'являється запис про те, що Джеймс купив у Сміта. Потім Джеймс, бажаючи отримати прибуток внаслідок підвищення ціни, приймає рішення компенсувати, або ліквідувати свої контракти, продаючи таку ж кількість пшениці за ф'ючерсним контрактом. Він віддає своєму брокерові відповідне розпорядження. Товар знову пропонується на ринку. Його купує Рейган, який через два дні сам продає ці контракти через брокера Бейкера, мельникові, який вирішує прийняти товар по закінченні строку дії контракту. Брокер Бейкера організовує поставку і розрахунок між ним та першим продавцем – Смітом. Всі зобов'язання Рейгана і Джеймса анульовані рівними і оберненими ф'ючерсними операціями.

§ 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-му ст. Контракти на зерно на таких умовах уклалися з XVII-го ст.

Опціонні контракти уклалися в Амстердамі. Ці контракти встановлювали ціну, за якою продавець надавав покупцеві право придбати партію товару у визначений термін в 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-го століття 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. Зимомо неможливо було переправити товар у Чикаго, оскільки ріки замерзали. Торговці укладали угоди про перевезення зерна за готівку власником елеваторів до Чикаго на умовах поставки товару у визначений строк в майбутньому. Це не лише дозволяло їм забезпечити гарантовану ціну товару в майбутньому, але 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 палата 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 палата товарної біржі ЛТД за взірцем Лон-

донської 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 вказаної 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.

Особливості функціонування клірингових палат ф'ючерсних бірж

Щоб Клірингова палата могла повністю займатися своєю діяльністю і виконувати свої обов'язки, кожен член біржі повинен діяти згідно з встановленими **Правилами біржової торгівлі**. Торговець, який купив місце на біржі, вважається членом біржі, проте не всі біржові члени є одночасно

членами Клірингової палати.

На відміну від ф'ючерсних товарних бірж, членами яких у країнах Заходу можуть бути, як правило, фізичні особи, членами клірингових організацій стають здебільшого фірми та об'єднання, такі як міжнародні біржові брокерські компанії, підприємства переробної промисловості, незалежні комерційні фірми та фінансові установи. На деяких біржах окремі особи можуть брати участь у розрахунковій діяльності, їм дозволяється робити розрахунки за власними рахунками, але не для клієнтів чи третіх сторін.

Протягом робочого дня на біржі здійснюється велика кількість операцій. Процес порівняння у цих угодах часу поставки товару і ціни – не просте завдання. Саме його покликана виконувати Клірингова палата. Кожна клірингова палата є помічником біржі і тому вони тісно співпрацюють. Основна місія палати – виконання всіх щоденних перехресних операцій, поєднуючи угоди одного члена палати з іншими. Всі операції протягом робочого дня мають бути завершеними до початку наступного дня торгів. Палата також гарантує виконання кожного контракту. Іншими словами, вона забезпечує належну своєчасну поставку кожному покупцеві (якщо покупець бажає отримати поставку) і розрахунок за поставку продавцеві (якщо продавець бажає доставки товару). Членство у Кліринговій палаті не є примусовим, але кожний член біржі, який виконує операції від власного імені чи від імені клієнта, має реєструвати їх через члена Клірингової палати.

Член клірингової палати має відповідати жорстко встановленим фінансовим та іншим вимогам. Вони інші до різних рівнів кваліфікації членства в даній організації. Однією зі кваліфікаційних вимог є розташування офісу поблизу самої Клірингової палати. Ця вимога обумовлюється терміновістю передачі *нотисів поставок* і щоденним збором інформації про операції. У Кліринговій палаті на документах вказуються лише імена її членів, ім'я клієнта – ніколи. Всі, хто не є членами Клірингової палати, але реєструють свої операції через її членів, відповідають перед членами палати, а не перед самою Кліринговою палатою.

Клірингова палата на біржі:

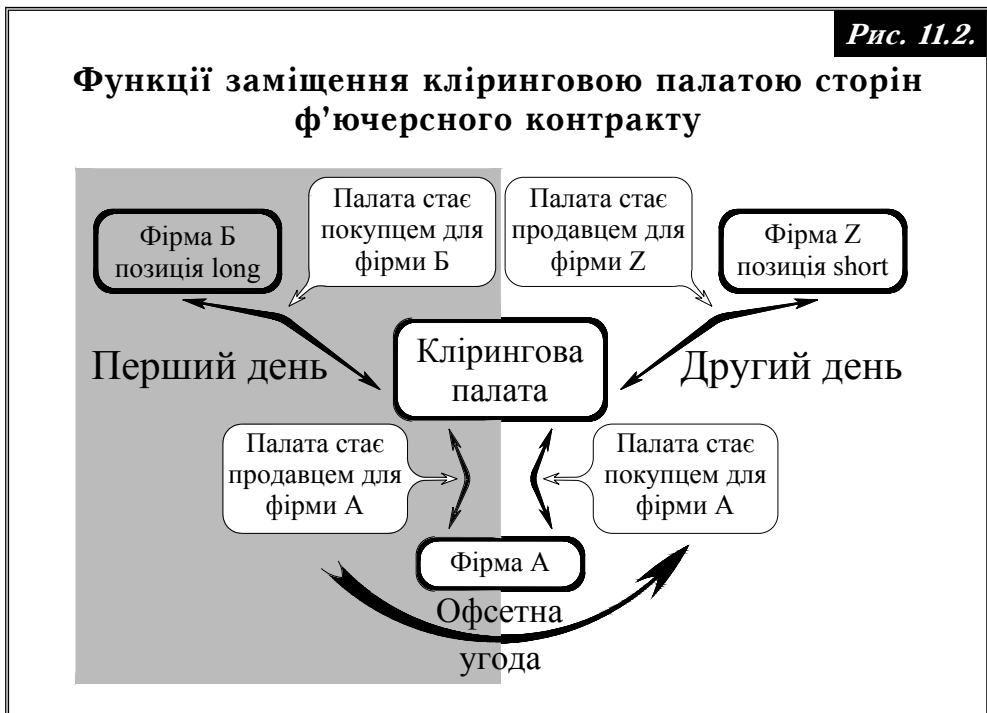
- забезпечує швидкість і безперешкодність укладення офсетних контрактів, дозволяючи легко відкривати та закривати позиції (ліквідувати їх);
- спрощує процес поставки товару за ф'ючерсними контрактами;
- забезпечує єдиний для всіх довгостроковий захист від значних збитків за контрактом.

Розрахункові (клірингові) палати є нібито третьою стороною в угодах за всіма ф'ючерсними і опціонними контрактами: у ролі покупця сто-

совно будь-якого члена палати – продавця; в ролі продавця стосовно будь-якого члена палати – покупця. Покупці і продавці ф'ючерсних і опціонних контрактів беруть на себе фінансові зобов'язання не один перед одним, а перед розрахунковою палатою через фірму-члена палати. Це означає, що клірингова палата укладає контракти купівлі-продажі з собою. Оскільки Клірингова палата бере на себе ці зобов'язання, можливі такі результати:

- оскільки контракт укладений між розрахунковою палатою і фірмою-членом, то клієнт має можливість укласти офсетний контракт коли забажає без дозволу (перервати контракт чи ні) іншої сторони. Так клірингова палата, відіграючи роль другої сторони, забезпечує більшу гнучкість та зручність для учасників ф'ючерсного ринку;
- оскільки сторони продають і купують стандартні, ідентичні контракти (тобто контракт купівлі ідентичний контрактіві продажу), самі контракти можуть легко порівнюватися та безперешкодно замінюватися. Це в свою чергу означає, що клієнт знову купує контракт, який до цього продав, або продає придбаний, тобто він після зворотної операції не матиме жодних зобов'язань за контрактом.

Реалізацію функцій заміщення Кліринговою палатою сторін ф'ючерсного контракту подано на рис. 11.2.



Оскільки прямого взаємозв'язку між покупцем та продавцем немає, кожному дозволяється купувати і продавати незалежно від іншого. Будучи учасником будь-якої угоди, розрахункова палата бере на себе відповідальність гаранта.

Приклад 11.1.

Компанія А, брокерська фірма – член Клірингової палати, купує контракт у компанії Б. У кінці торговельної сесії палата подає себе другою стороною контракту, який купила фірма А, і покупцем контракту, що продала фірма Б. Наступного дня фірма А вирішує продати свій контракт фірмі Z. Таким чином, вона просто передає свої зобов'язання за контрактом фірмі Z. Клірингова палата знову пропонує себе покупцем контракту, проданого компанією А, і продавцем контракту, купленого фірмою Z. Фірма А в свою чергу купила в Клірингової палати і саме їй продала контракт. Тому фірма А не має більше жодних конкретних зобов'язань щодо палати. Її виграшем чи програшем є різниця між ціною купівлі і ціною продажу контракту з урахуванням комісійних. У цей час фірма Б перебуває в позиції “short” – короткій (продавця) щодо палати, а фірма Z в позиції “long” – довгій (покупця). Фірма А не перебуває в жодній з цих позицій, тобто не має укладених ф'ючерських контрактів.

Подаємо типовий порядок роботи і виконання розпоряджень клірингової палати:

1. Клієнт дає розпорядження про купівлю-продаж ф'ючерського контракту через брокерську фірму.
2. Брокерська фірма виконує розпорядження.
3. Розрахунок згідно з розпорядженням виконується через розрахункову фірму-члена палати. Якщо брокерська фірма не є членом розрахункової палати, розрахунок робиться через іншу фірму, яка є її членом.
4. Фірма-член розрахункової палати передає розпорядження кліринговій палаті.
5. Розрахункова палата підтверджує розпорядження, гарантує виконання угод, коректує рахунок кліринговій фірмі відповідно до прибутку чи втрат у результаті торговельної операції.

Щоб зрозуміти принцип функціонування Розрахункової палати, розглянемо ф'ючерський ринок зернових на прикладі Чикаго Борд оф Трейд.

Приклад 11.2.

Нехай у перший день торгівлі вересневим контрактом на кукурудзу продавець (фірма G) такого контракту (5000 бушелів) погоджується продати цей контракт за ціною 3,0 \$/за бушель. Брокер, що обслуговує продавця (нехай це буде фермер), зустрічається у торговельній “ямі” (секції) з іншими торговцями і знаходить брокера, що обслуговує фірму L (нехай це буде елеваторник), яка готова купити даний контракт за вказаною ціною. У такій ситуації фермер сподівається на подальше зниження цін, а елеваторник – на їх зростання.

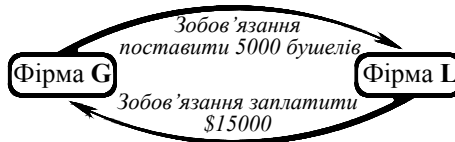
Продовження прикладу 11.2.

Після укладення угоди між фірмами G та L та її реєстрації в Розрахунковій палаті, яка стає другою стороною для G та L, фірми вже прямо не контактуватимуть між собою. Тепер зобов'язання за ф'ючерсним контрактом, а саме – поставити та прийняти кукурудзу – стає зобов'язанням Розрахункової палати. На день укладення угоди існує лише одна відкрита позиція на вересневий ф'ючерсний контракт на кукурудзу – тобто один контракт. З технічної точки зору є два контракти: між фірмами G та L і Розрахунковою палатою. Якщо у цей час більше не буде жодних угод, то Розрахункова палата потенційно дуже ризикує. Якщо ціни на кукурудзу до вересня зростуть коєаь до 3,5 \$/за бушель, а фірма G не поставити кукурудзи, то Розрахункова палата змушена буде купити за існуючою високою ціною кукурудзу на спотовому ринку та поставити її фірмі L, тобто втратити \$2500.

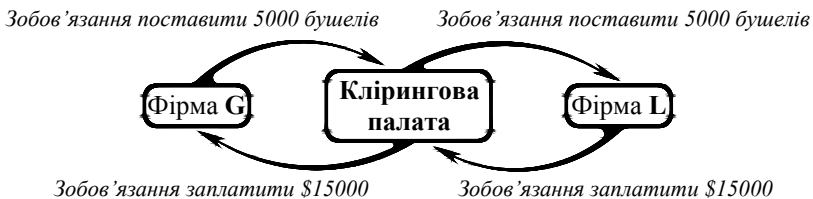
Покажемо цей процес схематично на рис. 11.3, 11.4.

Рис. 11.3.

Покупець та продавець погоджуються укласти вересневий контракт на кукурудзу по 3,0\$/за бушель

**Рис. 11.4.**

Розрахункова палата стає посередником за ф'ючерсним контрактом



Якщо ціна на кукурудзу знизиться до 2.5 \$/за бушель, а фірма L відмовиться заплатити \$15 000 і прийняти пшеницю, то за таких умов палата змушена буде реалізувати кукурудзу на ринку спот за низькою ціною і знову втратить (\$2 500).

§ 11.4.

**Маржа
у ф'ючерсній торгівлі**

вимогу брокерів;

- щоденний кліринг (взаємозалік) рахунків продавців та покупців;
- підтримка визначеного рівня маржі продавцями та покупцями.

Розрахункові палати 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 палати треба відділяти 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.

Учасники торгівлі на ф'ючерсному ринку зобов'язані вкладати гарантійні внески як фінансове забезпечення спроможності покупця і продавця виконати свої зобов'язання за ф'ючерсним контрактом – продати чи купити товар, якщо позиція не компенсована до моменту закінчення строку дії контракту.

Маржа як гарантійний внесок повинна забезпечувати витривалість та стійкість контракту і не має нічого спільного з маржею на фондовій біржі.

Гарантійний внесок за ф'ючерсними контрактами біржі переважно встановлюють у межах 2-15% номінальної вартості контракту. В більшості випадків біржі розраховують її рівень за формулою:

$$m + 3\sigma,$$

де m – середнє значення абсолютних змін цін ф'ючерсного контракту;

σ – стандартне відхилення від цих щоденних змін.

Наприклад, поточна ціна ф'ючерсного контракту на нафту розміром у 1 000 барелей становить \$27 за барель. Середнє значення денних коливань становить \$0.5 за барель. Стандартне відхилення визначається в результаті аналізу відхилень від середнього значення ціни за попередній період. Нехай воно також становить \$0.5 за барель. Визначимо розмір депозиту: $(0.5 \times 1\,000) + 3 \times 500 = \$2\,000$ Проте брокерські фірми можуть вимагати і, як правило, вимагають маржу в розмірі більшому, ніж встановлений біржею мінімум.

До процедури, покликаної захистити саму палату від потенційних втрат, належать:

- внесення початкової маржі клієнтами (продавцями та покупцями) на

Розмір гарантійного внеску визначається рівнем ризику. При нестабільному ринку переважно вимагається значний внесок, при стабільності ринкової кон'юнктури – менший. Окрім цього, виділяють внески на хеджеві та спекулятивні рахунки. На хеджеві рахунки, як менш ризиковані, біржі і брокерські фірми переважно встановлюють менші розміри внесків.

Маржа, за образним висловом багатьох біржовиків, є системою обігу ф'ючерсного ринку. Щоденно із зміною цін мільйони доларів переходять від клієнтів і членів біржі до клірингових фірм, розподіляються між самими кліринговими фірмами та Розрахунковою палатою біржі. Чітке функціонування цієї структури надзвичайно важливе для ф'ючерсного ринку – воно гарантує виконання учасниками своїх фінансових зобов'язань за контрактами.

Термін *маржа (margin)* тлумачиться по-різному. На ринку цінних паперів маржа означає позику брокерської фірми для купівлі цінних паперів. З 1974 р. Федеральна Резервна система США встановила 50%-й ліміт наявності власних коштів для купівлі цінних паперів, наприклад звичайних акцій. Решту суми, так звану маржу, може кредитувати брокер, що отримує відсотки за кредит і як заставу зберігає куплені ним цінні папери.

Маржа на ф'ючерсному ринку суттєво відрізняється, вона має інший механізм та економічну природу. Оскільки за ф'ючерсним контрактом не вимагається негайної поставки, то сплачувати за нього повну суму не треба.

Маржа на ф'ючерсному ринку не є частковою передплатою за актив, що перебуває під контрактом. Це гарантійний внесок, призначений організувати захист продавця від невиконання контракту покупцем, якщо ціни знизяться, і покупця від невиконання контракту продавцем, якщо ціни зростуть.

Вище вже згадувалося, що у ф'ючерській торгівлі виділяють два види маржі:

- *початкова маржа (original margin or initial margin)* – вноситься при відкритті ф'ючерсної позиції;
- *варіаційна або підтримуюча маржа (variation margin)* – це переказ грошових коштів для відновлення вартості контракту після зміни ціни для забезпечення фінансових гарантій його виконання.

Як початкова, так і варіаційна маржі вносяться учасниками ф'ючерсної торгівлі через фірму-члена Розрахункової палати, внаслідок чого виникають стосунки між клієнтами та членами біржі, між кліринговою палатою та її фірмами-членами.

Ф'ючерсні біржі Заходу формують вимоги до мінімальних розмірів початкової та підтримуючої маржі, яких повинні дотримуватися клієнти (залежно від того, чи є ці клієнти членами біржі). Цей вид маржі називають *біржовим*.

Клірингові палати ф'ючерсних бірж у свою чергу встановлюють вимоги до рівня маржі, який клірингові фірми зобов'язані підтримувати в палаті. Таку маржу називають *кліринговою*.

Біржова та клірингова маржі можуть збігатися або незначно відрізнятися. Члени біржі, як правило, вимагають від клієнтів, особливо нових, вищого рівня маржі від того, якого їм потрібно дотримуватися у Розрахунковій палаті.

Приклади мінімальних сум маржевих внесків, яких вимагають деякі біржі США та Великобританії взято із їх веб-сайтів (табл. 11.1)⁵.

Таблиця 11.1.

**Розміри мінімальних маржевих внесків
міжнародних ф'ючерсних бірж**

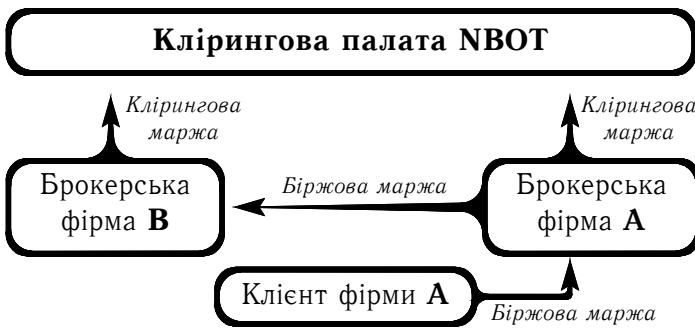
Біржа	Контракт	Початкова маржа, \$ спекулянт/хеджер	Підтримуюча маржа, \$
CBOT	пшениця	975/700	700
	кукурудза	540/400	400
	соя-боби	1013/750	750
	облігації Казначейства США	1350/1000	1000
CME	молоко	270/200	200
	живі свині	1215/900	900
	свинина	1620/1200	1200
	євро	2835/2100	2100
	швейцарський франк	1890/1400	1400
	японська ієна	2700/2000	2000
CME	фунт стерлінгів	1755/1300	1300
	канадський долар	1755/1300	1300
	казначейські векселі	405/300	300
	золото	3776/2790	2790
	срібло	7020/5200	5200
NYBOT	какао-боби	1120/800	800
	цукор	1120/800	800
	кава	2520/1800	1800
NYMEX	нафта	4725/3500	3500
EURONEXT• LIFFE	стерлінговий депозит	£750	£750

⁵ www.cbt.com; www.cme.com; www.nybot.com; www.nymex.com

Якщо член біржі не є членом Розрахункової палати, він стає клієнтом для фірми-члена цієї палати. Оскільки різні ф'ючерсні біржі існують незалежно одна від одної, можуть з'явитися різні способи переказу маржевих внесків для операцій на цих біржах. Розгляньмо для прикладу брокерську фірму А, що є членом Нью-Йоркської торгівельної палати і одночасно членом і розрахунковою фірмою Клірингової палати цієї біржі. Тоді ця фірма збиратиме маржеві внески для відкриття ф'ючерсних позицій для розрахунків за операціями на Нью-Йоркській торгівельній палаті, а для проведення операцій на ній маржу перераховуватиме через іншу брокерську фірму В – члена Розрахункової палати вказаної біржі. Цей рух грошових потоків подано на рис. 11.5.

Рис. 11.5.

Рух грошових коштів при внесенні маржевих внесків



Щоб купити чи продати ф'ючерсний контракт, клієнт зобов'язаний відкрити рахунок у брокерській фірмі. Якщо ж він торгує самостійно як член біржі, то також повинен відкрити спеціальний рахунок для обліку суми *маржевої застави* (*margin account*). Цей рахунок треба вести окремо від інших рахунків, наприклад рахунку наявних коштів або кредитного.

Після підписання ф'ючерсного контракту продавець і покупець вкладають початкову маржу, цим вони гарантують виконання ф'ючерсної операції, тому початкову маржу на західних ф'ючерсних біржах прийнято називати *операційною маржею* (*performance margin*).

Далі маржевий рахунок щоденно дебетується або кредитується залежно від зміни цін на момент закриття біржі. Щоденне підбиття підсумку захищає покупця та продавця від можливого невиконання зобов'язань за контрактом.

Початкову маржу Розрахункової палати становить сума, яку повинна мати на рахунку розрахункова фірма-член палати на момент надходження розпорядження про купівлю чи продаж ф'ючерсних контрактів. На Чиказькій товарній біржі і більшості інших бірж депозити початкової розрахункової маржі члена клірингової палати базуються на чистій довгій (купівля) чи короткій (продаж) ф'ючерсних позиціях.

Наприклад, від розрахункової фірми-члена палати з короткою позицією за десятьма ф'ючерсними контрактами на кукурудзу і довгою позицією за п'ятьма ф'ючерсними контрактами на кукурудзу вимагається депонувати маржеві кошти в розмірі вартості чистої короткої позиції п'ятох вищевказаних контрактів.

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% 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 значить, вартість контракту в цілому та цінова нестабільність на ринку. Біржам та 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 в цілому від збитків.

Тому брокерські фірми, як правило, встановлюють вищі розміри маржі, які вони вимагають від клієнтів, ніж ті, що вимагає біржа.

Брокерські фірми відомих бірж – це фінансово стійкі організації, що мають членство на декількох біржах. Ці контори є представниками бро-

керської індустрії. Їх називають брокерськими будинками, а маржу, якої вони вимагають від клієнтів – *маржею брокерського дому (house margin)*.

Брокерські фірми можуть змінювати рівень маржі залежно від виду операцій – спекулятивних або хеджевих – паралельно зі зміною біржової маржі. Рівень маржі особливо контролюють при закінченні чинності контракту, тобто при наблизненні 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. Він вирішує купити 15 ф'ючерсних контрактів на золото, за якими початкова маржа становить \$2000 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 маржева 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 до \$1000 за один контракт. Не зважаючи 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. 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 \$/за контракт. Коштів вистачає і він відкриває вказані позиції. Однак на кінець торгового дня ціни на вересневі ф'ючерси знизилися, наприклад на 15 ¢/за бушель. Із рахунку списується сума \$15000 ($0,15 \times 5000 \times 20$), тому брокерська фірма знову надішле вимогу про поповнення початкової маржі.

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.

Так само клієнт, що відкрив позицію без маржевого внеску і протягом біржового дня отримав виграш, сума якого є достатньою для маржевого внеску, все одно повинен докласти до початкової маржі. Якщо він не виконає вимоги, брокерська фірма має право ліквідувати його виграшну в даному випадку позицію. Це робиться після телеграфного або електронного повідомлення клієнта.

Початкова маржа забезпечує тільки певний захист розрахунковій палаті.

Вище розглядалася ймовірність збитків при зростанні чи спаді цін на кукурудзу для клієнтів G та L Чикаго Борд оф Трейд. Максимальні можливі втрати палати – \$2500 – неможливо відшкодувати початковою маржею, що становить лише 500 \$/за контракт. Додатковий захист палата забезпечує через щоденний кліринг та варіаційну маржу. Якщо ціна на кукурудзу для клієнтів G та L на наступний день після відкриття позицій впала на 10 ¢/за бушель, то на рахунку продавця G сума збільшилася на \$500 (разом з початковою маржею – \$1000), а у покупця L знято з рахунку цю ж суму, і його позиція залишилася без маржевого внеску.

§ 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*. В цілому сума на рахунку покупця або

продавця дорівнює початковій маржі плюс щоденні виграші, мінус щоденні втрати.

Клієнт повинен постійно тримати на рахунку певний мінімальний маржевий внесок для підтримання маржі (за кожним окремим ф'ючерсним контрактом). Коли в результаті 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 палата досить 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 палати є підтримуюча маржа. Згідно з вимогами палати 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% 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 ж зобов'язання бере на себе брокерська фірма щодо клірингової палати. Якщо ситуація на ринку стає невигідною для фірми-члена палати, то вноситься додаткова маржа, що враховує ці зміни. Коли клієнт не може заплатити маржі, розрахункова фірма зобов'язана заплатити кліринговій палаті з власного капіталу.

Для визначення рівня маржі для кожної фірми-члена у кліринговій палаті 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. 11.2 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 11.2.

Визначення чистих позицій на кінець дня^{*}

Позиція	А		В		С		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 400 \$/за унцію. Початкова маржа – 2 000 \$/за контракт.

Другого березня розрахункова ціна зросла на 5 \$/за унцію і становила 405 \$/за унцію.

Рахунок покупця кредитується на \$500 (5×100 унцій), сума на ньому становитиме \$2 500. Рахунок продавця дебетується на \$500, що зменшить його до рівня \$1 500. Продавець отримає вимогу брокерської фірми про поповнення свого ф'ючерсного рахунку.

Третього березня ціна на золото знизилася до 390 \$/за унцію.

Позиція покупця дебетується на \$1 500 (15×100 унцій), в цілому сума на рахунку становитиме \$1000 ($2000 + 500 - 1500$), що також вимагатиме негайного поповнення рахунку.

* Умовні позначення: **Куп.** – куплено; **Прод.** – продано.

Продовження прикладу 11.6.

Рахунок продавця кредитується на \$1500, він становитиме \$3500 (1500 + 500 + 1500). Четвертого березня ціна знизилася ще на 5 \$/за унцію і становила 385 \$/за унцію. Поповнений рахунок покупця дебетується на \$500 і знову становитиме \$1 500, рахунок продавця кредитується на \$500 і становитиме \$4 000.

Для наочності подаємо цей процес у табл. 11.3.

Таблиця 11.3.

Процес поповнення маржевих внесків

Дата	Позиція "long"		Позиція "short"		Розрахунок ва ціна
	маржа	рахунок	маржа	рахунок	
1.03.	2000	2000	2000	2000	400 \$/унція
2.03.	2000	2500	2000	1500	405 \$/унція
			вимога про поповнення маржі на суму \$500		
3.03.	2000	1000	2500	2500	390 \$/унція
			вимога про поповнення маржі на суму \$1000		
4.03.	3000	500	2500	3500	385 \$/унція
...

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 вигравш, 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 вигравш, але цю вимогу брокерської фірми зобов'язаний виконати.

Приклад 11.7.

Клієнт має на ф'ючерсному рахунку \$4000 і коротку позицію (short) на два нафтових контракти з поставкою в грудні за ціною 19,5 \$/за барель.

Початкова маржа становить 2000 \$/за контракт, підтримуюча – 1400 \$/за контракт, тобто коштів на рахунку достатньо. Якщо через день ціна на нафту зросте до 20,5 \$/за барель, то рахунок клієнта дебетується на \$2000 (1 × 1000 × 2) і становитиме \$2000, що є нижчим від рівня підтримуючої маржі. В такому випадку клієнт отримує вимогу про внесення додаткових коштів – варіаційної маржі.

Продовження прикладу 11.7.

Клієнт може виконати вимогу двома способами.

- 1) внести \$2000 для відновлення рівня початкової маржі за двома контрактами;
- 2) ліквідувати позицію за одним контрактом і залишити \$2000 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 рахунку 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.

До кінця місяця клієнт забрав з рахунку \$8000, отримав \$3000 виграшу, з рахунку було списано \$4000 програшу.

Отже, баланс готівки на рахунку становить:

$$20000 - 8000 + 3000 - 4000 = \$11000.$$

Розрахункова палата 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 додатнім, 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 ¢/за фунт.

Початкова маржа – 750 \$/за контракт, підтримуюча – \$650.

Біржа закриває контракт за ціною 11,5 ¢/ за фунт, тобто клієнт має на рахунку прибуток за двома незакритими позиціями в сумі \$1120 ($0,005 \times 112000 \times 2$).

Головною цифрою звіту про стан рахунку 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 ¢/за фунт, то клієнт на рахунку має \$12120 (11000 + 1120).

Загальна вартість рахунку подається із 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 (5 × 750) та один грудневий контракт "short" на каву, початкова маржа – \$9000, тобто необхідна сума початкової маржі становить \$12 750.

Підтримуюча маржа за цими контрактами становить:

$$650 \times 5 + 6\,750 = \$10\,000.$$

На рахунку клієнта надлишку маржі (margin excess) нема, але поки що 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 рахунку 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. Мало того, брокерська фірма може їх покласти на власний депозит, 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 ми вже охарактеризували 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. Наприклад, на СМЕ та NYME (Чиказькій та Нью-Йоркській товарних біржах) вони належать до організаційної структури як підрозділи. На СВОТ – це самостійна організація. Вже згадувалося, як створена Міжбіржова клірингова організація у Великобританії. Сьогодні ця Міжнародна Товарна Розрахункова Палата обслуговує біржі Великобританії, Франції, Австралії, Гонконгу.

Справжні учасники ф'ючерсної операції Розрахунковій палаті 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 рахунку 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 палата 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 принципові, оскільки це дозволяє кошти клієнтів тримати у себе, розміщувати їх на депозити та отримувати дохід. Зібрані маржеві внески клієнтів фірмою не членом розрахункової палати перераховуються на так званий рахунок “Омнібус”, відкритий на ім'я даної фірми на рахунок фірми-члена розрахункової палати.

Для забезпечення фінансової стійкості самої клірингової палати створюється *гарантійний фонд*. Клірингова палата, так само, 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 палати є так званий **до-датковий 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 досить високі, що і дозволяє брати незначну плату за послуги.

Клірингова палата 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 спираються на одну 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 в цілому.

Кожен член Клірингової палати 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. Шварц⁶.

1. 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**.
2. Контролюючи зміни цін, клірингова палата оцінює передбачену зміну цін, на основі цього публікується депозитний тариф. Якщо максимальні зміни цін становлять 8 ¢/за фунт, – депозит становить 8%, якщо 3 ¢/за фунт – 3% тощо).
3. 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.
4. Щоранку, у визначений час, має бути сплачена різниця між відшкодуванням, забезпеченим фірмою, та загальним боргом кліринговій палаті.
5. 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 чинності, то члени

⁶ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –С.24.

клірингової палати мають виконати зобов'язання поставити (прийняти) товар або розрахуватися грішми.

Клірингова палата гарантує однакову кількість контрактів на купівлю та продаж на момент закінчення чинності, тобто контролює наявність продавців і покупців для виконання зобов'язань за контрактами.

Інформація про реєстрацію контрактів членів розрахункової палати є секретною, вона доступна лише самій палаті і даному членові палати. Коли клірингова палата – самостійна організація, навіть біржа не має доступу до такої інформації.

Клірингова палата 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 палата 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 – унікальний за змістом та значенням організатор ф'ючерсного ринку.

Депозити вносяться лише на відкриті позиції, якщо член палати має контракт на купівлю і такий самий – на продаж.

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'ючерській біржовій торгівлі спекулянтам, що отримують великі доходи, не маючи фінансових можливостей торгувати реальним товаром.

Тільки така клірингова установа може гарантувати в Україні ефективне функціонування строкових біржових ринків.

?**В**

Контрольні запитання

1. Що таке кліринг?
2. Охарактеризуйте поняття біржового клірингу 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?



Посилання і рекомендована література

1. Економічна енциклопедія: У 3-х тт. Т.1 /Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. –К.: Видавничий центр “Академія”, 2000. –С.773-774 (стаття “Кліринг”, авт. Мочерний С.); –С.774-775 (стаття “Кліринг біржовий”, авт. Сохацька О.).
2. Закон України “Про похідні цінні папери” (проект) //Українська інвестиційна газета. – №18(188). –18 травня 1999 р. –С.5.
3. Сохацька О.М., Дениско О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. –К.: Тріада Плюс, 1994. –187с.
4. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.146-192.
5. Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій із ф'ючерсами та опціонами //Вісник НБУ. –№6. –2000. –С.44-46
6. Дегтярева О.И. Биржевое дело //Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – С.141-142.
7. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –172с.
8. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1997. –С.695-701.
9. www.cbt.com
10. www.cme.com
11. www.nybot.com
12. www.nymex.com



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 зазначенні 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:

- | | |
|---|--|
| <i>а) вимога поповнення підтримуючої маржі;</i> | <i>в) закриття програмних позицій;</i> |
| <i>б) поповнення депозиту;</i> | <i>г) ліквідація позицій оберненими угодами.</i> |

13. Кількість відкритих позицій – це:

- | | |
|--|--|
| <i>а) нетто-результат нереалізованих прибутків та збитків за відкритими позиціями;</i> | <i>в) бруто результат коротких позицій;</i> |
| <i>б) бруто-результат довгих позицій;</i> | <i>г) нетто результат виграшних позицій.</i> |

14. Нетто-принцип нарахування маржі – це:

- | | |
|--|--|
| <i>а) вимога внести депозит лише за чистими позиціями;</i> | <i>в) вимога внести депозити за виграшними позиціями;</i> |
| <i>б) вимога внести депозит за всіма позиціями;</i> | <i>г) вимога внести депозити за програшними позиціями.</i> |

15. Бруто-принцип нарахування маржі – це:

- | | |
|--|--|
| <i>а) вимога внести депозит лише за чистими позиціями;</i> | <i>в) вимога внести депозити за виграшними позиціями;</i> |
| <i>б) вимога внести депозит за всіма позиціями;</i> | <i>г) вимога внести депозити за програшними позиціями.</i> |



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

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

Процедура поставки за біржовими контрактами

Біржі – ознака високого розвитку суспільства. Середньовічний італійський мандрівник Марко Поло витратив 15 років на дорогу із 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

A**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 уже зазначалося, характерною особливістю ф'ючерсного контракту є наявність двох способів їх врегулювання (ліквідації):

- поставкою (*by delivery*);
- укладанням оберненої угоди (*by offset*).

У сучасних умовах біржової торгівлі способи врегулювання доповнені наступними:

- 1) обмін ф'ючерсних контрактів на поставку реального товару;
- 2) альтернативна процедура поставки;
- 3) розрахунок готівкою (*cash settlement*)¹.

Перед тим, як перейти до вивчення процесу поставки коротко розглянемо інші методи ліквідації ф'ючерсних контрактів.

Більшість ф'ючерсних 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 нашому закриває свої позиції, отримуючи прибуток або збитки від різниці в цінах контрактів на момент їх відкриття та ліквідації.

Обмін ф'ючерсних контрактів на поставку реального товару є однією із форм реальної поставки. Різниця полягає у тому, що такі угоди можуть бути проведені до завершення термінів чинності ф'ючерсних контрактів.

Альтернативна процедура є другим варіантом реальної поставки, однак вона укладається після закінчення строку дії ф'ючерсного контракту на інших умовах.

Розрахунок готівкою є відносно новим методом розрахунків за ф'ючерсними контрактами. Цей метод повністю виключає можливість реальної поставки активів. Це стосується певних видів фінансових інструментів, поставити які реально неможливо (наприклад, фондовий індекс тощо).

¹ Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.77-85.

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 обліку одних і тих самих партій товару є достатньо високою і становить від 10 до 15%.

Цей можливий варіант розвитку подій найбільше лякає торговця-спекулянта, що, як точно відзначив американський економіст Фредерік Хорн², глибоко у підсвідомості уявляє жахливу картину: велика вантажівка висипає 5000 бушелів соєвих бобів просто на зелений газон перед його будинком.

Цей учасник ф'ючерсного ринку не має ні складів, ні елеваторів – необхідної інфраструктури для торгівлі великими партіями товарів. У нього є лише офіс та місця на ф'ючерсних 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 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 у єдиний ринок, збагачує єдиний ринок часовим механізмом, який починає працювати з моменту, коли дві сторони укладають контракт, і зупиняється на момент поставки.

² Horn Frederick F. Trading in Commodity Futures. New York, New York Institute of Finance, 1989. –P.129.

§ 12.2.

Організація процедури поставки за ф'ючерсними контрактами

Процедуру поставки за ф'ючерсними контрактами точно описують всі ф'ючерсні біржі³. Вони мають досконало вироблені процедури та правила її виконання. Однак існують спільні вимоги, які слід взяти до уваги. По-перше, строк чинності більшості ф'ючерсних контрактів закінчується у другій половині місяця.

Період поставки розпочинається за два-три тижні до закінчення терміну чинності контракту. Саме у цей період брокерські фірми надсилають вимоги клієнтам про суттєве збільшення початкової маржі, щоб на ринку залишилися лише ті учасники, які прийматимуть рішення про реальну поставку.

На Чикаго Борд оф Трейд на зернові ф'ючерсні контракти останні дні торгівлі – це сім 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 перед поставкою. Поставка може відбутися у будь-який 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**.

Характерно, що **час поставки** обирає продавець у межах встановленого біржею періоду поставки. Повідомлення про поставку – **нотиси** (*notice*) – виставляються на Чикаго Борд оф Трейд в останній торговельний день перед місяцем поставки. На інших біржах встановлено свої правила.

³ Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.135.

Після виставлення нотису продавцем та отримання його покупцем реальна поставка виконується за один-два дні⁴.

Однак який конкретно сорт, марку, фінансовий інструмент треба поставити під ф'ючерсний контракт – питання не просте, і на західних біржах врегульовувалося впродовж тривалого часу.

Як уже вказувалося вище, 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 – 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.

Якщо продавець біржового контракту збирається поставити товар, він надсилає розрахунковій палаті спеціальне письмове повідомлення (в США “нотис”, в Англії – “допкет”). Нотиси бувають з правом передачі і без такого права.

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 ж 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 викликали безліч конфліктів між продавцями та покупцями. У 1916 р. в 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

⁴ Иващенко А.А. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли). –М.: Международные отношения, 1991. –С.138.

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 чинності контракту, його *глибину*. Як правило, це 1 рік або 18 місяців – для товарних ф'ючерсів, від 1 до 10 років – для фінансових. Конкретний сорт, марка, вид цінного паперу поставляється за вибором продавця.

Реальні товари можна купити та продати в країнах ринкової економіки на двох окремих, але тісно зв'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 панує 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 скидок до базового сорту. Сертифікат якості, виданий фахівцями відповідних бірж, чинний 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 взірців (проб).

У кожному нотисі повідомляється ціна, дата контракту, час його отримання розрахунковою палатою та час його видання покупцеві біржового контракту.

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 $\pm 3\%$.

У цілому поставка товару за біржовими ф'ючерсними контрактами супроводжується додатковими витратами. Покупці можуть наперед не знати, на якому точно складі, у 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. Але у певних ринкових умовах і поставляють, і отримують товар і біржові спекулянти, експортери, 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 довше від інших 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.

Розгляньмо детальніше саму процедуру поставки. Вище вже згадувалося, 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.

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 **переказні** та **непереказні** повідомлення. Наприклад, на Нью-Йоркській Борд оф Трейд використовуються нотиси, які допускають передачу, а на Чикаго Борд оф Трейд такі, які її не допускають.

Якщо власник позиції long останньої біржі отримує непереказний нотис, а торгівля контрактом триває, тобто до кінця місяця поставки ще є час, то він зобов'язаний прийняти його. Якщо йому не потрібен товар, а нотису передати він не може, то покупцеві треба тільки продати товар, виписати новий нотис і передати повідомлення наступному покупцеві.

Переказні нотиси мають свою процедуру передачі. Оскільки товар вже на складі і готовий до поставки, то спрацьовує часове обмеження. Згідно з правилами біржі поставка виконується наступного дня після складання нотису. Тому будь-який учасник, який не бажає прийняти поставки, повинен продати контракт протягом півгодини. Якщо нотис перебуває понад 30 хвилин в одних руках, він вважається прийнятим. На бланку повідомлення є спеціальне місце для передавальних написів.

Непереказний нотис не можна одразу продавати. 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.

Обов'язки клірингової палати закінчуються з того моменту, коли власник позиції long приймає повідомлення про поставку.

Характерною рисою є те, що на деяких біржах за процес перепоставки чи передачі нотисів не стягуються додаткові комісійні, якщо він виконаний до закінчення місяця поставки, коли нотис був спочатку прийнятий.

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. Покупець має дві угоди на своєму рахунку – ф'ючерсну та спотову. Таку процедуру використовує більшість бірж.

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. Наприклад, якщо розрахункова палата Чикаго Борд оф Трейд отримала багато нотисів на поставку пшениці за вересневими контрактами, вона може вирішити надіслати їх усім учасникам, що відкрили позицію “long” до 15 серпня.

Після отримання нотису покупець платить чеком продавцеві і отримує складське свідоцтво (варрант) з усіма параметрами 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. 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 \$/за барель. Партія нафти в разі поставки за такою ціною має коштувати \$190,000 ($19 \times 1000 \times 10$).

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 надсилав нотис розрахунковій палаті. Поточна ціна нафти становить 20,5 \$/за барель.

21.09. покупець отримує нотис і повинен прийняти поставку за ціною 20,5 \$/за барель, тобто сплатити вартість варранту нафтового терміналу в кількості 10,000 барелей або виписати чек на суму \$205,000.

22.09. покупець отримує нафту, сплативши \$205,000.

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 рахунку, який розрахункова палата закрила за новою розрахунковою ціною 20,5 \$/за барель, вказаною в нотисі, з прибутком \$15,000 ($(20,5 - 19,0) \times 1000 \times 10$), нафта для покупця коштуватиме \$190,000, як він і розраховував. \$15,000 він виграв на ф'ючерсній позиції.

Технологія розрахунків така: ф'ючерсний рахунок кредитується на \$15,000 виграшу, а потім дебетується на \$205,000, які сплачуються продавцеві нафтового контракту.

Якщо в процесі поставки використовується непереказний нотис, процедура розрахунку має інший характер. Розгляньмо приклад зернового ф'ючерсного ринку (СВОТ).

Приклад 12.2.

У **середу** клієнт відкрив довгу позицію на пшеничний липневий ф'ючерс за ціною 440 ¢/за бушель.

У **четвер** розрахункова ціна становила 450 ¢/за бушель.

У **п'ятницю** (перший день нотису) покупець отримує нотис на поставку на суму \$22,500 (450 × 5000). Тобто у нотисі вказано ціну попереднього дня. Однак покупець є спекулянтом, пшениця йому не потрібна, і в цей же день він продає свій липневий контракт за ціною 460 ¢/за бушель, після чого ціни знижуються, і біржові торги закриваються при ціні 455 ¢/за бушель.

Очевидно, клієнт, який купив контракт за ціною 440 ¢/за бушель і продав за 460 ¢/за бушель, отримав прибуток 20 ¢/за бушель, або \$1,000 – на контракті.

Однак він отримав нотис з іншою ціною, тому розрахунки суттєво змінюються.

У **п'ятницю** клірингова фірма отримує нотис про поставку і одразу ж інформує розрахункову палату про наміри знову виставити нотис. Це відбувається у **понеділок**, і в нотисі вказується розрахункова ціна п'ятниці.

У цілому процедура виглядає так:

середа:

➤ клієнт купує пшеничний контракт за ціною 440 ¢/бушель;

п'ятниця:

➤ клієнт отримує нотис на поставку пшениці за ціною 450 ¢/за бушель, він одразу продає контракт новому покупцеві за ціною 460 ¢/за бушель;

➤ розрахункова ціна дня становила 455 ¢/за бушель;

➤ клієнт повідомляє брокерську фірму про підготовку нового нотису на поставку за ціною 455 ¢/за бушель;

понеділок:

➤ новий покупець отримує від розрахункової палати нотис на поставку за ціною 455 ¢/за бушель;

➤ перший покупець приймає поставку і повинен заплатити 450 ¢/за бушель, або \$22,500;

вівторок:

➤ перший покупець передає новому покупцеві варрант, отриманий при розрахунку за партію пшениці, і отримує від нього плату 455 ¢/за бушель, тобто \$22,750.

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 ¢/за 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 ¢/за бушель, а також кредитує рахунок поставки на 455 ¢/за бушель.

Продовження прикладу 12.2.

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 ¢/за бушель	
П'ятниця: продано липневий ф'ючерс за 450 ¢/за бушель	Дебет: $450 \times 5,000 = \$22,500$, після оплати поставки
Прибуток: $10 \times 5,000 = \$500$	
Понеділок: продано липневий ф'ючерс за 460 ¢/за бушель, куплено липневий ф'ючерс за 455 ¢/за бушель	Кредит: $455 \times 5,000 = \$22,750$
Прибуток: $5 \times 5,000 = \$250$	
Загальний прибуток: $500 + 250 = \$750$	
Чистий прибуток: $750 + 250 = \\$1,000$	

Поділ рахунку на ф'ючерсний рахунок та рахунок поставок викликаний 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, чинних до вересня, на ф'ючерсний контракт з кукурудзою. Страйкова ціна 300 ¢/за бушель, премія – 0 ¢/за бушель. 10 вересня ринкова ціна ф'ючерсного контракту на кукурудзу становила 350 ¢/за бушель. Інвестор вирішує реалізувати опціони, що означає відкриття на ф'ючерсному ринку двох позицій long на ф'ючерсні контракти з кукурудзою за 300 ¢/за 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 варіанту загальний виграш інвестора становить: $\$3,000 ((350 - 300 - 20) \times 5,000 \times 2)$.

Серед кількісних показників, що характеризують ф'ючерсні ринки, є основні, які регулярно публікуються в біржових бюлетенях та виданнях державних органів, що ведуть 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. Це статистичні показники, які використовуються у фундаментальному та технічному аналізі. З їх допомогою визначається стійкість та слабкість ринку.

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 в цілому за видами товарів.

Ф'ючерсні контракти вважаються відкритими доти, поки вони не ліквідовані. Саме такі контракти і належать до відкритих позицій. Відкритий контракт відбиває 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 накаже купувати або продавати. 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 Д грудневий контракт на ВРХ. Кількість відкритих позицій – дві, обсяг торгів – два контракти. Новий покупець – брокер Е – купує у продавця – брокера Ф, створено новий контракт.

<i>Позиція long</i>	<i>Позиція short</i>
Брокер А	Брокер В
Брокер С	Брокер Д
Брокер Е	Брокер Ф
3 контракти	3 контракти

Продовження прикладу 12.5.

Брокер А того ж дня ліквідує довгу позицію, продавши новому покупцеві – брокерові G. Кількість відкритих позицій та обсяг незмінні, оскільки брокера А в позиції long замінив 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.

Позиція long	Позиція short
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.

Позиція long	Позиція short
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 слабого.

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 поставок 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 спотівим. 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 безневий контракт на 90-денний казначейський вексель США за 95.50, то в разі поставки в березні він отримає вексель номіналом \$1 000 000 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-му розділі буде детально подано обчислення цін поставок векселів та інших короткострокових фінансових інструментів за ф'ючерсними контрактами. За загальними правилами ф'ючерсна ціна активу відбиває очікування учасників ринку щодо вартості сировини чи іншого товару на момент поставки.

Для довгострокових фінансових інструментів, наприклад купонних облігацій, це не підтверджується. Як вже зазначалося, для поставки продавець ф'ючерсного контракту може використати багато інструмен-

тів з різними купонами та термінами. Як правило, він обирає для себе найдешевший. Тому і ф'ючерсна ціна відбиває майбутню вартість саме такого інструменту. Фінансова сторінка, наприклад газети "The Wall Street Journal", налічує понад 30 випусків облігацій, кожна 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 років з 14 ¼% 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 випадку 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 твердо впевнені, що їх угоди реєструються, рахунки ведуться належним чином.

Фінансова цілісність та безпека ринку в цілому 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 досить поверхневим. Україна суттєво запізнилася із структуруванням ринку по вертикалі на: 1) спотовий ринок сьгоднішніх 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 переконливо доводить, що майбутнє лише за ф'ючерсною біржею, механізм діяльності якої дозволяє обмежити поставки реального товару на сертифіковані склади, розташовані на східних та західних кордонах та одеському порту, вирішивши питання формування поточних та майбутніх цін на біржові товари, проведення страхових (хеджевих) операцій учасниками товарних та фінансових ринків.

Б**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 значення 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.

?**В****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 різниця 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?



Посилання і рекомендована література

1. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2000. –С.77-85.
2. Horn Frederick F. Trading in Commodity Futures. New York, New York Institute of Finance, 1989. –Р.129.
3. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –С.135.
4. Иващенко А.А. Товарная биржа (за кулисами биржевой торговли). –М.: Международные отношения, 1991. –С.138.
5. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –С.98.



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 в 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 в 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, наступають строки поставки за ф'ючерсними контрактами?

- а) на початку року;
- б) в кінці року;
- в) в 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 видачі;
- г) все зазначене вище.

10. Якість товару підтверджує:

- а) наявність сертифікату 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" витисує 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.

E

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

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

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.

К. Канноллі, біржовий трейдер

A**Теоретична частина**

- *Історія становлення електронної біржової торгівлі*
- *Основні системи електронної біржової торгівлі*
- *Розвиток біржового електронного трейдингу в Україні*

§ 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, оскільки процедура вступу, крім детального ознайомлення з бізнесом претендента, передбачала обов'язкові рекомендації двох відомих та шанованих біржовиків.

Зважаючи на цю обставину, не дивлячись на всі досягнення науково-технічного прогресу, комп'ютеризацію та глобалізацію фінансового і товарного ринків, майже до 90-х років ХХ-го століття 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 років, – періоду, коли, власне, і 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 Internet-компаній¹.

Сьогодні процес інфраструктурних змін на світовому фінансовому ринку різко загострився. Це пов'язано з глобалізацією, зростанням конкуренції між біржами та бурхливим зростанням on-line торговельних систем. Підвищилася не тільки швидкість доступу, але й швидкість обороту капіталу. Ринки стали динамічнішими, структурованими, більш ліквідними. Зміна структури інвесторів призвела до становлення нових моделей розвитку бізнесу та ринку в цілому.

В старій моделі індивідуальний інвестор був відділений від біржового торговельного майданчика, натомість брокер – член біржі – мав

¹ Савельєв Є.В., Куриляк В.Є. Нова економіка і моделі її формування в Україні //Журнал європейської економіки. –2002. –Т.1. –№1. –С.29.

найкращі умови доступу до інформації, основними клієнтами його були інституційні інвестори, промислові та торговельні ТНК. Internet-технології уже 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 йде процес формування нового інвестиційного співтовариства.

Сьогодні уже нікого не здивує отримання будь-яким користувачем Internet в Україні інформації з web-сторінок бірж у режимі “on-line”. Наприклад, на сторінці Чиказької торговельної палати (www.cbot.com), Європейської біржі (EURONEXT • LIFFE) (www.euronext.com) можна отримати необхідну інформацію щодо біржових цін та курсів на основні контракти, ознайомитися з правилами роботи цих бірж, оригіналами 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, у єдиний світовий біржовий ринок, що функціонує цілодобово. До цього часу на світовому фінансовому ринку чітко виявляються якісні зміни, які уже не можна ігнорувати. Розвиток Internet як глобального середовища розподілу фінансових трансакцій та інвестицій призвів до переміщення фінансових ринків у Мережу. Розвиток мережних технологій випередив наявні концепції розвитку грошового та фондового ринків, зумовив їх трансформацію та перегляд самих основ біржової торгівлі.

Гостру конкуренцію старим товарним ф'ючерсним та фондовим біржам створили Альтернативні Торговельні Системи (ATS – Alternative Trading Systems). Технологія електронної торгівлі є у десятки разів дешевшою від стандартної біржової торгівлі, передусім, для користувачів. Особливо популярною бізнес – моделлю на фондовому ринку є Електронні комунікаційні мережі (ECM – Electronic Communication Networks). Саме ця технологія електронного трейдингу є основною на фондовому ринку України (ПФТС – Перша фондова торговельна система), залишивши далеко позаду за обсягами торгівлі 26 традиційних фондових бірж.

У сфері надання інформаційних послуг конкурентами бірж також є відомі інформаційні агентства. Наприклад, інформаційне агентство Рейтер (Reuters) надає своїм клієнтам ще ширший спектр послуг. Встановлений у його головному офісі спеціальний термінал, підключений 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 брокерами.

Однак інформаційні системи Reuters, Tenfore, Bloomberg, Dow Jones не дають можливості реально здійснювати операції купівлі-продажу біржових контрактів. Після довгих та гострих дискусій, які досі є незавершеними, біржовики згодилися на нову технологію – біржовий електронний трейдинг, – яку вирішити випробувати на новій біржі. Це відбулося у 1985 р. у Новій Зеландії, де і було започатковано виключно електронну біржу. Успіх цієї біржі перевершив усі сподівання: в 1992 р. на біржовому ринку налічувалося п'ять електронних бірж, а 21 ф'ючерсна біржа із тих 27, що залишили публічні торги в якості основних, широко застосовували електронний трейдинг. У 2002 р. не залишилося жодної біржі, де не було хоча б деяких елементів електронного трейдингу.

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 справедливу ринкову ціну, на яку орієнтуються виробники та споживачі товарних ринків, банки, портфельні та стратегічні інвестори. Ми підтримуємо точку зору В.А. Галанова², що 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 уже 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 дозволять 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. На американському, європейському та азійському фондових ринках відбувається процес консолідації

² Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –С.13.

фондових бірж для проведення операцій з цінними паперами транснаціональних компаній, які уже 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, мають подібний склад учасників. Однак цей процес проходить неоднозначно, оскільки підвищує ризик інвестицій, який, завжди є вищим на позабіржовому ринку. Останні події на фондовому ринку США (мільярдні “неточності” при заповненні річних звітів корпорації “Enron”, “Wolrd com”, які не помітили знані на ринку аудитори), за “ефектом доміно” зачепили фондовий ринок Європи.

Це цікаво!

В червні-липні 2002 р. в США були оприлюднені сенсаційні факти. Як виявилось, провідні корпорації країни були у змові з найбільшими банками, які допомагали їм показувати недостовірну бухгалтерську звітність і занижувати витрати. Виходить, що біржі оперували невірними цифрами! Експерти вважають, що американська економіка коштує у два рази менше, ніж про це заявляють. Ланцюг скандалів розпочався з енергетичної компанії “Енрон”, яка оголосила себе банкрутом. І це при тому, що її активи оцінювалися у 63,4 млрд. дол. Скандал набув політичного характеру, оскільки “Енрон” був у числі головних спонсорів Республіканської партії і самого Джорджа Буша... Після “Енрон” в липні 2002 р. оголосила про своє банкрутство “Ворлдком” – компанія із ще більшими активами – 107 млрд. доларів, вона винна банкам 41 млрд. Пред'явленні звинувачення і мастодонту американської економіки – телекомунікаційній компанії “Адельфія”. Були виявленні не лише приписки та крадіжки, але й незаконні операції з цінними паперами. Поліція заарештувала 77-літнього засновника Джона Рігаса та його двох синів.

Фондовим біржам буде необхідно провести переоцінку вартості всіх американських компаній.

Щоб припинити обман акціонерів в США прийнято “Білль про чесний бізнес”³.

Скандал із штучним завищенням прибутковості показує, що навіть найдосконаліша техніка не врятовує від шахрайства та нечесності, що запровадження суперсучасних інформаційних технологій потребує і абсолютно чесних правил гри, яких повинні добровільно дотримуватися учасники ринку.

Процеси злиття фондових бірж відбуваються у відповідь на запровадження сучасних систем електронного трейдингу, якому дедалі більше надають перевагу інвестори. Через електронні комунікаційні системи

³ Составляют липовую финансовую отчетность, спровоцировавшую падение курса доллара, крупнейшим американским компаниям посоветовали... банки? //Факти. –2002. –1 августа. – четверг. –С.5.

ECNs (electronic communications networks) на фондовому ринку США уже сьогодні здійснюються біля 30% операцій з цінними паперами⁴.

§ 13.2.

Основні системи електронної біржової 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 – CBOT (Chicago Board of Trade) та система Project A. Чиказької товарної біржі CME (Chicago Mercantile Exchange) були розроблені інформаційною компанією Reuters Ltd, яка виступила ініціатором, запропонувавши обладнання та програмні продукти. Термінали названих систем розміщені у Чикаго, Нью-Йорку, Лондоні, Парижі. Реєстрацією імен користувачів, їх ідентифікацію, присвоєнням паролів, запровадженням нових контрактів тощо займається Контрольний центр.

Електронні торги можуть розпочинатися під час звичайних торговельних сесій, як це відбувається через систему Project A. на Чиказькій торговельній палаті (CBOT) та у системі APT (Automated Pit Trading) Європейської біржі (EURONEXT • LIFFE). Після їх закриття електронні торги на CBOT відбуваються у системі Globex, а також у системі ACCESS (American Computerized Commodity Exchange System and Service) Нью-Йоркської товарної біржі (NYMEX) та у системі SYCOM (Sydney Computerized Overnight Market) на Сіднейській ф'ючерсній біржі (SFE)⁵.

Однак жодна біржа, що використовує обидві технології паралельно, не допускає торгівлі одним контрактом одночасно. Навіть Чиказька торговельна палата, в якій, крім основних торгів, через систему Project A. додатково ведеться торгівля на ф'ючерс з казначейськими облігаціями США, здійснює розмежування за строками виконання контрактів. У біржовій ямі котируються ф'ючерси з близькими строками поставок, а за допомогою електронного трейдингу – з віддаленими. Це робиться з метою концентрації попиту та пропозиції в одному місці, а також недопущення здійснення арбітражних операцій на різних майданчиках однієї біржі.

Після 90-х років ХХ-го століття всі новостворені біржі практикують запровадження електронного трейдингу. Виключенням із правил є лише

⁴ Шаров О.М. Європейський фондовий ринок у період глобалізації //Журнал європейської економіки. –2002. –Т.1. –№1. –С.128.

⁵ Кандинская О.А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии. –М.: Издательство АО “Консалтбанкир”, 2000. –С.161.

Бразильська товарна ф'ючерсна біржа, на якій торги проводяться традиційним способом. Іншим напрямом протистояння альтернативним комп'ютерним торговельним системам є процес злиття та поглинання бірж, який особливо характерний для Європи. Наприклад, 29 жовтня 2001 р. ф'ючерсна та опціонна біржа Euronext NV, яка сама є продуктом злиття фондових бірж Парижу, Амстердаму та Брюсселя, підписала угоду з LIFFE про об'єднання торговельних майданчиків та переміщення торгівлі похідними у Лондон та використання її торговельної системи Connex. Ця тенденція триває і досі. Більшість фондових бірж, які не витримують конкуренції з електронними торговельними системами щодо торгівлі цінними паперами, намагаються приєднати до себе ф'ючерсні та опціонні біржі і у такий спосіб вижити.

У системі електронного трейдингу котируються фінансові ф'ючерси та опціони, мало використовуються похідні товарні інструменти. Однак деякі товарні ф'ючерси та опціони мають суттєві обороти у електронній торгівлі. Це ф'ючерс та опціон на білий цукор LIFFE, ф'ючерси та опціони на нафту та платину NYMEX, ф'ючерси на вовну на Сіднейській, Новозеландській та ф'ючерс на каучук на Сінгапурській ф'ючерсних біржах.

Однією з головних характеристик електронного трейдингу є алгоритм, що використовується для укладання біржових угод. В основному сучасні біржові електронні торговельні системи використовують алгоритм *ціна/час*. Підбір продавців та покупців здійснюється на основі співставлення 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. На LIFFE використовується алгоритм *найкраща ціна/розподіл обсягів*, на японських ф'ючерсних біржах поряд з алгоритмом *ціна/час* використовується система *електронного аукціону*.

Всі 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.

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. Однак біржовики провідних бірж світу свідчать, що сучасні принципи електронної торгівлі ще далеко не досконалі. Особливо важко вирішуються завдання щодо рівня складності правил укладання угод (використання спредів, арбітражу, своп-замовлень, замовлень із зазначеними умовами тощо), забезпечення надійності та ефективності.

Проілюструємо функціонування електронної біржі на прикладі ATS/2 (Automated Trading System), розробленої підрозділом Міжнародної розрахункової палати в Лондоні, яка з 1984 р. активно впроваджує біржовий електронний трейдинг. Саме перша версія цієї системи у 1985 р. пройшла успішне випробовування в Новій Зеландії, забезпечивши функції торгівлі, клірингу та обліку через єдиний комп'ютерний термінал, який встановлювали в офісі кожного члена біржі. Друга версія була запроваджена у 1989 р. на Ірландській ф'ючерсній та опціонній біржі, яка розташовувалася у Дубліні. Цю версію використовують Люксембурзька фондова біржа, Бельгійська ф'ючерсна та опціонна біржа та деякі інші. Дана система електронного трейдингу підходить як для сировинних товарів, так і для фінансових інструментів.

ATS/2 дозволяє здійснювати ефективну функцію доступу та захисту, з тим, щоб до участі у торгах допускалися лише члени біржі. Користувач системи підключає свій робочий термінал до біржі, вводячи пароль та свій ідентифікаційний код. Біржа має змогу перевірити кожного користувача, контролювати його дії. Система надає три види ринкової інформації в режимі реального часу:

- вікно ринку (Market Window), де показується перелік контрактів, за якими ведеться торгівля на даному ринку або в його сегменті, ілюструються останні на даний момент ціни продавців та покупців і кількість проданих та куплених контрактів;
- новини трейдерів (Trader Ticker), де вміщується необхідна для конкретного трейдера інформація щодо укладених угод, помилок у наказах тощо;
- ринкові новини (Market Ticker), де показана інформація про ринок в цілому (як правило, біржова електронна система приєднується до різних інформаційних каналів, про які йшла мова вище).

Член біржі може використовувати всю інформацію одночасно або вибирати найнеобхіднішу для нього в кожний конкретний момент часу. Використовуючи клавіатуру або "мишку", трейдер може досить швидко віддати наказ по будь-якому ринку, до якого він має доступ. Наказ вводиться шляхом вибору потрібного контракту у "Вікні ринку" та наказу із меню.

При бажанні купити певну кількість контрактів за поточною ціною, трейдер обирає потрібну кількість з меню. Якщо ж трейдер бажає зазначити власні ціну та кількість, він може викликати спеціальне вікно для введення наказів “Order Input”, куди ввести ціну, кількість та свої умови. Наказ підтверджується за допомогою клавіші “deal”. За допомогою вікна “Order Types” обирається вид наказу. Наприклад, обравши ринковий наказ, трейдер підтверджує бажання купити зазначену кількість контрактів за поточною ринковою ціною.

Система дозволяє здійснити вибір методів укладання угод. Звичайний режим її роботи – “Неперервна торгівля”, у ньому трейдери постійно вводять накази щодо купівлі або продажу, а центральний комп’ютер підбирає продавцям покупців і навпаки. Якщо ж поступають два однакових замовлення, біржа може розподілити контракти порівну або надати перевагу тому, чий наказ прийшов першим. АТС/2 може використовувати різні методи біржової торгівлі, наприклад аукціон, метод фіксингу тощо.

Дана система є зручною для трейдерів, оскільки дозволяє вести облік та контроль наказів. Ці процедури можна здійснювати так:

- запит наказів (Order Enquiry) надає можливість переглянути всі накази та вияснити, на якій стадії виконання вони знаходяться;
- коригування/відміна наказів (Order Amend/Cancel) дозволяє вносити зміни у накази щодо цін, кількості та умов їх здійснення;
- блокнот для записів (Scratch Pad) дозволяє компонувати накази та разом відсилати їх на біржу або разом відмінити їх.

Система, наділена функціями розсилки інформації для трейдерів, дозволяє здійснювати контроль за ринком як з боку керівництва біржі, так і державних органів щодо дотримання правил чесної та відкритої торгівлі, розслідування поведінки членів біржі.

Як уже зазначалося вище, найбільше змін щодо використання електронного трейдингу відбулося на фондових ринках. Причому активне впровадження Internet-технологій призвело до того, що експерти передбачали до 2003 р. зростання вартості фінансових активів, які будуть знаходитися у володінні індивідуальних інвесторів, до 1,2 трильйонів доларів. Однак останні скандальні події на фондових ринках США можуть внести суттєві корективи у цей прогноз. На нашу думку, криза довіри до американського та інших фондових ринків є тимчасовою, оскільки будуть прийняті відповідні заходи щодо покарання винних та недопущення поширення недостовірної інформації в майбутньому.

Потреба ж у електронному трейдингу буде лише зростати. Уже сьогодні близько 40% угод з акціями у Системі автоматизованого котирування акцій асоціації дилерів з торгівлі цінними паперами США (NASDAQ)

здійснюється через Інтернет-брокерів. Одним із провідних Інтернет-брокерів є компанія “Charles Schwab”, яка ще кілька років тому була аутсайдером серед фондових брокерів. Зараз вона обслуговує більше 3 млн. інвестиційних рахунків, її капіталізація удвічі перевищує аналогічний показник найбільшого інвестиційного банку “Merril Lynch”.

У напрямку он-лайн технологій рухається і EASDAQ (європейський аналог NASDAQ). Глобальні пріоритети лежать в області інтеграції сервісу, переходу торгівлі у мережу, максимальне залучення учасників та впровадження нових фінансових інструментів. ЄС докладає зусиль щодо створення єдиного європейського ринку фінансових послуг.

Майбутні принципи розвитку Європейської мережі бірж засновані на кооперації між незалежними біржами, відкритості доступу для членів інших бірж, перехресному членстві і спільному володінні супутніми сервісами (включаючи платіжну і розрахунково-клірингові системи), на розвитку кастодіальної системи, уніфікації торговельних правил та систем, розвитку спектру нових інструментів, орієнтації на віддалений доступ.

§ 13.3.

Розвиток біржового електронного трейдингу в Україні

Враховуючи зазначені реалії щодо розвитку електронного трейдингу на міжнародних фінансових ринках, український інвестор тепер теж має можливість інвестувати власні кошти у його інструменти. Зауважимо, що мова йде не лише про незначну кількість українців з доходами понад мільйон доларів, більшість з яких давно й активно використовують фондові інструменти. Маються на увазі фізичні особи з капіталом від 2 до 150 тисяч доларів.

Багато українських компаній (через свої офшорні структури) працюють на біржових західних ринках досить давно. Вони хеджують свої експортно-імпорتنі операції з нафтою та кольоровими металами, отримуючи додаткові прибутки на опціонах через володіння інсайдерською інформацією. Здійснювати легальну інвестиційну діяльність безпосередньо з України неможливо, оскільки юридичні особи повинні отримати дозвіл (ліцензію) Національного банку України, а фізичні можуть мати рахунки у зарубіжних банках лише на період перебування за кордоном.

Такий стан справ призвів до того, що сотні тисяч рахунків відкрито за кордоном без будь-яких дозволів. Поряд із заборонаю НБУ на здійснення в Україні строкових операцій з фінансовими активами це суттєво сповільнює інтеграцію українських ринків до світового, не дає можливості українським інвесторам вивчити та використати зарубіжний досвід, отримати навички біржового електронного трейдингу.

Інтерес до цього виду бізнесу в Україні уже помітно зростає. Провідний сайт щодо допомоги у навчанні електронному трейдингу –

www.internettrading.ru, – був відкритий уже після фінансової кризи у грудні 1998 р., і відвідують його близько ста тисяч користувачів на місяць. Серед відомих консалтингових фірм можна відзначити такі:

- Internet Trading Group (www.day-trading.ru/publish) – ринок акцій США, статті, аналітика, управління портфелем;
- StockTeleTrade (www.col.ru/incont/indeex.htm) – ф'ючерс на індекс S&P 500;
- K2Kapital.Inc. (www.day-rading.ru/publish/www.k2kapital.com) – безкоштовна стрічка новин закордонних ринків, аналітика, котирування.

На тренувальних сайтах, яких створено величезну кількість, можна безкоштовно або за відносно невелику платню стати учасником гри, що імітує модель роботи на фондових і ф'ючерських біржах, позабіржових системах комп'ютерного котирування цінних паперів.

Більшість учасників фінансового ринку України та інших постсоціалістичних країн, зокрема в Росії, успішно застосували елементи електронного трейдингу. В Росії інтернет-трейдинг пройшов чотири стадії еволюції⁶. Започаткувала інтернет-трейдинг Московська міжбанківська валютна біржа через створення автоматичного шлюзу для введення замовлень та отримання ринкової інформації. Уже за перші два роки його існування частка ринку інтернет-брокерів зросла до 44%, а частка угод, що укладаються через шлюз – до 63%. До цієї торговельної системи підключилися сотні брокерських фірм.

Російський інтернет-трейдинг відрізняється від зарубіжних аналогів тим, що, обслуговуючи тисячі інвестиційних рахунків, надає можливості, які можна порівняти з можливостями роботи біля біржового терміналу. Перше покоління інтернет-брокерів було віддаленими терміналами біржі. Друге покоління інтернет-систем надавало послуги щодо маржинального кредитування.

Після МБВБ інтернет-трейдинг запровадили Московська фондова біржа, біржа “Санкт-Петербург” та фондова біржа РТС (Російська торговельна система), яка, крім торгівлі цінними паперами, у 2001 р. відкрила секцію з торгівлі ф'ючерськими та опціонними контрактами – FORTS. У результаті з'явилися нові інтернет-системи, які дозволяли одночасно працювати на кількох торговельних майданчиках. Це було третє покоління електронного трейдингу. Сьогодні в Росії більше 130 брокерів пропонують послуги з інтернет-трейдингу, надаючи спеціальний пакет функцій для професійних учасників ринків, який дозволяє обслуговувати клієнтів, створювати дилінгові центри, спробувати сили в інтернет-брокерському бізнесі. Це і є системи четвертого покоління. Інтернет-брокери, конкуруючи між собою і змагаючись за вибір клієн-

⁶ Эволюция Интернет-трейдинга в России //Рынок ценных бумаг. –2001. –№19(202). –С.79.

тів, намагаються надавати їм різноманітні фінансові послуги в єдиному он-лайнному просторі, плавно переходячи від роботи в одній системі до роботи в іншій, щоразу отримуючи доступ до функцій, які найкраще реалізують той чи інший сервіс.

Як бачимо, в Росії досягнуто суттєвого прогресу у запровадженні біржового електронного трейдингу, чого не можна сказати про Україну. Біржі України практично не використовують системи електронного трейдингу.

Як було зазначено вище, у цьому аспекті вони програють ринок позабіржовим торговельним системам комп'ютерного котирування, представником яких є ПФТС (Перша фондова торговельна система) – асоціація, саморегульована організація (СРО) професійних учасників фондового ринку України. ПФТС є електронною біржею цінних паперів України, яка охоплює усі найбільші регіони України та підтримує роботу у режимі реального часу. Програмне забезпечення ПФТС дозволяє торговцям у режимі реального часу виконувати такі операції:

- виставляти власні котирування й отримувати котирування опонентів;
- укладати угоди (акцептувати), підтверджувати двосторонні угоди;
- обмінюватися повідомленнями з операторами⁷.

В інформації про результати торгів вказується назва емітента акції або облигації, код емітента у ПФТС, котирування купівлі, котирування продажу, ціна останньої угоди, лот останньої угоди, спред у процентах, обсяги торгівлі в тисячах гривень та штуках, частка у загальному обсязі торгівлі в ПФТС. Інформацію з ПФТС публікує газета “Бізнес”, журнал “Фондовий ринок”. Асоціація виробила та щоденно розраховує зведений фондовий індекс.

Підсумовуючи, варто ще раз підкреслити 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 ринках, 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 вузами України.

⁷ Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг: Курс лекций. –К.: ВИРА-Р, 2002. –368с.

Б**Резюме**

З початком 90-х років, – періоду, коли, власне, і 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 Internet-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 тим самим справедливу ринкову ціну, на яку орієнтуються виробники та споживачі товарних ринків, банки, портфельні та стратегічні інвестори.

У 1985 р. у Новій Зеландії було започатковано виключно електронну біржу. Успіх цієї біржі перевершив усі сподівання: в 1992 р. на біржовому ринку налічувалося п'ять електронних бірж, 21 ф'ючерсна біржа із 27, що залишили в якості основних публічні торги, широко застосовували електронний трейдинг, а у 2002 р. не залишилося жодної біржі, де б не було хоча деяких елементів електронного трейдингу.

Існує кілька систем електронної біржової торгівлі. Електронні торги можуть розпочинатися під час звичайних торговельних сесій, як це відбувається через систему Project A. на Чиказькій торговельній палаті (CBOT) та у системі APT (Automated Pit Trading) на Європейській біржі (EURONEXT • LIFFE) або після їх закриття на CBOT у системі Globex, а також у системі ACCESS (American Computerized Commodity Exchange System and Service) Нью-Йоркської товарної біржі (NYMEX) та у системі SYCOM (Sydney Computerized Overnight Market) на Сіднейській ф'ючерсній біржі (SFE).

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.

Біржі України практично не використовують системи електронного трейдингу. Лише у бірж – членів Національної асоціації бірж України є web-сторінки, де розміщено невеликий обсяг інформації про їх діяльність.

Позабіржовою торговельною системою комп'ютерного котирування є ПФТС (Перша Фондова Торговельна Система) – асоціація, саморегульована організація (СРО) професійних учасників фондового ринку України. ПФТС є електронною біржею цінних паперів України, яка охоплює усі найбільші регіони України та підтримує роботу у режимі реального часу.



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.



Посилання і рекомендована література

1. Савельєв С.В., Куриляк В.С. Нова економіка і моделі її формування в Україні // Журнал європейської економіки. –2002. –Т.1. –№1. –С.25-37.
2. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –304с.
3. Шаров О.М. Європейський фондовий ринок у період глобалізації //Журнал європейської економіки. –2002. –Т.1. –№1. –С.128-139.
4. Кандинская О.А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии. –М.: Издательство АО “Консалтбанкир”, 2000. –272с.
5. Эволюция Интернет-трейдинга в России //Рынок ценных бумаг. –2001. – №19(202). –С.79-82.
6. Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг: Курс лекций. –К.: ВИРА-Р, 2002. –368с.
7. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –784 с.
8. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. –М.: Диаграмма, 2001. –352 с.
9. Газети та журнали “Бізнес”, “Фондовий ринок”, “The Wall Street Journal”, “Finance Times”, Internet.



Тести для перевірки знань до розділу

- Основними технологіями міжнародної біржової торгівлі є:
 - метод “відкритого висуку”;
 - балансуючий метод;
 - подвійний аукціон, система “маркет-мейкерів”;
 - всі вищезазначені.
- У традиційній моделі біржової торгівлі індивідуальний інвестор:
 - приймав участь у торгах безпосередньо;
 - був віддалений від біржового торговельного майданчика;
 - брав участь у торгах через Internet;
 - не укладав угод взагалі.
- На web-сторінках бірж розміщено таку інформацію:
 - біржові котирування;
 - інструктивні матеріали щодо здійснення біржових операцій;
 - повідомлення про ризик;
 - вся вищезазначена інформація.
- Основні інформаційні агентства – це:
 - Рейтер, Інтерфакс, CNN, Українські новини;
 - Рейтер, Блумберг, Доу Джонс, Тенфор;
 - Блумберг, РІА-новости, біржові тікери;
 - інформаційні агентства ПресІнформ.
- Перша електронна біржа була заснована у:
 - Лондоні в 1990 р.;
 - Дубліні в 1986 р.;
 - Новій Зеландії в 1985 р.;
 - Парижі в 1987 р.
- На світовому біржовому ринку функціонують такі системи електронної торгівлі:
 - Globex, FORST та ін.;
 - Globex, Project A та ін.;
 - APT, Forex та ін.;
 - Globex, Project A, APT та ін.
- Не використовують електронні торги біржі:
 - України;
 - Бразилії;
 - України, Бразилії;
 - Амстердаму.
- Сучасні біржі в основному використовують такий алгоритм електронного трейдингу:
 - ціна/час;
 - ціна/кількість;
 - обсяги торгівлі/ціна;
 - максимальна ціна дня/розрахункова ціна.

9. Біржовий електронний трейдинг включає три головних компоненти, а саме:
- a) зведення інформації у центральній біржовій системі, зв'язок, робоча станція трейдера;
 - б) банк, біржа, персональний комп'ютер трейдера;
 - в) Internet, персональний комп'ютер трейдера, інформаційне агентство;
 - г) депозитарій, біржа, робоча станція трейдера.
10. Система АТС/2 надає три види ринкової інформації, а саме:
- a) 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:
- a) 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:
- a) Києва;
 - б) члени 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

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

Державне регулювання біржової торгівлі

Я хотів би провести границю між наглядом та регулюванням. Я – за максимальний нагляд та мінімальне регулювання.

Дж. Сорос, біржовий трейдер

A**Теоретична частина**

- *Суть та значення державного регулювання біржової торгівлі*
- *Регулювання ф'ючерсної торгівлі у США*
- *Державне регулювання ф'ючерсного ринку у Європі та Азії*
- *Державне регулювання біржової торгівлі в Україні*

§ 14.1.

Суть та значення державного регулювання біржової торгівлі

Сучасна біржова торгівля регламентується законодавчими актами та контролюється державними та громадськими комісіями. Залежно від ступеня державного регулювання біржової діяльності розрізняють *три основні національні моделі*:

новні національні моделі:

- *американська модель* – це самоорганізоване співтовариство професійних посередників з переважаючим внутрібіржовим 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 в неурядовій некомерційній організації – Управлінні з цінних паперів і ф'ючерсів;
- *французька модель* – контроль уряду за діяльністю бірж та організацією ринку¹.

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. За більше десяти років ринкових реформ в Україні так і не створено ефективно діючих ринків сировини та фінансових інструментів із негайною поставкою, які у зарубіжній економічній літературі прийнято називати **спотовими** (*spot market*).

Саме на спотових ринках визначаються базові ринкові ціни, які мають вирішальний вплив на теперішній стан економіки в цілому, 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.

¹ Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2000. –С.174.

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. Більше 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, виходячи із 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 – але 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 самого їх зародження біржі у країнах континентальної Європи функціонують під контролем держави. При надмірній спекуляції і маніпуляціях з цінами, особливо коли це зачіпало життєві інтереси виробників та торговельного капіталу, уряди ряду країн закривали біржі. Так було у 1896 р. в Німеччині, у 1903 р. – в Австрії, коли заборонили торгівлю ф'ючерсами на зернові та олійні культури (в той же час тривала торгівля ф'ючерсами на цукор, каву, бавовну, кольорові метали), в 1987 р. – в Гонконгу, коли 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. Саме тоді запроваджуються державні Комісії з контролю за ф'ючерсними та фондовими ринками, приймається Закон “Про товарні біржі”.

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 рр.)². Автори вказаної монографії всебічно дослідили повноваження Комісії з ф'ючерсної торгівлі, які 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 впали. В цьому виробники звинуватили біржових спекулянтів. У результаті 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 варти, а через рік цей закон було скасовано.

З того часу до Першої світової війни всі спроби ввести законодавчі обмеження щодо здійснення ф'ючерсних операцій успіхом не увінчалися. Однак уряд не полишав надій на створення відповідного законодавчого акту. Першим кроком був Закон “Про ф'ючерсну торгівлю бабовною” 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”. Уже в цьому законі було дано визначення контрактного ринку (офіційної назви ф'ючерсного ринку), засновано Адміністрацію по зернових ф'ючерсних контрактах в рамках департаменту сільського господарства. Цим законом було дозволено Адміністрації спостерігати за торгами не лише Чиказької,

² Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. П.Т. Саблука та О.М. Шпичака. –К.: 1997. –С.52.

але й інших дев'яти існуючих тоді бірж, збирати дані про активність ринку, перевіряти книги та рахунки членів біржі.

З 1974 р. Комісія з товарної ф'ючерсної торгівлі підпорядковується Конгресу. Вона складається з 5 членів, які призначаються Президентом та затверджуються Конгресом на 5 років. Комісія здійснює реєстрацію різних категорій учасників ф'ючерсної торгівлі:

- 1) *ф'ючерсні комісійні торговці* або брокерські будинки (*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 заставляє 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 досить жорстко;
- 6) *брокери-приймальники замовлень* (*introducing brokers*) – це незалежні агенти, які ведуть справи з одним або кількома брокерськими домами.

Комісія з товарної ф'ючерсної торгівлі займається проблемами регулювання торговельної практики. Для цього вона змушує біржі детально розробляти правила біржової торгівлі та погоджує їх. Правила є досить 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 ще не досить чітко визначений. 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 правил біржі.

З 1982 р. Комісія ввела правила, що вимагають від бірж встановити ліміти відкритих позицій для ф'ючерсних контрактів. Ліміти відкритих позицій не застосовуються до хеджерів (табл. 14.1).

Таблиця 14.1.

Ліміти відкритих позицій на ф'ючерсних біржах США

Контракт	Ліміт відкритої позиції
<i>Чиказька торговельна палата</i>	
Кукурудза	3 млн. бушелів
Соя	3 млн. бушелів
Пшениця	3 млн. бушелів
Облігації казначейства США	10 тис. контрактів
<i>Чиказька товарна біржа</i>	
Жива худоба ВРХ	450 контрактів на місяць
Англійський фунт	4 тис. контрактів
Японська ієна	4 тис. контрактів
Євро	4 тис. контрактів
Євродолари	5 тис. контрактів
Живі свині	1 500 контрактів усього, 450 на місяць
<i>Біржа Комекс</i>	
Мідь	4 тис. контрактів усього, 2 тис. на місяць
<i>Нью-Йоркська товарна біржа</i>	
Нафта	5 тис. контрактів
Бензин	5 тис. контрактів
<i>Біржа кави, цукру та какао</i>	
Цукор	6 тис. контрактів

Регулювання торгівлі дилерів (за власний рахунок) спрямовано на недопущення маніпулювання ринком, створення об'єднаних 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 уже діючий 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 падіння обсягів торгівлі, нижче рівня восьми тисяч контрактів. Закон вимагає, щоб до керівництва біржі та складу її комітетів входили до 20% не членів біржі та 10% виробників відповідних

угод та різкого падіння обсягів торгівлі, нижче рівня восьми тисяч контрактів. Закон вимагає, щоб до керівництва біржі та складу її комітетів входили до 20% не членів біржі та 10% виробників відповідних

біржових товарів, торговельних фірм, експортерів та імпортерів тощо. Підвищено максимальні розміри штрафів до 1 млн. дол.

Сама Комісія з питань товарної ф'ючерсної торгівлі 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 порушень, економічного аналізу, торгівлі та ринків, офіси виконавчого директора, голови та генерального радника.

Офіс голови виконує багаточисельні функції, зокрема координацію підготовки та розподілу документів з політики, а також контроль за потоком інформації, яка надходить у Комісію. Тут розміщується бібліотека, підтримується зв'язок з Департаментом сільського господарства, Казначейством США, Федеральною резервною системою, Комісією з цінних паперів та іншими державними органами.

Офіс виконавчого директора надає різні послуги відносно бюджету, персоналу, внутрішнього аудиту. Керує відділом адміністративного права, який розглядає скарги клієнтів на біржовиків.

Офіс генерального радника є головним юридичним радником Комісії, займається експертизою нормативної, законодавчої та адміністративної інформації, дає трактування біржового законодавства. Представляє Комісію перед судом присяжних.

Відділ з порушень проводить розслідування та приймає рішення щодо покарання в адміністративному порядку або через судові інстанції.

Відділ економічного аналізу здійснює моніторинг ф'ючерсних ринків, аналізує позиції потужних трейдерів, звіти про їх активність. Спостерігає за процесом ціноутворення ф'ючерсних цін. Займається роз'яснювальною роботою, виробленням програм навчання, публікацією статей та аналітичних матеріалів.

Відділ торгівлі та ринків переглядає правила біржової торгівлі, реєструє нові ф'ючерсні та опціонні контракти та нові ф'ючерсні біржі.

Крім державного регулювання, ф'ючерсні ринки саморегулюються *Національною асоціацією ф'ючерсної торгівлі*. Ця саморегульовальна 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. Вона патрунується Національною Асоціацією дилерів по торгівлі цінними паперами, її члени приймають участь у всіх секторах ф'ючерсного бізнесу, включаючи торговельні фірми, банки тощо.

§ 14.3.

**Державне
регулювання
ф'ючерсного ринку
в Європі та Азії**

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 періо-

ду були безуспішними.

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'ючерсних позицій.

У 1986 р. у цій країні після прийняття спеціального законодавчого акту (Financial Services Act) було створено *Раду з цінних паперів та інвестицій (Securities and Investment Board)* і *Управління з цінних паперів та ф'ючерсів (Securities and Futures Authority)*, завданням яких стало постійне спостереження за товарними і фондовими біржами. 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 (LSE) в кінці 2000 р. Була вироблена система обміну ф'ючерсних угод за часом їх укладення.

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.

Більш жорстким стало останнім часом регулювання ф'ючерсних ринків у **Франції**. Чинна там *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.

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, ще від кризи 1931 р., укладання строкових контрактів було заборонено. І лише останнє десятиліття ХХ-го 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 **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 Цюрих 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*.

В **Японії** ф'ючерсні ринки створені досить 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 господарства та рибальства. Асоціації біржовиків мають досить вузькі повноваження. На японському ф'ючерсному ринку є окремі режими регулювання стосовно товарних та фінансових ф'ючерсів, оскільки контролюються різними відповідними міністерствами, які практично не мають конструктивних зв'язків між собою, тому будь-які узгодження тривають досить довго 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% вартості контрактів), високими також є фіксовані розміри комісійних. 16 японських бірж поки що 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.

§ 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. Щоби 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.

Сьогодні навіть на Українській аграрній біржі (м. Київ) виконується лише 35-70% укладених під час торговельних сесій угод. І це на біржі, де гарантом на початку торгів виступає державний орган (Міністерство агропромислового комплексу, сьогодні Міністерство аграрної політики)³. Загалом по-іншому за умови поставки EXW, DAF і бути не може, адже перевірити виконання укладених контрактів практично неможливо, як неможливо змусити контрагентів виконати умови цих контрактів без відпрацьованої системи клірингових розрахунків за біржовими угодами.

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 в цілому. 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.

Державне регулювання не повинно мати заборонного характеру, його завданням є забезпечення однакових прав усіх учасників біржової торгівлі, стимуляції участі у торгах, суворий контроль дотримання вста-

³ Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. –408с.

новлених 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 призвело до впорядкування ринків сировини, цінних паперів, іноземної валюти. Орієнтація товарних, фондових та Міжбанківської валютної біржі на укладення в основному спотових угод з реальним (фізичним) товаром та валютою, на наш погляд, є суттєвим гальмом для становлення строкового ринку.

В результаті на державному рівні були запроваджені, як тепер виявилось, безперспективні заходи щодо організації бірж в якості 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 наступні Закони і законопроекти України:

- ЗУ “Про товарну біржу”;
- ЗУ “Про цінні папери і фондову біржу”;
- ЗУ “Про оподаткування прибутку підприємств”.

У названих вище законах не передбачалося використання у біржовій торговельній практиці строкових контрактів. Це починають робити лише тепер, виробляючи нові законопроекти:

- *Правила випуску та обігу фондових деривативів;*
- *проект ЗУ “Про похідні цінні папери”;*
- *проект ЗУ “Про строкові фінансові інструменти”.*

Наступний період становлення та функціонування бірж в Україні довів, що як не можна повернути минуле, так не можна у сучасних умовах вибухового розвитку інформаційних технологій, зростання обсягів торгівлі ставити завдання організації основного товарообігу реального товару та фінансових інструментів через біржі. Це було можливим та доцільним на початку двадцятого століття. У двадцять першому ж виникає гостра необхідність створення бірж у вигляді ринків цінних та

курсів ризиків, які функціонують окремо від ринків реальних активів, даючи змогу ефективно управляти фінансовими потоками на макрота мкрорівнях в умовах підвищеної цінової змінності.

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 (Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, далі ДКЦПФР) недосконалі законодавчі акти, такі як відомий ЗУ “Про оподаткування прибутку підприємств”, у якому вперше зустрічається визначення строкових контрактів – товарних, валютних, фінансових ф’ючерсів, форвардів та опціонів.

ДКЦПФР випускає свої нормативні документи та готує законопроект “Про похідні цінні папери”, який, однак, не виноситься на розгляд Верховної Ради України. Натомість 21 грудня 2001 р. у першому читанні приймається законопроект “Про строкові фінансові інструменти”, запропонований головою підкомітету з питань господарського законодавства Комітету з питань економічної політики, управління народним господарством, власності та інвестицій С.О. Москвіним.

Цей законопроект відносить до строкових фінансових інструментів лише ф’ючерси та опціони, причому біржові, але не вводить поняття *строкового ф’ючерсного ринку, строкових ф’ючерсних цін*, не дає вичерпного переліку учасників, там відсутнє тлумачення суті ф’ючерсного ринку.

Сьогодні можна констатувати той факт, що в Україні не відбувається відновлення ринкової біржової культури та наукової школи, 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 активізують свою діяльність європейські ф’ючерсні біржі, більшості з яких десять років тому взагалі не існувало. Сьогодні ж Європейська біржа (EURONEXT • LIFFE), Паризька біржа фінансових ф’ючерсів (MATIF) суттєво наростили обсяги торгівлі, причому річні темпи зростання кількості укладених контрактів становлять більше 500%.

Спостерігається процес злиття та інтеграції європейських строкових бірж, які успішно конкурують з американськими. Так, за 2000 рік на перше місце у світі за обсягами укладених контрактів вийшла електронна біржа EUREX (European Derivatives Exchange)⁴, створена лише у 1998 р. в результаті злиття німецької Deutsche Terminbourse (DTB) та Швейцарської SOFFEX. Цей процес супроводжується 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 транснаціональних корпорацій (ТНК), як торговельних, так і промислових, 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. Щоправда, трагічні події 11 вересня 2001 р. показали, 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 України⁵ відведено значне місце товарній біржі сільськогосподарської сировини зі

⁴ Пензин К. EUREX – слагаемые успеха // Рынок ценных бумаг, 2001. – №3(186). – С.75-78.

⁵ Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку // Постанова Кабінету Міністрів України від 17 листопада 1995 р. № 916.;
Концепція розвитку біржового ринку // Постанова Кабінету Міністрів України від 5 серпня 1997 р. № 848.

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.

Заходи щодо створення бірж реальних активів, на наш погляд, є нереальними. Вони значно запізнилися у часі. До речі, менше ніж за п'ять років існування агробірж ця ідея абсолютно дискредитувала себе. Україна за територією не така уже й мала країна, тому концентрація в одному місці всього обороту наявної сировини є не виправданою. Як товарна біржа, так і валютна для забезпечення потреб у реальному товарі та валюті не потрібна або якщо потрібна, то у 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 ці біржі повинен прийти сертифікований брокер, що, співпрацюючи з аналітиками ринку, зможе здійснювати ризикові інвестиції у ф'ючерсні та опціонні контракти, беручи на себе ризик продавців 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.

Хоча активізація держави щодо питань біржового будівництва свідчить про те, що ринок сільськогосподарської сировини потрібно створювати швидкими темпами. Про посилену увагу до цієї сфери свідчать Укази Президента України⁶.

Сьогоднішня 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 в майбутньому.

⁶ Указ Президента України "Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки" від 3 грудня 1999 р. № 1529;
Указ Президента України "Про заходи щодо забезпечення формування та функціонування аграрного ринку" від 6 червня 2000 р. № 767.

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 в майбутньому. Це означає не що інше, як 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 необхідно 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 біржі, 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.М. Кейнс, Дж. Хікс, Н. Калдор. Вони заклали основи аналізу строкового ринку. Цей аналіз показує роль учасників строкового ринку, вивчає процес ціноутворення майбутньої ціни та її співвідношення із спотовою ціною.

Так Дж.М. 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 самим вийти на ринок валютних ф'ючерсів і купувати та продавати валюту на термін, тим самим формуючи майбутній курс валюти та відсоткові ставки закладами 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 всякого ризику, поєднуючи дії на різних ринках. Ф'ючерсну (майбутню) ціну в короткостроковій перспективі повинні визначати арбітражери, на середній та довгий період часу – спекулянти. Ці ціни слід коректу-

вати на розмір премії за ризик. В результаті природного відбору на ринку залишаються лише такі спекулянти, що здатні достатньо точно визначати кон'юнктуру. Без таких учасників вертикально структурувати ринок на спот та ф'ючерсний в Україні буде неможливо. Необхідно на теоретичному рівні та в законотворчому процесі визначитися щодо застосування концепцій хеджування, а значить узаконення професії хеджерів, вироблення податкових пільг і пільг з кредитування хеджевих операцій. На жаль, і у цій малодослідженій сфері продовжується практика вироблення законопроектів обмеженою групою осіб та прийняття їх без організації широкого обговорення з науковцями і біржовиками. Сказане стосується прийнятого 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 гнучкішими спотові, зменшується амплітуда їх коливань, що дає можливість цілеспрямованіше вести бізнес, планувати його розвиток на перспективу. Ресурси на спотовому ринку розміщуються більш оптимально.

Одним із головних завдань держави, і України зокрема, є підтримка макроекономічної рівноваги економічних параметрів. Для вирішення завдань економічної рівноваги держава застосовує важелі фіскальної та кредитно-грошової політики. Однак по мірі становлення більш 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 господарюючого суб'єкта. Тому в цілому 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. Так як ф'ючерсні і опціонні контракти укладаються на стратегічні види сировини і основні фінансові активи, зокрема іноземну валюту, основні економічні ресурси, то вплив держави через укладення таких операцій може бути суттєвим.

Державне замовлення як одна із форм укладання строкових угод (форвардів) є не гнучким, не еластичним щодо кон'юнктури та досить 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 в руки держави додаткові важелі регулювання розвитку окремих галузей, економіки в цілому.

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 державних цінних паперів за більш високими курсами або зменшивши норму резервів для банків чи саму величину облікової ставки. Строкові контракти на державні цінні папери, що їх укладатиме Національний банк, допоможуть вирішити це завдання. Заходи, які успішно застосовувалися на зарубіжних ринках, в Україні після падіння фінансової піраміди облігацій внутрішньої державної позики 1998 р. знову почали впроваджуватися лише у 2001 році.

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, 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 лежать в основі цих контрактів за більш високими цінами на спотовому ринку.

Операції на ф'ючерсному (строковому) ринку є цікавими для держави ще й тим, що дозволяють стимулювати економічну активність вже сьогодні і таким чином залучити додаткові кошти в бюджет, в той же час кошти на майбутні закупівлі будуть потрібні в майбутньому і їх частково можна було б отримати за рахунок цих поступлень.

Концентрація розробки законопроектів та налагодження функціонування інфраструктури ф'ючерсних ринків повинно 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 вже 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.

Національна Асоціація бірж України є саморегулювальною організацією на біржовому ринку України, до її складу входять основні аграрні та аграрно-сировинні біржі. Ця Асоціація веде велику роботу по становленню біржового сировинного, в т.ч. і ф'ючерсного ринку, впроваджує нові електронні технології біржових торгів.



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 внутрібіржовим 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 в неурядовій некомерційній організації – Управлінні з цінних паперів і ф'ючерсів;
- *французька модель* – контроль уряду за діяльністю бірж та ринку.

В Україні прийнята перша (американська) модель державного регулювання біржових ринків. Однак на державному рівні були запроваджені, як тепер виявилось, безперспективні заходи щодо організації бірж в

якості 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 Закони України "Про товарну біржу", Закон України "Про цінні папери і фондову біржу", Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств", Правила випуску та обігу фондових деривативів і низку законопроектів, серед яких виділимо такі: "Про похідні цінні папери", "Про строкові фінансові інструменти".



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 в США Ви знаєте?
5. Яке призначення лімітів на відкриті позиції за ф'ючерсними контрактами?
6. Яка роль саморегулювних організацій на ф'ючерсному ринку?
7. У чому полягає особливість державного регулювання у Великобританії?
8. Які напрями біржового регулювання існують у Японії?
9. У чому специфіка участі держав у ф'ючерсних ринках Європи?
10. Які законодавчі акти регулюють біржову торгівлю в Україні?



Посилання і рекомендована література

1. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2000. –679с.
2. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку / За ред. П.Т. Саблука та О.М. Шпичака. –К.: 1997. –427с.
3. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. –408с.
4. Пензин К. EUREX – слагаемые успеха //Рынок ценных бумаг, 2001. –№ 3(186). – С.75-78.
5. Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку //Постанова Кабінету Міністрів України від 17 листопада 1995 року №916.
6. Концепція розвитку біржового ринку //Постанова Кабінету Міністрів України від 5 серпня 1997 року №848.

7. Указ Президента України “Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки” від 3 грудня 1999 року №1529.
8. Указ Президента України “Про заходи щодо забезпечення формування та функціонування аграрного ринку” від 6 червня 2000 року №767.
9. Проект Закону України “Про похідні цінні папери” //Українська інвестиційна газета. –№19(189). –18 травня. –1999. –С.5.
10. Закон України “Про товарну біржу” //ВВРУ. –1992. –№10. –С.139.
11. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” //ВВРУ. –1991. –№38. –С.508.
12. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств //ВВРУ. –1997. –№27. –С.181.
13. Правила випуску та обігу фондових деривативів //Галицькі контракти. –1997. –№36. –С.42.
14. Проект Закону України “Про строкові фінансові інструменти” //Бизнес. –№27(442). –2 люля. –2001. –С.16-17.



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 та 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. Регламентация з боку держави повинна проявлятися у:
 - а) створенні прозорих правил торгівлі;
 - б) створенні законодавства;
 - в) створенні органів нагляду за ринками;
 - г) всьому 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:
- a) Конгресу;
 - б) Президенту;
 - в) Міністерству фінансів;
 - г) Федеральній резервній системі.
7. Ф'ючерсні комісійні торговці – це:
- a) фізичні особи, які укладають угоди за власний рахунок;
 - б) фізичні особи та організації, які укладають угоди на замовлення клієнтів та ведуть їх рахунки;
 - в) особи, які безпосередньо укладають угоди у біржовій залі;
 - г) службовці, пов'язані з процедурою приймання замовлень.
8. Асоційовані особи – це:
- a) фізичні особи, які укладають угоди за власний рахунок;
 - б) фізичні особи та організації, які укладають угоди на замовлення клієнтів та ведуть їх рахунки;
 - в) особи, які безпосередньо укладають угоди у біржовій залі;
 - г) службовці, пов'язані з процедурою приймання замовлень.
9. Ліміти відкритих позицій за ф'ючерсними контрактами встановлюються для:
- a) хеджерів;
 - б) спекулянтів;
 - в) асоційованих осіб;
 - г) службовців бірж.
10. Основними принципами діяльності ф'ючерсних бірж Великобританії є:
- a) гласність, електронні торги;
 - б) самоуправління та самоконтроль;
 - в) державне регулювання;
 - г) участь держави в якості агента.
11. Головним регулюючим органом ф'ючерсних ринків Великобританії є:
- a) Рада з цінних паперів;
 - б) Управління з цінних паперів і ф'ючерсів;
 - в) Міністерство фінансів;
 - г) Центральний банк Англії.
12. У Німеччині біржова ф'ючерсна торгівля регулюється:
- a) Торговельним кодексом та Законом про біржі і біржові угоди;
 - б) Міністерством сільського господарства;
 - в) законодавством федеральних земель;
 - г) Правилами біржової торгівлі.
13. В Україні на державному рівні біржові ринки регулюються:
- a) ДКУПФР;
 - б) відсутній відповідний орган;
 - в) НБУ;
 - г) Мінпромполітики.

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) АКБ;
б) ПФТС;
в) Відсутня;
г) НБУ.



Ключові слова, нові терміни

- *державне регулювання;*
- *американська, англійська та французька модель державного регулювання;*
- *саморегулювання;*
- *державні комісії;*
- *ліміти відкритих позицій.*

Частина III

4792308 34978031 129 012490 3252 0034
9 4985209 4097460 3957239712934830

03 1 03
49 49 03
2 3 03
49 49 2 9
4 4 395
72 97 93 8
03 129 01
2 3 03
49 49 7 9
03 129 08
09 49 52 9
2 3 03
49 59 2 9
4 4 391
72 97 93 8
06 129 01
2 3 03

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 І КУРСОВИХ
РИЗИКІВ ЗА ДОПОМОГОЮ Ф'ЮЧЕРСНОЇ
ТОРГІВЛІ

Розділ 20.

ПЕРСПЕКТИВИ СТАНОВЛЕННЯ
ОСНОВНИХ Ф'ЮЧЕРСНИХ РИНКІВ В
УКРАЇНІ

Розділ 15

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

Товарний ф'ючерсний контракт як інвестиційний інструмент біржового ринку

Компанії, які купують та продають сировину та одночасно спекулюють нею на ф'ючерсних ринках, отримують дві переваги: вони володіють конфіденційною інформацією про попит та пропозицію та не мають обмежень за відкритими позиціями.

О. Елдер, біржовий трейдер

A**Теоретична частина**

- *Товарні ф'ючерси як фінансові інструменти*
- *Порядок укладання та виконання ф'ючерсних контрактів*

§ 15.1.

**Товарні ф'ючерси
як фінансові
інструменти**

Як уже вказувалося 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 виключно 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, що 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 досить 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 та покупцям товару надаються надійні матеріальні гарантії виконання укладених угод (через купівлю-продаж відповідного типового контракту з відстроченою поставкою), з іншого, з'являється можливість проведення чисто 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 дилери (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 найліквідніших 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 в сукупності з процентними, валютними та ф'ючерсами на фондові індекси (рис. 15.1).

Покажемо той факт, що динаміка зміни названого та інших аналогічних індексів, як правило, співпадає з індексом інфляції¹.

Проілюстрований графік показує суттєве зростання цін на основні сировинні товари за 1982-1998 рр., різке падіння їх у 1999 р., зростання у 2001 р., знову тенденцію до падіння цін на початок 2002 р., і з цього періоду до липня 2006 р. небачене (більше ніж у три рази) зростання. Тобто спостерігаємо унікальну властивість строкових фінансових інструментів, до яких належать ф'ючерсні та опціонні контракти на сировинні товари, виступати індикатором світового товарного ринку.

Обсяги світової торгівлі товарними ф'ючерсними та опціонними контрактами на біржах світу впродовж останніх років залишаються досить стабільними і коливаються на рівні 3,6 трлн. контрактів на рік, що становить в межах 1,26% від загального обсягу ф'ючерсних контрактів, що пояснюється відносно невисокими темпами зростання сировинних і сільськогосподарських галузей та стабільністю складу основних учасників цих ринків².

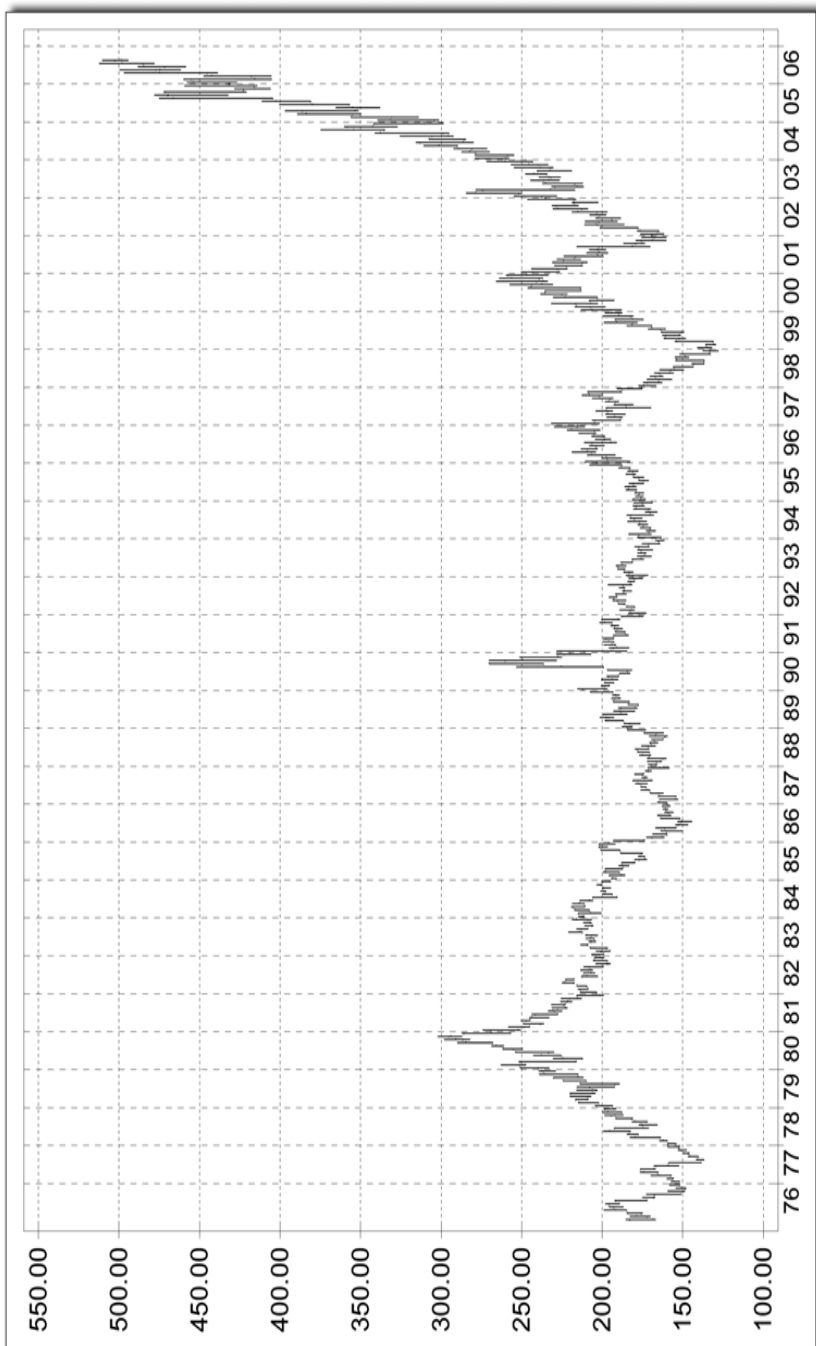
Як вказувалося вище, ф'ючерсні контракти стандартизовані. Відповідно до них покупець зобов'язується сплатити, а продавець поставити (вказується місяць поставки і ціна) певну кількість стандартної сировини, валюти, кредитних ресурсів, цінних паперів. Контракт може виконуватись через поставку товару у 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.

¹ www.finwin.com

² www.bis.org

Рис. 15.1.

Динаміка зміни цін ф'ючерсного контракту на товарний індекс GSCI з 1976 по 2006 рр.



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 рр. інвестиційний портфель з 20 товарними ф'ючерсними контрактами порівнювався з диверсифікованим портфелем із звичайних акцій. Середній рівень доходності такого портфеля становив майже 13% річних, ризик оцінювався на 5% вище від портфеля із звичайних акцій³.

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. Товарних ф'ючерсів такі інвестори практично не використовують. Однак, як уже зазначалося вище, загальні обсяги торгівлі товарними ф'ючерсами, використання їх хеджерами та спекулянтами ф'ючерсних ринків цукру, зернових, кави, нафти з 70-80-х років ХХ-го ст. до початку ХХІ-го ст. не зменшилися.

Співвідношення обсягів торгівлі на користь фінансових ф'ючерсів змінилося завдяки тому, що за останні 10 років інституційні інвестори створили справді величезний їх ринок, який суттєво перевищив обсяги ринку товарних ф'ючерсів. Інституційні інвестори використовують фінансові ф'ючерси як для хеджування портфельів з реальними цінним 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 найпоширенішим індексом є Goldman Sacks Commodities Index (GSCI), який запровадила авторитетна нью-йоркська брокерська фірма Goldman Sacks, 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,

³ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Інвестиції: Пер с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. – С.709.

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 доходними, ніж інвестиції у прості акції. Вони служили прекрасними інструментами для диверсифікації портфелів активів та хеджування від інфляції. Однак ці інструменти не дістали широкого застосування серед інституційних інвесторів, які й далі надають перевагу інвестиціям у фінансові ф'ючерси.

Ф'ючерсна ціна активу у найбільш загальному вигляді визначається за формулою:

$$P_f = P_s + I - B + C,$$

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:

$$P_f = P_s(1 + R),$$

де R – неризикова ставка для казначейських векселів США.

На сучасних ф'ючерсних біржах різниця між цінами продавців та покупців становить 0,1% ціни товару або фінансового засобу. Для порівняння: на фондовому ринку ця цінова різниця становить 0,5% вартості цінних паперів (акцій), на ринку нерухомого майна – до 10% 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 11.01.2005 р. з газети "The Wall Street Journal Europe" (табл. 15.1).

Таблиця 15.1.

Приклад котирування ф'ючерсного контракту на нафту Нью-Йоркської товарної біржі

Petroleum Futures								
Crude Oil, Light Sweet (NYM) 1,000 bbls.; \$ per bbl.								
	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime		Open interest
						High	Low	
Feb	45.60	47.30	45.20	45.33	-0.10	54.75	23.85	133,184
Mar	45.53	47.50	45.35	45.57	-0.08	54.00	23.05	119,176
Apr	45.74	47.25	45.25	45.34	-0.13	53.00	23.25	51,912
May	45.25	46.65	45.25	44.97	-0.14	52.21	23.75	27,123
June	45.01	46.35	44.40	44.59	-0.15	51.67	22.40	34,774
July	44.53	46.00	44.53	44.20	-0.17	50.70	23.60	21,038
Aug	44.66	45.50	43.70	43.84	-0.19	49.85	24.30	12,396
Sep	44.60	44.95	44.60	43.50	-0.20	49.40	24.00	14,106
Nov	44.20	44.20	44.20	42.92	-0.22	48.00	26.00	13,844
Dec	43.02	44.20	43.02	42.68	-0.23	48.40	17.00	57,422
June	41.80	42.20	41.80	41.10	-0.29	46.20	23.75	24,939
Dec	40.75	40.85	40.75	39.98	-0.35	44.60	19.10	42,976
Ju07	39.95	39.95	39.90	39.10	-0.35	43.40	31.15	11,971
Dec	39.10	39.10	39.00	38.36	-0.35	42.40	19.50	20,800
Dc08	38.00	38.10	37.98	37.36	-0.38	40.65	19.75	20,111
Dc09	37.30	37.40	37.30	36.62	-0.38	39.70	22.50	16,766
Dc10	37.00	37.00	36.25	36.17	-0.38	39.90	27.15	17,740
Est vol 240,434; vol Ffi 218,614; open int 694,235, -3,812.								

Як свідчать дані біржового котирування, глибина контрактів, тобто місяці поставок, охоплюють період з лютого 2005 по грудень 2010 рр. Рівень участі у торгах надзвичайно високий. Кількість відкритих позицій, тобто неліквідованих контрактів, сягає 694,235, що означає місткість ринку відкритих контрактів продавців та покупців по 1 000 барелів кожен. Велика кількість контрактів з віддаленими термінами поставки свідчить про значну кількість хеджерів та спекулянтів на цьому ринку. Дані біржового котирування виявляють значні діапазони коливання цін на нафту з різними термінами поставки у майбутньому в межах 37 і 45,6 \$/за барель, що вимагає від виробників та споживачів операцій страхування цінових ризиків, а біржовим спекулянтам та інституційним інвесторам дозволяє спекулятивні операції з великим розмахом.

У розділі 3 наводилася коротка характеристика біржових котирувань. Нижче подано ще одне котирування на цукор Нью-Йоркської торгової

палати. 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 торгової палати**

Food and Fiber Futures								
Sugar-World, (NYBOT)-112,000 lbs.; cents per lb.								
	Open	High	Low	Settle	Change	Lifetime		Open interest
						High	Low	
Mar	8.70	8.73	8.51	8.52	-.19	9.37	6.13	233.077
May	9.02	9.03	8.85	8.86	-.15	9.42	6.19	60.102
July	9.00	9.01	8.83	8.85	-.14	9.35	6.11	43.678
Oct	9.02	9.03	8.86	8.87	-.15	9.28	6.13	24.827
Mr06	8.98	8.99	8.85	8.86	-.10	9.14	6.61	12.642

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 впродовж 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 37,00 \$/за 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 45,00 \$/за барель. Прогнози підтвердилися: на момент поставки спотові ціни на вересневі контракти становили відповідно 50,00 \$/за барель, ф'ючерсні – 60,00 \$/за барель.

Продовження прикладу 15.1.

Японська сторона має виграшу позицію на реальному ринку, оскільки сплачує за форвардним контрактом лише по 37,00 \$/за барель при існуючих на момент поставки 50,00 \$/за барель. Однак російська компанія, відвантаживши нафту до Японії, не має збитків, оскільки її фінансисти отримали на ф'ючерсній біржі прибутки від ф'ючерсної позиції, закривши яку, компанія отримує 15,00 \$/за барель виграшу, що перекидає 13,00 \$/за 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 **хеджінгом** (*hedging*). Тих, що отримують дохід тільки від купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів і реально не зацікавлені 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 місця на найважливіших біржах світу. Нижче ми детальніше розглянемо операції хеджінгу з прикладами біржової практики як далекого, так і близького зарубіжжя.

Трейдери за своєю суттю є інвесторами у ф'ючерсні контракти. Їх основна маса працює на ринках кредитів, валют та індексів. Завжди виникає запитання про джерела прибутків трейдерів, адже при торгівлі ф'ючерсами виграє одна сторона за рахунок іншої.

Оскільки основну масу учасників ринку складають 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 роках ХХ-го ст. Олександр Елдер, вислови якого неодноразово наводилися автором в якості епіграфів до розділів, на той час корабельний лікар 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 грати 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, в т.ч. і на його рідну – російську, Елдер пише, що його шлях до біржового успіху був довгим. Траплялися запаморочливі успіхи та болочі падіння. Рухаючись уперед, або петляючи, він набивав гуді та розорвав свій біржовий рахунок. Після кожної невдачі він повертався до роботи у клініці, збирав

гроші, читав, обмірковував, уточняв методику, а потім знову починав грати. І тепер, не зважаючи 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. Елдер⁴ резонно зазначає, що гроші на біржі з'являються з одної-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, використовують 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, вироблена лауреатом Нобелівської премії професором Г. Марковіцем, наступні дослідження професора Дж.Е. 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 в сировину – страхуючи спад або зростання цін у майбутньому, в акції – страхуючи їх від спаду курсу, в облігації – від впливу зміни ставок банківських відсотків; в 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

⁴ А. Элдер. Как играть и выигрывать на бирже. –М.: Диаграмма, 2001. –352с.

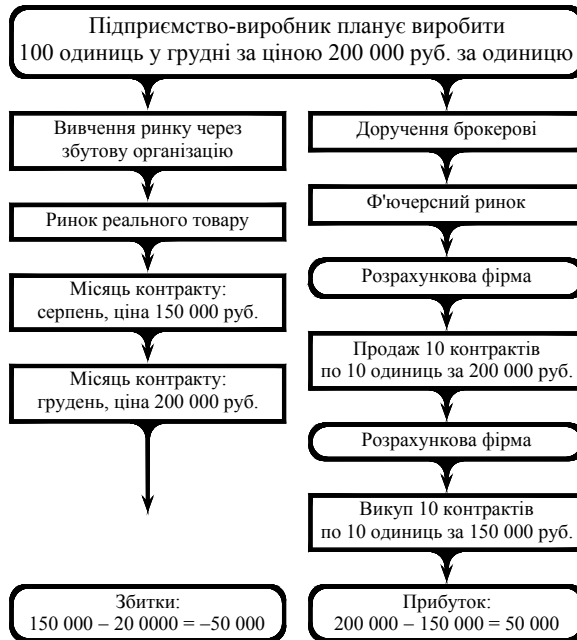
інвестиційного дилера, який може виступати як інвестиційний фонд, компанія, банк тощо, якщо є членом ф'ючерсної біржі.

Оскільки в Україні укладання товарних ф'ючерсних контрактів з метою страхування цінових 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, в першу чергу нафти та природного газу, кольорових металів, можуть відкрити ф'ючерсні позиції через брокерів на міжнародних ф'ючерсних біржах. Такі операції дозволяють не лише визначати плани виробництва і збуту (експорту та імпорту), а й проводити фінансові, страхові операції для їх забезпечення.

Приклад 15.2.

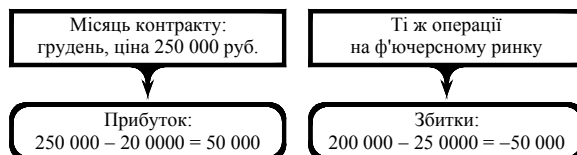
Підприємство-виробник шляхом операцій на ринку реального товару і ф'ючерсному отримує можливість страхування цінового ризику за схемою, поданою нижче.

Схема використання ф'ючерсного ринку



$$\text{Баланс: } -50\,000 + 50\,000 = 0$$

Протилежний варіант



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 2006 р. на цій біржі почали продаватися ф'ючерси з поставкою у липні 2007 р. Це так звані липневі ф'ючерси на пшеницю врожаю 2007 р., які будуть продаватися чотири останніх місяці 2006 р. та сім місяців майбутнього 2007 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, у якому чітко фіксуються дні виконання всіх ф'ючерсних контрактів⁵.

Ф'ючерсний контракт, укладений з метою поставки за ним будь-якого товару, за своєю сутністю є форвардним контрактом. **Ф'ючерсний контракт**, який укладений з метою отримання різниці в цінах, тобто у його власника немає на меті отримання або поставки товару, є фінансовим інструментом, тобто інструментом 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 досить мало 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 тим самим підвищується стійкість ринкової економіки. В момент свого укладання ф'ючерс є нічим іншим як форвардом, спотовим він стає у випадку, якщо завершується поставкою. Власне ф'ючерсним він залишається у проміжку часу між укладанням та ліквідацією через укладання офсетної угоди.

⁵ Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –212с.

§ 15.2.

Порядок укладання та виконання ф'ючерсних контрактів

Ф'ючерсні біржі організують власний порядок укладання ф'ючерсних контрактів. Він є різним для кожної біржі, однак є певні етапи технологічного процесу, спільні для всіх:

- *рішення клієнта.* Клієнт проводить аналіз динаміки потрібного йому ринку, конкретної біржі, ліквідність 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'ючерсній торгівлі;
- *укладання договору на брокерське обслуговування.* Згідно договору, який ми розглядали у розділі 9, клієнт доручає брокеру укласти 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 всі 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'ючерсній торгівлі ґрунтуються на двох балансових рівняннях:

- 1) якщо виграє покупець ф'ючерсного контракту – програє продавець;
- 2) сума виграшів одних членів розрахункової установи дорівнює сумі проґрашів іншої сторони.

Кожен товар, на який укладаються ф'ючерсні контракти, має спотову ціну, або ціну товару з негайною поставкою. У розділі 6 уже 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 у Європі відрізняються від нафтових цін в 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 і 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.

В зв'язку з вище зазначеним 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 складе 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 та трансакційних витрат, пов'язаних з операціями на ф'ючерсному та спотовому ринках;
- існує необмежена можливість отримання кредитів;
- не існує кредитного ризику;
- товари можуть зберігатися довго 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 складає 590 центів за трійську унцію. Тримісячна ставка за євродоларами складає 10% річних. Ціна з повними витратами на квітень складе 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 складе 35 центів на унції.

⁶ Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2000. –С.249.

Якщо ціни на квітневі ф'ючерси нижчі від спотових плюс витрати на зберігання, також є можливість для проведення арбітражу між реальним та ф'ючерсним ринками.

Приклад 15.4.

У січні ціна на срібло складає 590 центів за трійську унцію. Тримісячна ставка за євродоларами складає 10% річних. Ціна з повними витратами на квітень складе 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 складе 5 центів на унції.

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.

Б

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), з іншого, з'являється можливість проведення чисто 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 дилери (інвестиційні компанії, банки, брокерські фірми, незалежні трейдери-спекулянти) використовують ф'ючерсний ринок для прогнозування ціноутворюючих факторів, гри 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 опера-

ції 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 падіння ф'ючерсних цін.

Фінансові розрахунки у ф'ючерсній торгівлі ґрунтуються на двох балансових рівняннях: якщо виграє покупець ф'ючерсного контракту, то програє його продавець; сума вигравів одних членів розрахункової установи дорівнює сумі програвів 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.



Посилання і рекомендована література

1. www.finwin.com.
2. Пензин К. Современное состояние и перспективы развития мирового рынка производных инструментов. Стандартные биржевые контракты //Рынок ценных бумаг. –2000. –№21. –С.16-23.
3. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции: Пер с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –1024с.

4. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. –М.: Диаграмма, 2001. –352с.
5. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –304с.
6. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2000. –С.249.
7. The Wall Street Journal Europe, Tuesday, January 11, 2005. – р. М6.
8. www.finwin.com
9. www.bis.org



Тести для перевірки знань до розділу 15

1. Ф'ючерсний контракт є контрактом:
 - а) на реальний товар;
 - б) виключно позабіржовим;
 - в) виключно 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;
б) кількість відкритих позицій;
- в) зміна ціни відносно попереднього дня;
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

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

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 біржі

A**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 цінovій 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 неабиякої популярності, що сприяло розповсюдженню опціонів на інші цінні папери, валюту та ф'ючерсні товарні контракти.

Термін *опціон* (*option*) у сьогodнішню економічну практику 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 терміну “*option*”, що перекладається як вибір.

На провідних біржах світу опціони на ф'ючерсні контракти практикуються з 70-их років ХХ-го 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. Сьогodні на цій біржі в основному 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 переробки, 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 із 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*).

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 при умові 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.

¹ Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –507с.
Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.62-93.

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 найосновнішого 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 наступні 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 СВOT (“The Wall Street Journal Europe”, September 13, 2002).

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 даним

основним інструментом, називаються *класами*. *Серія* визначає певний контракт, наприклад:

- опціон call на ф'ючерсний контракт з пшеницею (5 000 бушелів) із страйковою ціною 420 ¢/за бушель строком дії до грудня 2006 року коштує 22.250 ¢/за бушель.

Таблиця 16.1.

**Котирування опціонів на пшеницю
Чиказької торгівельної палати²**

Friday, August 3, 2006						
Wheat (CBT) 5, 000 bu; cents per bu.						
Strike price	Calls			Puts		
	Oct	Nov	Dec	Oct	Nov	Dec
400	9.125	–	30.875	13.875	–	16.625
410	6	–	26.125	20.625	–	21.625
420	3.625	–	22.250	28.275	–	27.750
430	2.252	–	18.875	36.875	–	34.125
440	1.375	8.875	16	46	–	41.125
450	.750	6.750	13.375	55.375	–	48.500
460	.375	–	11.375	65	–	56.375
470	.250	–	9.500	74.750	–	–

Volume 1.588 calls; 5.900 puts
Op int calls 105.103; puts 84.893

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% обсягів з ф'ючерсними операціями (наприклад з алюмінієм), тоді як у США – до 30% (з валютою, державними цінними паперами).

² www.online.wsj.com/public/page/2_0512-futopt_agricultural.html

§ 16.2.

Товарні опціони

На ранніх біржових ринках використовувалися опціони з реальним товаром. Після заборони у 30-х роках в 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 в основному 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.

Найпоширеніші товарні опціонні контракти бірж США*

Біржа	Чиказька торгова палата	NYMEX	Нью-Йоркська торгова палата
Ф'ючерсний контракт	Довгострокові казначейські облигації \$100000, 10% 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	7:00 після полудня останнього дня торгівлі	Останній день торгівлі	Субота після останнього дня торгівлі
Інтервали цін укладення угод	Два пункти (мін. $\frac{1}{64}$) 1=\$ 15,625 на контракт	Залежно від ціни \$10 при \$300 за унцію \$30 при \$300-500 за унцію \$40 при \$500-800 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 за унцію, а опціон **“кол”** дає право його покупцеві купити золото за \$370, то опціон виграшний. Для опціону **“пут”** страйкова ціна повинна бути вищою за ринкову. Наприклад, право продати золото за \$390 при ринковій ціні ф'ючерсного контракту \$370.

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).



Премії за опціоном складаються із двох основних елементів: *внутрішньої вартості та часової*.

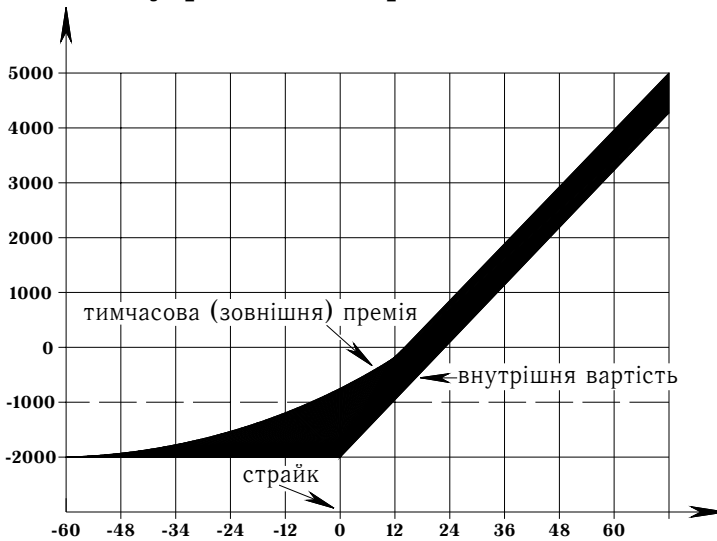
Приклад 16.1.

Опціон на золото страйком 360 \$/за трійську унцію матиме внутрішню вартість 25, якщо такий же ф'ючерсний контракт продається за 385 \$/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 відображатиме 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 рисунку 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 грошима” 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 лежить під опціонним контрактом. 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 розв'язанням цієї проблеми, їх роботи настільки фундаментальні, що висувалися на одержання Нобелівської премії. Саме за роботу по визначенню вартості опціонів її одержали у 1997 р. Мирон Шоулс (M. Scholes) та Роберт 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*).

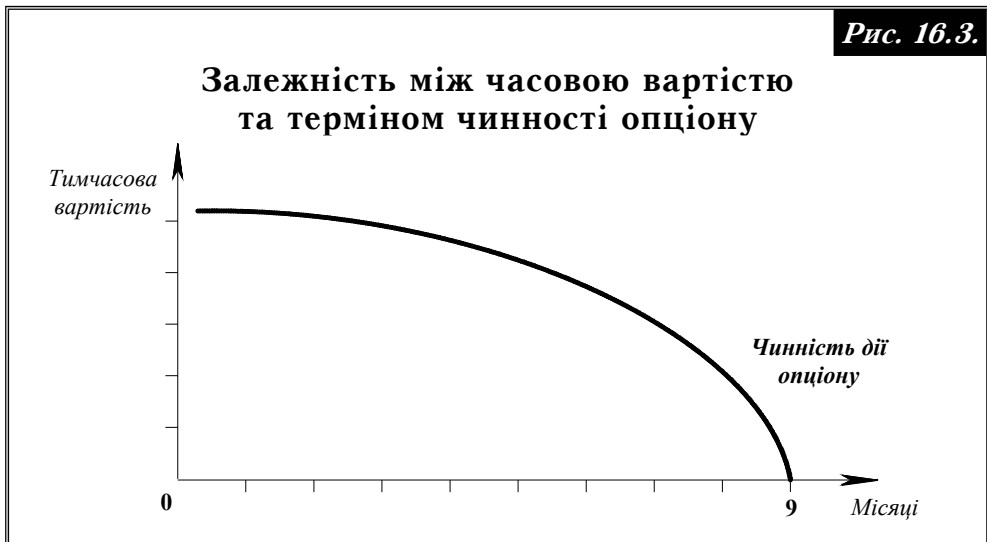
Однак неабияке значення для визначення ціни опціону має нестабільність (*volatility*) ринку, що визначається як певна складова ціни опціону – змінний компонент, що найважче прогнозується. Співвідношення ціни опціону і ціни ф'ючерсного контракту або іншого активу, що лежить в основі опціону, виражається 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 ж $\Delta = 0,1$ 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 лежить в основі 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 чинності 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 лежить в основі опціонного контракту та часу, який залишається до завершення чинності опціону. За інших рівних умов, чим більшими будуть коливання цін, тим вищим розмір премії. Розмір премії зменшується при завершенні чинності опціону. Таку залежність можна показати графічно (рис. 16.3).



Вартість опціону щоденно зменшується, цю зміну називають *розпадом часу в ціні опціону*. Коефіцієнт, що показує швидкість спаду ціни опціону при наближенні строків чинності контракту, називається *тега* (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 чинності 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 *rho* (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. Але 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. Шварц³ звертає увагу сучасних біржовиків на неприпустимість нехтування значенням та впливом часової премії на успіх торгівлі опціонами. Він підкреслює, 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 обмежується премією початкового опціону. З іншого боку, потенціал прибутку не обмежується, як при прямій ф'ючерсній позиції.

³ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –172с.

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 лежить в основі опціону, відхиляється від обумовленої ціни, його, безперечно, 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 досить 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, а саме 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 даються рекомендації до використання конкретних моделей встановлення опціонних стратегій для прогнозування опціонного прибутку⁴.

Опціонний прибуток залежить від зміни будь-якого з вказаних нижче факторів:

- ф'ючерсної ціни;
- нестабільності;
- без ризикової процентної ставки;
- ціни “спот”;
- дивідендів.

Оскільки саме ф'ючерсна ціна найбільше впливає на опціон, вона завжди відома (в найчитабельніших 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 Українсь-

⁴ Коннолли К.Б. Покупка и продажа волатильности. –М.: ИК Аналитика, 2001. –264с.

кій 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 одночасній купівлі і продажі 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 приносить 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 дохідності. 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 одночасного продажу такого ж 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 ¢/за 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 ¢/за фунт з терміном виконання в грудні, премія становить 0.53 ¢/за 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 ¢/за фунт, кондитер робить закупи на реальному ринку і одночасно завершує вертикальну стратегію на опціонному ринку. Він виконує обернений продаж опціону за страйковою ціною 17 ¢/за фунт з премією 1.285 ¢/за фунт, тобто отримує прибуток від цієї операції 0.325 ¢/за фунт і одночасно від оберненої купівлі опціону за страйковою ціною 18 ¢/за фунт з премією 0.55 ¢/за фунт втрачає 0.015 ¢/за фунт.

Результат – збитки 0.6 ¢/за фунт на реальному ринку і чистий прибуток від опціонної стратегії – 0.31 ¢/за фунт.

Угода “бика” з опціоном “пут” полягає в купівлі цього опціону з однією страйковою ціною і одночасно продаж такого ж опціону з вищою страйковою ціною. Угода “ведмедя” з опціоном “кол” передбачає продаж опціону з однією страйковою ціною і одночасно придбання такого ж виду опціону з вищим страйком.

Горизонтальні стратегії відомі також під 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 продажі цього ж типу опціону, але з різними термінами виконання. Оскільки тимчасова вартість з віддаленим термінами 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 опціона “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 закрити 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 \$/за унцію. В той момент ф'ючерси на квітнєве золото продаються за ціною 444 \$/за унцію. Сплачена премія становить 18 \$/за унцію, або 1800 \$/за контракт. Якщо ціни на квітнєве золото зростуть, наприклад до 525 \$/за унцію в березні, інвестор зможе продати свій опціон “кол” з прибутком щонайменше 7500 \$/за контракт. З іншого боку, сценарій гри на підвищення передбачає матеріалізувати торгівлю квітневим золотом за ціною, нижчою від 450 \$/за унцію.

Продовження прикладу 16.3.

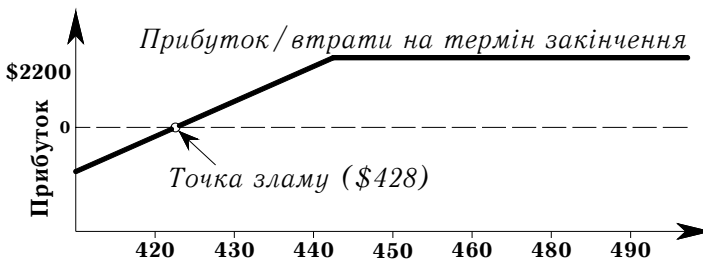
В цьому випадку термін чинності опціону значення не має, втрати обмежуються початковою премією 1800 \$/за контракт. У даному випадку застосовується інша опціонна концепція – дельта. Дельта – це співвідношення кількості опціонних змін, які подаються через зміну контрактних характеристик. Коли ціна на квітнєве золото зростає понад 450 \$/за унцію, ціна одного долара опціону “кол” не зростає, коли ж квітнєві ф'ючерси знижуються до 444 \$/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 ¢/за фунт, він може купити жовтневий “пут” зі страйковою ціною 8 ¢/за фунт з премією 0,9 ¢/за фунт. Якщо ціни на липневий цукор знизяться, скажімо, до 6,5 ¢/за фунт, то “пут” матиме вартість 1680 \$/за контракт. Якщо ж ціни будуть вищими за 8 ¢/за фунт на момент закінчення чинності опціону, то останній не має вартості, і спекулянт втратить початкову премію 1008 \$/за контракт.

Приклад 16.5.**Продаж опціону “пут”**

Торговець, який у квітні передбачає, що спотова ціна на золото 450 \$/за унцію, можливо, зростає, але має обмежений нижній потенціал, продає без відшкодування червневий “пут” зі страйковою ціною 450 \$/за унцію з премією 22 \$/за унцію. Якщо чинність опціону закінчується, і ціна на червнєве золото вища від 450 \$/за унцію, торговець намагатиметься отримати премію. Якщо опціон “втрачає силу” за умови, що червнева ціна золота стає вищою за 428 \$/за унцію, продавець отримає частину премії. За умови, що червнева ціна золота стає нижчою від 428 \$/за унцію, продавець опиниться в ризиковій ситуації. На рис. 16.4 показано результати, які можна отримати на момент припинення чинності опціону “пут”.

Рис. 16.4.**Залежність між фінансовими результатами і термінами виконання опціону**

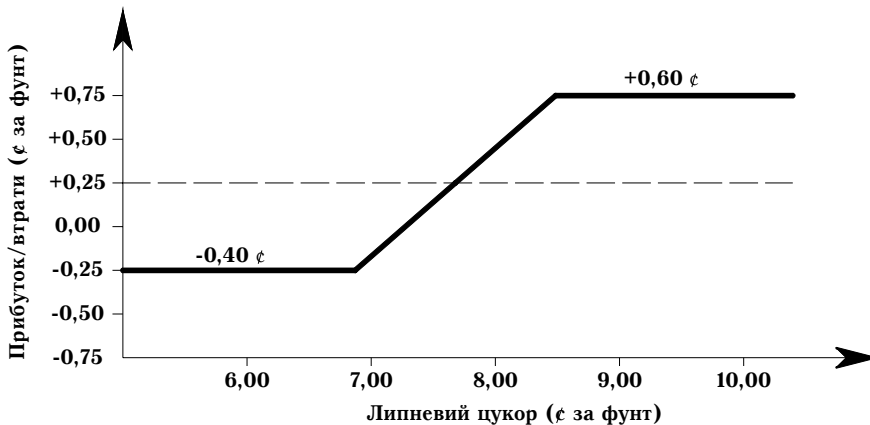
Опціонні спреди забезпечують інші шляхи розв'язання проблем на ринку. В спредах “биків” трейдер купує опціон “кол” за низькою страйковою ціною, як правило, “в грошах” або “на грошах” і продає “кол” з високою страйковою ціною, як правило, “без грошей”. Це створює дебетовий спред, тому що премія сплачується 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 ϕ /за фунт. Одночасно купується липневий “кол” за страйковою ціною 8 ϕ /за фунт з премією 0,8 ϕ /за фунт (896 \$/за контракт) та продається липневий “кол” за страйковою ціною 9 ϕ /за фунт з премією 0,4 ϕ /за фунт (448 \$/за контракт). Прибуток та втрати на термін закінчення чинності 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 “путовому” 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 чинність обох опціонів.

§ 16.4.

**Опціони
з фінансовими
інструментами**

У табл. 16.3 показані провідні світові біржі опціонів, а на рис. 16.6⁵ основні сектори опціонного ринку.

Це цікаво!

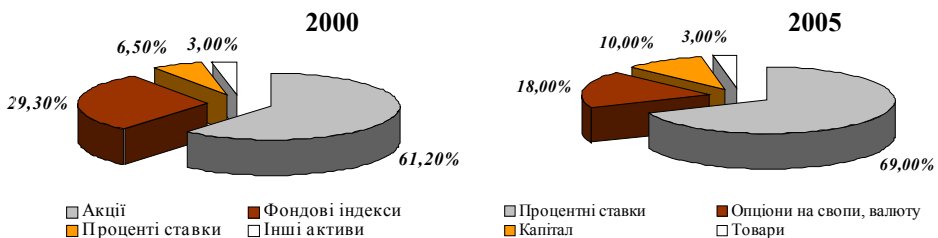
У 2000 році на світовому ринку деривативів відбулася досить знаменна подія. Біржові опціони, якими активно торгували лише останні 30 років, за обсягами торгівлі (у контрактах) перевищили ф'ючерси, яким уже налічується близько 150 років. Денний оборот Чиказької біржі опціонів (СВОЕ) в 1992 році склав 177 тисяч контрактів, у 2000 – 1,3 млн. Це майже десятикратне зростання! В подальшому відбувається різке зростання, так за 2005 р. обсяг торгівлі становив 468 млн. контрактів

Таблиця 16.3.

Провідні біржі опціонів

Біржа	Країна
СВОЕ	США
AMEX	США
KSE	Корея
MONEP	Франція
EUREX	Німеччина
CBOT	США
CME	США
EURONEXT·LIFFE	Великобританія

Як бачимо, найпоширенішими 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.

Динаміка зміни основних секторів ринку опціонів

⁵ www.dis.org

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 досить 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 клірингові 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 чинності контракту, 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. В 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 11.01.2005 р.

Таблиця 16.4.

Зведене котирування опціонів на акції відомих американських корпорацій

Option/ Strike			VOL	EXCH	LAST	NET CHG	LAST	OPEN INT
Intel	Jan05	22.50 p	6.076	XC	0.50	-0.10	22.94	101.356
Citigrp	Feb05	47.50 p	5.771	XC	0.85	0.10	48.58	6.044

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 offices*). 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 закріє 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% ринкової вартості акцій, мінус різниця між страйковою ціною і ринковим курсом (при умові, якщо страйкова ціна вища від ринкового курсу). Ці правила, прийняті на американських біржах, наводяться у підручнику лауреата Нобелівської премії В. Шарпа, професора Стенфордського університету Г. Александера та брокера-аналітика Дж. Бейлі.

Приклад 16.7.

Інвестор випишує грудневий “кол” на акції компанії А. Страйкова ціна – 60 \$/за акцію, ринковий курс – 55 \$/за акцію, премія – 5 \$/за акцію. Обчислимо необхідний розмір маржі.

Метод 1.

Премія опціону: $5 \times 100 = 500$ \$/за опціон.

20% ринкової вартості акцій: $0,2 \times 55 \times 100 = 1100$ \$/за опціон.

Страйк більший від ринкової вартості: $(60 - 55) \times 100 = 500$ \$/за опціон.

Маржа: $500 + 1100 - 500 = 1100$ \$/за опціон.

Продовження прикладу 16.7.Метод 2.

Премія опціону: $5 \times 100 = 500$ \$/за опціон.

10% ринкової вартості акцій: $0,1 \times 55 \times 100 = 550$ \$/за опціон.

Маржа: $500 + 550 = 1050$ \$/за опціон.

Оскільки перший метод дає більшу суму, то інвестор повинен внести \$1100 маржі, але оскільки як продавець він отримує премію в розмірі 500 \$/за опціон, йому доведеться внести додатково лише \$600 ($\$1100 - \500).

Гарантійні внески для опціонів “пут” аналогічні. Якщо на рахунок 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 опціонові “кол”.

Приклад 16.8.

Інвестор виписує грудневий опціон “пут”. Страйкова ціна – 50 \$/за акцію, ринковий курс – 45 \$/за акцію, премія 3 \$/за акцію. Обчислити необхідний розмір маржі.

Метод 1.

Премія опціону: $3 \times 100 = 300$ \$/за опціон;

20% ринкової вартості акцій: $0,2 \times 45 \times 100 = 900$ \$/за опціон;

Страйк більший від ринкової вартості: не враховується.

Маржа: $300 + 900 = 1200$ \$/за опціон.

Метод 2.

Премія опціону: $3 \times 100 = 300$ \$/за опціон;

10% ринкової вартості акцій: $0,1 \times 45 \times 100 = 450$ \$/за опціон.

Маржа: $300 + 450 = 750$ \$/за опціон.

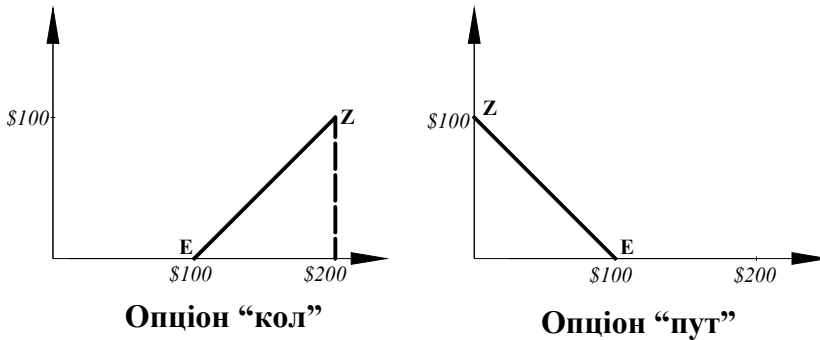
Оскільки перший метод дає більшу суму, то інвестор має внести \$1200 маржі, але оскільки як продавець він отримує премію в розмірі 300 \$/за опціон, йому доведеться внести додатково лише \$900 ($\$1200 - \300).

Вартість опціонів залежить від ринкової вартості акцій і цей зв’язок стає більш помітним на момент закінчення строку дії опціону. Графічно це можна представити на рис. 16.7.

Якщо курс акцій буде нижчим за \$100, то опціон “кол” не має жодної цінності. Якщо ж ціна акцій вища за \$100, то опціон “кол” зі страйковою ціною \$100 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”.

Рис. 16.7.

Зв'язок вартості опціону та вартості акції



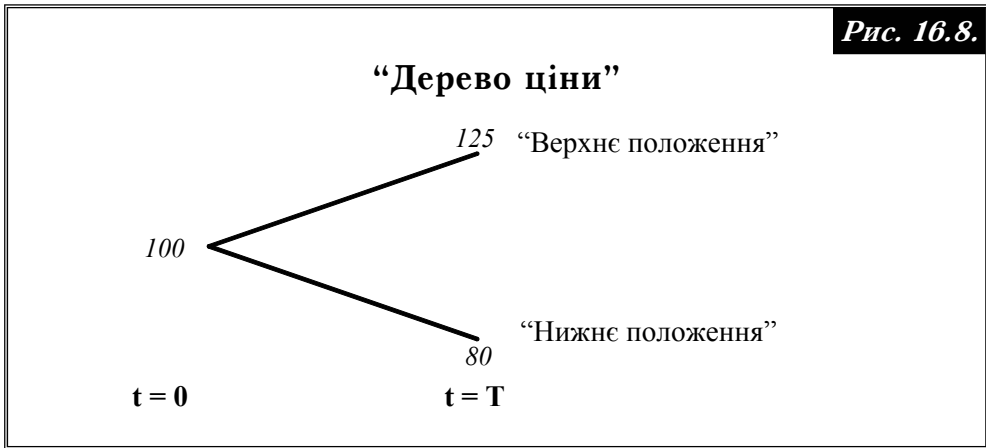
Для оцінки вартості опціонів на зарубіжних ринках використовуються *біноміальна модель* (ВОРМ). Цю модель запропонував В. Шарп у 1978 р., доробили Дж. Кокс, С. Рос, М. Рубінштейн у 1979 р.⁶ Головною особливістю біноміальної формули є те, що вартість опціонів не залежить від ймовірності підвищення цін 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 \$/за акцію терміном дії протягом року можливі такі варіанти розвитку подій. Ціна акцій сьогодні ($t = 0$) дорівнює \$ 100, через рік ($t = T$) ця акція може коштувати \$120 або \$80, 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" в 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.

⁶ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Інвестиції: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –С.624.

Існує так зване “дерево ціни”, тому можливі два варіанти цін у майбутньому (рис. 16.8).



Їх називають “верхнє положення”, коли ціни повзуть догори, та “нижнє положення”, коли ціни падають. Основні дані можна подати в табл. 16.4 так:

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 неризикових 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:

$$125 N_s + 108.33 N_b.$$

У “нижньому положенні” відповідно:

$$80 N_s + 108.33 N_b.$$

Використавши основні дані з табл. 16.5, порівнюємо виплати з ціною опціону.

У “верхньому положенні”:

$$125 N_s + 108.33 N_b = 25; \quad (1)$$

у “нижньому положенні”:

$$80 N_s + 108.33 N_b = 0. \quad (2)$$

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 в акції та продавши облігації за \$41.03, у майбутньому можна отримати ті ж виплати, що й з опціоном “кол”. Потрібно лише \$14.53 власних коштів, що й буде **вартістю опціону**.

У загальному вигляді ціна опціону визначається за формулою:

$$V_o = N_s P_s + N_b P_b,$$

де N_s, N_b – кількість акцій та неризикових 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), або коефіцієнтом хеджування, то h визначається за такою формулою:

$$h = \frac{P_{ou} - P_{od}}{P_{su} - P_{sd}},$$

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:

$$B = PV(hV_{sd} - P_{od}),$$

де PV – дисконтована вартість суми облігацій на кінець періоду дії опціону.

Отже, вартість опціону “кол”, за біноміальною моделлю, дорівнює:

$$V_o = hP_s - B.$$

Однак модель BOPM 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).

$$P_p + P_s = P_c + \frac{E}{e^{RT}},$$

де P_p, P_c – відповідний курс опціонів “кол” та “пут”.

Біноміальну модель розвинули Ф. Блейк та М.С. Шоулс (Black-Sholes). У моделі, яка ними запропонована 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, складе:

$$V_c = N(d_1)P_s - \frac{E}{e^{RT}} N(d_2),$$

$$\text{де } d_1 = \frac{\ln\left(\frac{P_s}{E}\right) + (R + 0.5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}};$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{P_s}{E}\right) + (R - 0.5\sigma^2)T}{\sigma T} = d_1 - \sigma\sqrt{T},$$

де 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 період;

σ – ризик базисної акції, що вимірюється стандартним відхиленням доходності акції, у вигляді неперервно нараховуваного відсотка в розрахунку на рік;

E/e^{RT} – дисконтована вартість ціни виконання опціону на базі неперервно нараховуваного відсотка;

\ln – натуральний логарифм, що позначає співвідношення ринкової

P_s/E ціни до страйку;

$N(d_1)$, – ймовірність того, що при нормальному розподілі між середнім,

$N(d_2)$ 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 ринків⁷.

Аналіз формули Блейка-Шоулса дозволяє визначити залежність вартості європейського опціону “кол” для акцій, за якими не виплачуються дивіденди, від п'яти змінних, а саме:

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 доходності 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 вищесказане 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 хеджу 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

⁷ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер с англ. – М.: ЗАО “ОЛИМП”. – Бизнес, 1997. – С.1037-1041.

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 ж 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 опціона на найближчий термін і купівлі більш віддалених термінів закінчення терміну дії за однією і тією ж 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 “путу” рівнозначне короткій ф'ючерській позиції. Аналогічно з товарними опціонами. Опціони на акції можна використовувати для хеджевих та спекулятивних операцій, суть яких розглядатиметься в наступних розділах роботи. У цьому параграфі ми 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 було 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. Розгляньмо конкретні приклади. Маржу обчислимо за спрощеним методом.

Приклад 16.9.

Інвестор виписує п'ять опціонів “кол” на акції компанії А. Премія 3 \$/за акцію, страйкова ціна – 40 \$/за акцію, поточний курс – 45 \$/за акцію. Як гарантійної маржі біржа вимагає 20% вартості ринкового курсу.

Перша частина маржі: $40 \times 500 \times 0,2 = \4000 .

Виграш опціону “в грошах”, а значить, друга частина маржі відповідно:
 $(45 - 40) \times 500 = \$2500$.

Загальний маржевий вклад: $4000 + 2500 = \$6500$.

Продавець може не вносити вказаної суми повністю, адже на наступний день вранці він отримає премію від покупця опціонів.

Премія становить: $3 \times 500 = \$1500$.

Отже, йому достатньо вкласти \$5000 ($6500 - 1500$).

За умови виписки на зазначених умовах опціонів “пут” його вклад – лише \$2500 (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 – 50 \$/за акцію, премія – 7 \$/за акцію, поточний курс – 58 \$/за акцію. Кредит брокера – 50% вартості акцій мінус вигреш за опціони.

Опціон “в грошах”, що становить: $(58 - 50) \times 500 = \$4000$, – цю суму брокер не прокредитує при купівлі акцій за спотовою операцією.

Його кредит складає: $(58 \times 0,5 - 8) \times 500 = \10500 .

На купівлю акцій за спотомим контрактом продавець опціонів може використати отриману від покупця премію: $7 \times 500 = \$3500$.

Отже, інвестор авансує: $\$15000 (58 \times 500 - 10500 - 3500)$, плюс комісійні за опціонним та спотомим контрактами.

У додатку 16.1 подано приклади біржових котирувань опціонних контрактів на акції компанії Microsoft на Чиказькій опціонній біржі.

Б

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 погодже-

ною 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.

Найпоширенішими 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?



Посилання і рекомендована література

1. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для вузов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –507с.
2. Сохаська О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.62-93.

3. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992.–172с.
4. Коннолли К.Б. Покупка и продажа волатильности. –М.: ИК Аналитика, 2001. –264с.
5. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –1024с.
6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. –М.: ЗАО “ОЛИМП”. –Бизнес, 1997. –С.1037-1041.
7. Сохацька О. Застосування опціонів у корпоративному управлінні //Економіст. – 2001. –№3. –С.33, 34-39.
8. Сохацька О.М. Опціони – фінансові інновації міжнародних ринків //Збір. наукових праць Вісник Національного університету Львівська політехніка.–Львів. –1001. –№417. –С.360-366.
9. Успенко В., Лактионов О. Опціонне хеджування як один із засобів пониження впливу та управління ризиками //Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. Володимира Гнатюка. Серія: “Економіка”. –2000. –№5. –С.58-69.
10. Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій із ф'ючерсами і опціонами //Вісник НБУ. –2000. –№6. –С.44-48.
11. Сільченко М.В. Математичні ризики у хеджуванні ризиків у ринку опціонів // Фінанси України. –2000. –№11. –С.100-105.
12. Шаповалов Є.А. Перспективи входження фінансового ринку України в світову систему торгівлі деривативами //Вісник НБУ, 2001. –№4. –С.58-60
13. Пензин К. Современное состояние и тенденция развития мирового рынка биржевых опционных контрактов //Рынок ценных бумаг. –2001. –№15(198). –С.46-50.
14. The Wall Street Journal Europe, Tuesday, January 11, 2005. – р. М6.
15. www.online.wsj.com
16. www.dis.org



Тести для перевірки знань до розділу 16

1. Опціон – це:

- | | |
|----------------------------|--|
| <i>а) угода з премією;</i> | <i>в) право купити або продати активи у майбутньому;</i> |
| <i>б) строкова угода;</i> | <i>г) все зазначене вище.</i> |

2. Опціон – це:

- | | |
|--------------------------|--|
| <i>а) право купити;</i> | <i>в) право відмовитися від купівлі або продажу;</i> |
| <i>б) право продати;</i> | <i>г) право вибору взамін на сплату премії.</i> |

3. Право вибору за опціоном має:

- | | |
|----------------------|-----------------------|
| <i>а) продавець;</i> | <i>в) брокер;</i> |
| <i>б) покупець;</i> | <i>г) спеціаліст.</i> |

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, у якого:

- а) ціна ринкова вища страйкової;
- б) ціна ринкова нижча страйкової;
- в) ціна ринкова дорівнює страйковій;
- г) відсутня ціна.

14. Опціони “в грошах” – це:

- а) ціна ринкова вища страйкової; в) ціна ринкова дорівнює страйковій;
б) ціна ринкова нижча страйкової; г) відсутня ціна.

15. Опціон “без грошей” – це:

- а) ціна ринкова вища страйкової; в) ціна ринкова дорівнює страйковій;
б) ціна ринкова нижча страйкової; 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 спаду його доходів від тільки що укладеного форвардного контракту на поставку кондитерських виробів мережі супермаркетів у грудні до Різдва свят. При спотовій ціні у червні на пшеницю 320 ϕ /за бушель кондитер через брокера біржі починає втілювати вертикальну стратегію, використовуючи угоди “бика” з опціоном “кол”. Він продає “кол” на пшеницю за страйковою ціною 330 ϕ /за фунт з терміном виконання в грудні, премія становить 20 ϕ /за бушель; одночасно він купує опціон “кол” зі страйковою ціною 310 ϕ /за бушель на той же термін з премією 5 ϕ /за бушель. До початку вересня ціна пшениці піднялася до 340 ϕ /за 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 $\$/$ за унцію. В той момент ф’ючерси на квітнєве золото продаються за ціною 435 $\$/$ за унцію. Сплачена премія становить 10 $\$/$ за унцію, або 1000 $\$/$ за контракт.

Визначити: результати операції, якщо:

- а) ціни на квітнєве золото зростуть, наприклад до 525 $\$/$ за унцію в березні;
б) ціни на квітнєве золото впадуть, наприклад до 380 $\$/$ за унцію в березні.

Задача № 3.

Умова:

Якщо 1 липня трейдер очікує, що ціни на липневий цукор значно відрізняться від їх звичайного рівня 9 ϕ /за фунт, він може купити жовтневий “пут” зі страйковою ціною 9 ϕ /за фунт з премією 0,9 ϕ /за фунт.

Визначити: результати опціонної стратегії, якщо ціни на липневий цукор знизяться, скажімо до 6,5 ϕ /за фунт, і “пут” матиме вартість 1680 $\$/$ за контракт.

Задача № 4.**Умова:**

Інвестор купує за рахунок кредиту брокера 800 акцій і одночасно виписує на ці папери вісім опціонів “кол”. Страйкова ціна – 60 \$/за акцію, премія – 5 \$/за акцію, поточний курс – 62 \$/за акцію. Кредит брокера – 50% вартості акцій мінус виграш за опціони.

Визначити: необхідний внесок інвестора у розрахункову установу.

Задача № 5.**Умова:**

Інвестор виписує три опціони “кол” на акції компанії А. Премія 5 \$/за акцію, страйкова ціна – 50 \$/за акцію, поточний курс – 45 \$/за акцію. Як гарантійної маржі біржа вимагає 20% вартості ринкового курсу.

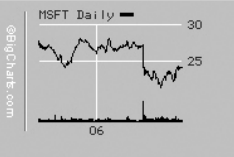
Визначити: маржеві внески інвестора.

E**Ключові слова, нові терміни**

- *опціон;*
- *опціон “кол”;*
- *опціон “пут”;*
- *подвійний опціон (дубль-опціон);*
- *страйкова ціна;*
- *часова вартість;*
- *внутрішня вартість опціону;*
- *опціон в грошах;*
- *опціон “без грошей”;*
- *опціон “на грошах”;*
- *опціонні стратегії.*

Приклад котирування опціонів на акції компанії Microsoft на Чиказькій біржі опціонів⁸

MSFT
Microsoft Corporation



24.21 ▲ -0.09

Open:	24.185	High:	24.48
Low:	24.15	Volume:	43,164,600
Yield:	1.49%	P/E Ratio:	19.06
Bid:	24.22	Ask:	24.22
Expected Div. Date:	8/15/2006	Expected Div. Amount:	0.09

optionsXpress® Online Options & Stock Brokers [Free Account Transfers>](#)

OPTION CHAIN FOR MICROSOFT CORPORATION

CALLS							PUTS							
Hide August, 2006 Options														
Symbol	Last	Change	Vol	Bid	Ask	Open Int.	StrikePrice	Symbol	Last	Change	Vol	Bid	Ask	Open Int.
Stock Price ▶							24.21	<small>Last as of 8/3/2006</small>						
MSQHZ					0.25		32.50	MSQTZ	8.40	-0.20	21.00	8.20	8.40	171.00
MSQHL					0.25		35.00	MSQTL	10.90	-1.20	300.00	10.70	10.90	300.00
MSQHU					0.25		37.50	MSQTU	13.30		21.00	13.20	13.40	21.00
MSQHH					0.25		40.00	MSQTH				15.70	15.90	
MSQHV					0.25		42.50	MSQTV	18.00	-1.50	20.00	18.20	18.40	20.00
MQFHA	19.50	+1.10	20.00	19.20	19.30	455.00	5.00	MQFTA						0.25
MQFHU	16.10	+0.70	15.00	16.70	16.80	404.00	7.50	MQFTU						0.25
MQFHB	13.90	+0.40	210.00	14.20	14.30	307.00	10.00	MQFTB						0.25
MQFHV	12.00	+0.20	1.00	11.70	11.80	730.00	12.50	MQFTV						0.25
MQFHC	9.50	+1.70	93.00	9.20	9.30	784.00	15.00	MQFTC						0.25
MQFHW	6.80	-0.20	10.00	6.70	6.80	268.00	17.50	MQFTW	0.05		25.00	0.25		25.00
MQFHD	4.40	+0.03	5.00	4.20	4.30	11,354.00	20.00	MQFTD	0.05	-0.06	10.00	0.10	0.05	7,546.00
MSQHX	1.80	-0.10	724.00	1.75	1.80	21,308.00	22.50	MSQTX	0.05	-0.01	134.00	0.05	0.05	25,553.00
							23.25	MSQTB						
Stock Price ▶							24.21	<small>Last as of 8/3/2006</small>						
MSQJH	0.15	-0.05	7,307.00	0.15	0.20	163,583.00	25.00	MSQJL	0.94	+0.04	4,003.00	0.95	1.00	22,914.00
MQFHZ	21.80	-0.20	10.00	21.70	21.80	499.00	2.50	MQFTZ						0.25
Stock Price ▶							24.21	<small>Last as of 8/3/2006</small>						
MSQHY	0.05		1.00	0.05	0.05	397.00	27.50	MSQJY	3.46	+0.06	30.00	3.30	3.40	1,787.00
MSQHK	0.05		10.00		0.05	11.00	30.00	MSQJK	6.00	+0.08	200.00	5.70	5.90	775.00

⁸ www.bigcharts.marketwatch.com

Розділ 17

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

Фінансові ф'ючерси

Одна із основних переваг похідних фінансових інструментів полягає в тому, що вони надають можливість розглядати ринок негативно (ведмідь) так само просто, як і позитивно (бик). Похідні продукти дають кожному можливість отримувати вигоду від падіння цін, не володіючи самим активом.

К. Конноллі, біржовий трейдер

A**Теоретична частина**

- *Суть та види фінансових ф'ючерсів*
- *Відсоткові фінансові ф'ючерси*
- *Контракти на індекси фондових бірж*
- *Ф'ючерсні контракти з валютою*

§ 17.1.

Суть та види фінансових ф'ючерсів

Строкові фінансові угоди, як уже зазначалося у попередніх розділах підручника, укладаються з моменту виникнення торговельних угод взагалі. Нам уже відомо, що історія зберегла

для нас згадку про те, як відомий грецький математик Фалес з Мілета заробив на опціонних контрактах величезний капітал, а в XVII-му столітті в Нідерландах зеленярі, які вирощували тюльпани використовували ф'ючерсні та опціонні контракти для захисту від значних коливань цін на цей екзотичний для того часу товар.

Основи сучасного ринку фінансових строкових контрактів закладалися у США, де з розвитком централізованого зернового ринку на СВОТ розпочалося котирування строкових контрактів на боргові цінні папери, особливо державні облігації.

Спад цін на сільськогосподарську продукцію в 30-х роках 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 роках.

Крах Бреттон-Вудської валютної системи і перехід до плаваючих курсів внаслідок зростаючого дефіциту торгового балансу США на початку 70-х років спричинив створення Чиказькою товарною біржею (СМЕ) спеціалізованої біржі фінансових ф'ючерсів – Міжнародного валютного ринку (ІММ – Internation 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. щоденно).

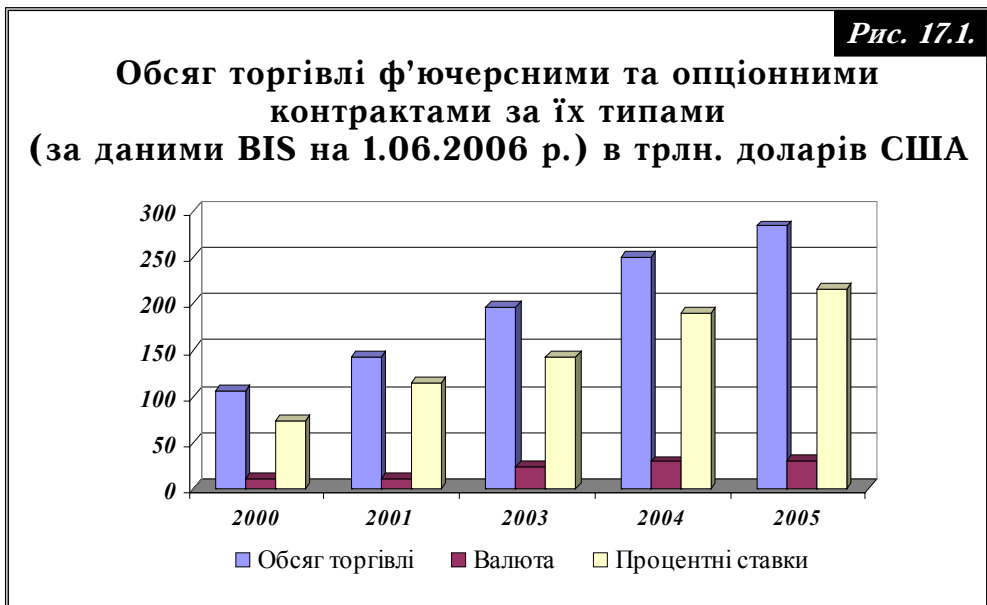
У 80-ті роки зміна орієнтирів у грошовій політиці всіх західних емісійних банків, фіскальна експансія США, загальне зростання економічної

кон'юнктури призвели до біржового піднесення і відповідно впровадження торгівлі ф'ючерсами на індекси акцій.

Події 1987 р. спричинили 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.

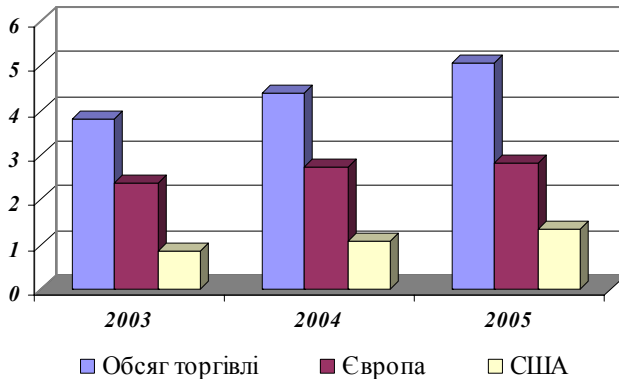
На рис. 17.1 і 17.2 показано обсяги світової біржової торгівлі основними строковими похідними фінансовими інструментами, до яких належать контракти з довгостроковими та короткостроковими відсотковими ставками, біржовими індексами, валютою з 2000 по друге півріччя 2005 р. у цілому та за економічними зонами земної кулі. Наведені діаграми показують суттєве зростання обсягів укладених біржових угод у другому півріччі 2005 р., в основному на короткострокові відсоткові ставки, що свідчить про зростання кредитного ризику на світовому фінансовому ринку. Невеликий обсяг валютних контрактів підтверджує існування тенденції щодо зменшення валютних ризиків, що стало можливим через запровадження євро. Аналіз другої діаграми показує, що Європа впевнено займає більше половини світового строкового ринку¹.



¹ www.bis.org/statistics

Рис. 17.2.

Обсяг торгівлі ф'ючерсними та опціонними контрактами за економічними зонами (за даними BIS на 1.06.2006 р.) в трлн. доларів США



Більше того, на основі результатів аналізу, здійсненого Асоціацією ф'ючерсної торгівлі (Futures Industry Association), відомої на світовому ринку саморегулюючої організації на ф'ючерсних ринках, за цей самий період видно, що приріст обсягів строкових контрактів на світових біржах був забезпечений за рахунок європейських бірж. Приріст відбувався в основному на контрактах з відсотковими ставками. Цей процес свідчить про деяке монетарне послаблення на ринку грошей як у США, так і у 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.

Становлення ринку в Україні, як і в інших постсоціалістичних країнах, супроводжувалося катастрофічним знеціненням грошових ресурсів, гіперінфляційними процесами. Між тим світовий досвід незаперечно 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. Бурхливе зростання операцій з похідними фінансовими інструментами припадає на кінець 70-х – початок 80-х років ХХ-го століття в США, в Європі – на 80-90-ті роки ХХ-го ст.

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 розв'язали 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 в 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.

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 справедливе 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). Все 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 простим 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 – FORTS². За час, що минув після першого видання підручника відбулися кардинальні зміни на російському строковому ринку, так обсяги торгівлі ф'ючерсними контрактами уже становили 1 млрд. доларів США. На Московській міжбанківській валютній біржі відбуваються торги не лише валютними, але й відсотковими ф'ючерсами (рис. 17.3)³.

В Україні ринки реального товару, зокрема ринки сільськогосподарської сировини, цінних паперів та валюти, розвиваються надто повільно, тому про становлення ліквідних ф'ючерсних ринків сьогодні говорити ще передчасно. Зрозуміло одне – вони потрібні і, можливо, у нас перших процес становлення цих ринків відбуватиметься майже одночасно. Однак відсутність фахівців та відверте несприйняття біржового механізму урядовими структурами і законодавцями суттєво гальмуватимуть цей процес.

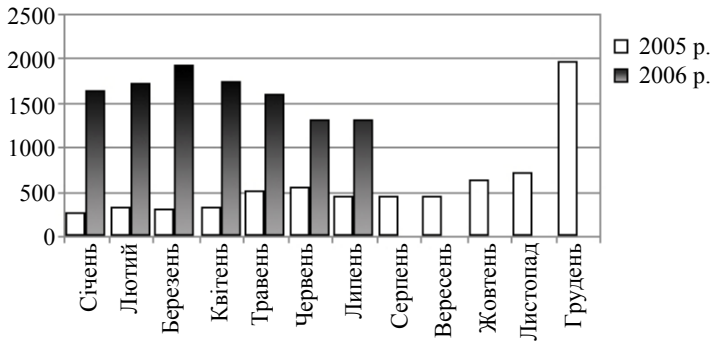
² Казарин М. Перевод фьючерсной торговли в РТС повысил надежность срочного рынка //Рынок ценных бумаг. –2001. –№219(2040). –С.12.

³ www.micex.ru/futures

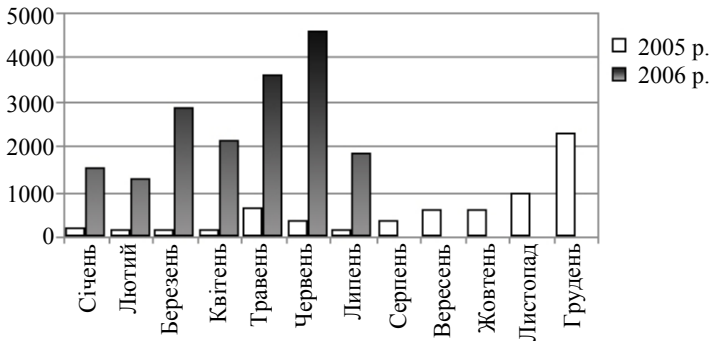
Рис. 17.3.

Обсяги торгівлі ф'ючерсними контрактами на Московській міжбанківській валютній біржі (на 07.06.2006 р.)

Об'єм торгів, тис. контрактів



Об'єм відкритих позицій, тис. контрактів



Поява на західних фінансових ринках таких інструментів, як фінансові ф'ючерси та опціони належить до найвизначніших інновацій. Ф'ючерсні ринки є вертикальною складовою давніх спотових ринків. Нагадаємо, що 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, сільсько-господарської, промислової сировини;
- **фінансові ф'ючерси** – базую 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 списку використаних джерел⁴. 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*).

⁴ Кандинская О.А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии. –М.: Издательство АО “Консалтбанкир”, 2000. –272с.

Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –304с.

Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. –М.: ИНФРА-М, 1996. –368с.

Киреев А. Международная экономика. В 2-х частях. Ч.2. Международная макроэкономика: Открытая экономика и макроэкономическое программирование. –М.: Международные отношения, 1999. –484с.

Примостка Л. Операції хеджування на строкових фінансових ринках //Банківська справа. –1999. –№1. –С.41-43.

Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія. –К.: КНЕУ, 2001. –263с.

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.

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 нещодавно впроваджені ф'ючерси на свопи.

§ 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. 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 лежать в основі 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.

Уже сама 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 доходність 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 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. на три місяці від встановленої дати – від вересня до грудня – за строковою відсотковою ставкою, погодженою на момент укладання угоди. У табл. 17.1 подано приклад біржового котирування євродоларів від 11.01.2005р. з “The Wall Street Journal Europe”.

Основні умови контракту: покупець євродоларового ф'ючерса має у певний термін розмістити тримісячний депозит у євродоларах номіналом \$1 млн. за обумовленим у контракті рівнем відсотку. 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.

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 грішми, 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 торгівельного 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.

Таблиця 17.1.

**Котирування відсоткової ставки
на євродолар Чиказької товарної біржі**

Interest Rate Futures								
Eurodollar (CME)-\$1,000,000; pts. of 100%								
						Yield		
	Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Open interest
Jan	97.34	97.34	97.33	97.33	...	2.67	...	74,450
Mar	97.06	97.06	97.03	97.04	-0.1	2.96	.01	1,072,293
June	96.74	96.74	96.71	96.72	-0.1	3.28	.01	1,167,365
Sept	96.48	96.49	96.44	96.47	-0.1	3.53	.01	1,080,285
Dec	96.29	96.30	96.24	96.27	-0.2	3.73	.02	807,488
Mr06	96.17	96.18	96.12	96.15	-0.1	3.85	.01	603,927
June	96.08	96.08	96.03	96.06	-0.1	3.94	.01	427,781
Sept	95.99	96.01	95.95	95.98	-0.1	4.02	.01	312,914
Dec	95.90	95.93	95.86	95.89	-0.1	4.11	.01	271,173
Mr07	95.83	95.85	95.79	95.82	-0.1	4.18	.01	180,265
June	95.76	95.76	95.72	95.74	-0.1	4.26	.01	160,047
Sept	95.68	95.69	95.65	95.67	-0.1	4.33	.01	125,473
Dec	95.60	95.60	95.56	95.59	...	4.41	...	120,327
Mr08	95.53	95.54	95.50	95.52	...	4.48	...	96,701
June	95.45	95.46	95.43	95.44	...	4.56	...	103,718
Sept	95.37	95.38	95.35	95.36	...	4.64	...	95,510
Dec	95.28	95.28	95.26	95.27	...	4.73	...	85,283
Mr09	95.21	95.22	95.19	95.20	...	4.80	...	66,313
June	95.12	95.13	95.10	95.12	.01	4.88	-0.1	59,362
Sept	95.04	95.05	95.02	95.04	.01	4.96	-0.1	50,398
Dec	94.94	94.96	94.93	94.95	.01	5.05	-0.1	29,002
Mr10	94.88	94.90	94.88	94.89	.01	5.11	-0.1	13,709
Est vol 394,719; vol Fri 2,178,312; open int 7,062,495, +164,238								

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 не-реальне 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.

Технологія індексних угод полягає в тому, що позитивні або від'ємні значення величини індекса 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 індекса 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 важливішу роль на міжнародному ринку фінансових ф'ючерсів відіграють європейські біржі, а саме:

- 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 (NYMEX);
- Міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (EURONEXT•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. в результаті злиття Німецької DTB та Швейцарської SOFEX.

Для прикладу наведемо номенклатуру фінансових ф'ючерсів на біржі EURONEXT•LIFFE.

1. Валюта:

- англійський фунт стерлінгів (£);
- євро (EURO);
- японська ієна (¥);
- 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”.

Перелік основних фінансових ф'ючерсних контрактів, що котируються на вказаних вище біржах, подано у табл. 17.2.

За характером участі на ринку фінансових ф'ючерсів учасників поділяють на дві групи:

- безпосередні (прямі);
- опосередковані учасники.

До прямих учасників належать члени бірж фінансових ф'ючерсів. Як уже підкреслювалося 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. Під хеджуванням розуміють 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 (купують) контракти для того, щоб згодом реалізувати їх з вигодою.

Таблиця 17.2.

Основні фінансові ф'ючерси

Контракт	Біржа	Країна	Категорія
BUND-10-year Germ.Gov.Bond	EUREX	Germany	Interest Rate
U.S. Treasury Bond	CBOT	USA	Interest Rate
3-Month Eurodollar	CME	USA	Interest Rate
CAC-40 Index	MATIF	France	Stock Index
KOSPI-200	KSE	Korea	Stock Index
BOBL 5-year German Gov.Nt.	EUREX	Germany	Interest Rate
DAX Index	EUREX	Germany	Stock Index
10-year U.S. Treasury Note	CBOT	USA	Interest Rate
Three Month Euribor	EURONEXT•LIFFE	U.K.	Interest Rate
Three Month Sterling	EURONEXT•LIFFE	U.K.	Interest Rate
S&P 500 Index	CME	USA	Stock Index
Primary Aluminum high-grade	LME	U.K.	Metal
1-day Interbank rate	BM&F	Brazil	Interest Rate
SCHATZ 2-year Germ.Govt.Nt.	EUREX	Germany	Interest Rate
5-year U.S. Treasury Note	CBOT	USA	Interest Rate
3-month Euroyen	TIFFE	Japan	Interest Rate
10-year Yen Gov't Bond	TSE	Japan	Interest Rate
FTSE-100 Index	LIFFE	U.K.	Stock Index
U.S. Dollar	BM&F	Brazil	Currency
3-year U.S. Treasury Note	SFE	Australia	Interest Rate
S&P 500 E-mini Index	CME	USA	Stock Index
Swiss Market Index (SMI)	EUREX	Germany	Stock Index
DJ EURO STOXX 50	EUREX	Germany	Stock Index
Eurodollar	SIMEX	Singapore	Interest Rate
Long Gilt	LIFFE	U.K.	Interest Rate
Japanese Yen	CME	USA	Currency
Euro-Yen	SIMEX	Singapore	Interest Rate
Euro Notional Bond	MATIF	France	Interest Rate
Rubber	TOCOM	Japan	Ind.agriculture
Bovespa-Stock Index	BM&F	Brazil	Stock Index
Swiss Franc	CME	USA	Currency
Dow Jones Industrial Index	CBOT	USA	Stock Index
Euro FX	CME	USA	Currency

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 першочергова маржа (завдаток у брокера) становить лише \$2 000. Нехай курс контракту на момент купівлі – 100 одиниць за кожні \$100. Якщо курс зростає до \$101, то бруто-дохід становитиме \$1 000 або 50% 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 так 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 вкрай 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 (застава). 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 чому 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 довнесення 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. Поряд з цим будь-яка угода має протилежний бік, також 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, з іншого, а виділені за вказаним принципом кредити стають частиною загальної кредитної політики, уряду. Саме тому мінімальний розмір 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 сягає 50% вартості контракту, розмір застави значно менший, а відповідно “важіль” – вищий, тому вищі й потенційні прибутки (збитки). Так, за валютними контрактами маржа становить 3-5% вартості контракту, за відсотковими ф'ючерсами – 1-5%.

Першочергова маржа (*initial margin*) – це застava, 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 учас-

ника врівноважується з ринковою ціною інструменту. Для стабільності ринку і відповідно з біржовими правилами можуть встановлюватися ліміти денного коливання курсів в абсолютному вираженні, так звані нижні і верхні ліміти (*limit up, limit down*).

Оскільки вимагати довнесення маржі однією зі сторін і частково її повертати іншій при кожній зміні ціни неможливо, і у зв'язку з значними матеріальними витратами, як правило, використовується додатковий вид маржі – підтримуюча маржа (*margin*) – мінімально можливий розмір першочергової маржі, величина якої не може опускатися нижче протягом усього строку відкритої позиції. Таким чином, першочергова маржа може як завгодно часто зменшуватися варіаційними маржами доти, поки значення першочергової маржі не впаде нижче 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 рахунку надлишок у вигляді різниці між сумою свого рахунку 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 детальнішого аналізу.

Короткострокові відсоткові інструменти котируються на базі індексної ціни, яка визначається за формулою:

$$100 - r,$$

де r_f – дохід фінансового інструменту, що лежить в основі контракту.

Вказана система котирування зберігає обернену залежність між ціною інструменту та його доходністю, 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 Міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів – EURONEXT•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. 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:

$$0.0001 \times 500,000 \times 91 \div 365 = 12.5 \text{ £ .}$$

У табл. 17.3 подано приклад біржового котирування стерлінгового депозиту з “The Wall Street Journal Europe” від 11.01.2005 р.

Таблиця 17.3.

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	
Mar	95.14	95.16	95.13	95.15	.01	96.38	93.29	238,562
June	95.20	95.26	95.20	95.24	.02	96.30	95.18	258,004
Sept	95.24	95.30	95.23	95.28	.02	96.23	94.06	243,955
Dec	95.24	95.30	95.22	95.28	.02	96.15	94.06	195,890
Mr06	95.19	95.28	95.19	95.26	.02	96.10	94.05	110,280
June	95.18	95.28	95.18	95.26	.03	95.97	94.04	98,941
Sept	95.20	95.27	95.20	95.25	.03	95.75	94.20	71,174
Dec	95.20	95.25	95.20	95.24	.03	95.89	94.21	43,451
Mr07	95.20	95.22	95.20	95.23	.03	95.82	94.20	23,310
June	95.20	95.22	95.20	95.22	.03	95.73	94.21	17,602
Sept	95.19	95.20	95.19	95.20	.03	95.62	94.21	10,080
Est vol 145,632; vol Fri 264,224; open int 1,317,857 +34,869.								

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-інвестора⁵, а саме:

1. Чисто спекулятивна операція на LIFFE.

Приклад 17.2.

Біржовик купив два контракти по 95.15 і через 15 днів продав їх по 95.20.

Його виграш становитиме $(95.20 - 95.15) = 0,05$ пунктів. Для визначення числа кроків поділимо 0,05 на крок ціни 0,01. Отже, число кроків становить 5, а виграш біржовика відповідно $2 \times 5 \times 12,5 = 125$ ф. ст.

Після завершення операції йому повертається 1500 ф. ст. початкового депозиту, а дохід за 15 днів становитиме 8,3% $([125 : 1500] \times 100)$.

2. Фізична поставка (приймка) депозитного сертифіката.

Приклад 17.3.

Біржовик купив два контракти по 95.15 для отримання в день поставки двох депозитів. В останній день торгів продавець організовує все необхідне для відкриття двох депозитів в одному з банків, які співпрацюють з біржею EURONEXT•LIFFE. У день поставки покупець перераховує 1млн.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 середньоарифметичну ставку десятих банків, яка встановлюється як котирувальна. Ціна поставки є різницею між 100 та отриманою котирувальною ставкою.

Наприклад, визначена у такий спосіб котирувальна ставка становить 4,80%, ціну поставки визначимо так:

$$100 - 4,80 = 95,20.$$

У результаті зростання ціни контракту від 95,15 до 95,20 покупець як варіаційну маржу повинен отримати виграш у розмірі:

$$2 \times (95,20 - 95,15) : 0,01 \times 12,5 = 125 \text{ £.}$$

Початковий депозит – 1 500 фунтів стерлінгів – повертається. Згідно з отриманою котирувальною ставкою, стерлінговий депозит, на який покупець перераховує гроші, має принести йому дохід 4,85%. Однак ця ставка може суттєво відрізнятись від ставки конкретного банку.

Наприклад, вона становить 4,75%.

⁵ Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. – М.: Тривола, 1995. – 240 с.
Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. –М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания, 1998. – 352 с.

Згідно з правилами біржової торгівлі покупець повинен отримати від продавця додаткову суму доходу до рівня 4,85%.

Ця сума визначається за формулою:

$$D = \frac{N(r_s - r_d)t / 365}{1 + (r_s + t / 365)},$$

де

r_s – котирувальна ставка біржі;

r_d – ставка депозиту конкретного банку;

t – число днів на які відкрито депозит;

N – номінал депозиту.

Для нашого випадку доплата становитиме:

$$2 \times \frac{500,000(0.0485 - 0.0475)91 / 365}{1 + 0.0485 \times 91 / 365} = 246.35 \text{ £}.$$

Коли інвестор купував депозит, він ставив собі за мету отримати ставку на рівні 4,85%, яку він отримав загалом на двох ринках – реальному та ф'ючерному:

$$r = \frac{M + D}{N} \times \frac{365}{91} + r_s.$$

Визначимо загальну доходність інвестора, якщо маржа на один контракт становить £100, а доплата на один контракт – £49,81:

$$r = \frac{62.5 + 123.175}{500000} \times \frac{365}{91} + 0.0475 = 0.0488.$$

Отже, покупець контрактів отримав бажану доходність – 4,88% річних.

3. Розрахунок грошима.

Приклад 17.4.

Покупець обирає замість поставки взаєморозрахунок грошима. У цьому випадку йому виплачується варіаційна маржа, що становить 125 ф. ст., і повертається 1500ф. ст. гарантійного вкладу. Дохід операції визначається за формулою:

$$r = \frac{M}{N} \times \frac{365}{t} + r_s,$$

$$r = \frac{100}{500000} \times \frac{365}{91} + 0.0480 = 0.0488, \text{ або } 4.88\%.$$

Як приклад фінансових ф'ючерсних контрактів, що котируються на американських біржах, розглянемо одномісячний контракт по ставці LIBOR номіналом \$3 000, який торгується на Чиказькій товарній біржі.

У табл. 17.4 подано приклад біржового котирування з “The Wall Street Journal Europe” від 11.01.2005 р.

У котируванні подається індексна ціна ставки для номіналу \$100.

Між котирувальною ціною, що подається у пресі, і ф'ючерсною є такий зв'язок:

$$P = 100 - 12(100 - F),$$

де P – котирування ф'ючерсної ціни;

F – ф'ючерсна ціна;

Таблиця 17.4.

Приклад біржового котирування ф'ючерсного контракту на одномісячний LIBOR

Interest Rate Futures								
1 Month Libor (CME)-\$3 million.; pts. of 100%								
	Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Open interest
Jan	97.50	97.50	97.50	97.50	...	2.50	...	23,005
Feb	97.39	97.39	97.38	97.37	...	2.63	...	15,455
Est vol 1,921; vol Fri 2,994; open int 45,948, +1,109								

Щоб за котируванням ф'ючерсної ціни визначити одномісячну ставку LIBOR, яку заплатить інвестор, необхідно визначити F із вище поданої формули:

$$F = 100 - 0.12(100 - P).$$

Отже ф'ючерсна ставка LIBOR прогнозувалася в січні 2005 р. на лютий 2005 р.:

$$F = 100 - 0.083(100 - 97.37) = 99.782.$$

Отже, дохід у разі розміщення депозиту на 1 місяць становитиме 0,218% від суми 3 000 000 дол., або 2,63% у перерахунку за рік 1,66%, що точно відповідає даним, які наведені у котирувальній таблиці.

Як приклад довгострокових фінансових ф'ючерсів розгляньмо 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 облігації служать 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 приведена 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 спадає, і, навпаки.

Торговці облигаціями фінансують свої позиції на ринку РЕПО (угода РЕПО 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 і 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.

Для прикладу візьмемо 30-річну облигацію Казначейства США номіналом \$100 000, до терміну відшкодування якої залишається 15 років. Дохід від відшкодування облигації – 8% на рік, місяці поставок – 3, 6, 9, 12. Ціною поставки є ставка РЕПО. Хоч операції на ф'ючерсному ринку та ринку спот відбуваються паралельно, ринок відсоткових фінансових ф'ючерсів відображає спотовий ринок лише частково.

У табл. 17.5 подано приклад біржового котирування на 15-річну облигацію Казначейства США, що котирується на Чикаго Борд оф Трейд із “The Wall Street Journal Europe” від 11.01.2005 р.

Таблиця 17.5.

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 iterest
						High	Low	
Mar	112-09	112-15	112-00	112-11	8	114-02	100-25	612,141
June	111-16	111-20	111-10	111-13	8	113-07	100-00	18,941
Est vol 147,946; vol Fri 379,969; open int 631,291 +18,215								

Як бачимо, облігації котируються для номіналу \$100, дробові значення ціни подаються в 32 частках долару.

Згідно з даними котирувальної таблиці ціна облігації номіналом \$100 000 з поставкою у червні 2005 р. на Чикаго Борд оф Трейд становить 111-13, або \$111.406. Це означає, що облігація продається за \$111,406.

У котируванні вказується чиста ціна облігації без відсотків, які належать продавцеві паперу, якщо вона поставляється під час купонного періоду.

Ціна, яку отримує продавець при поставці, обчислюється за формулою:

$$\text{Ціна поставки} = \text{Котирувальна ціна} \times \text{Коефіцієнт конверсії} + \text{Нараховані проценти}$$

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:

$$\frac{100,000 \times 0.1}{365} \times 75 = \$2054.$$

Коефіцієнт конверсії обчислюється біржею до початку торгівлі контрактом. Він залишається постійним протягом всього терміну існування контракту. Щоб перша облігація приносила інвесторові дохід 8% до погашення при номіналі 100,000 дол. і купоні 10%, вона повинна коштувати:

$$\frac{100,000}{0.08} + \left(100,000 - \frac{100,000}{0.08} \right) \times \frac{1}{(1+0.04)} \times 30 = \$117,292.$$

Дану ціну ділять на номінал і отримують коефіцієнт конверсії 1.1729.

Якщо для нашої облігації котирувальна ціна становить 113-20, коефіцієнт конверсії – 1.1729, проценти – \$876.71, до оплати буде подана сума, яку отримаємо після застосування наведеної формули:

$$\text{Ціна поставки} = 113,625 \times 1.1729 + 2054 = \$135,324.76.$$

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:

$$F = (S - I)e^{rT},$$

- 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 – \$110,000, коефіцієнт конверсії – 1.35. Попередній купон виплачувався 30 днів тому, до виплати чергового купону залишилося 152 дні.

Спочатку визначається ціна спот на момент укладання контракту:

$$S = 110,000 + \frac{11,500 / 2}{182} \times 30 = \$110,947.80.$$

Вартість купона:

$$I = 5,750 \times e^{152/365} \times 0.01 = \$5,515.49.$$

Повна ціна облігації на момент закінчення терміну контракту:

$$(110,947.8 - 5,515.49) \times e^{0.1 \times 0.5753} = \$111,675.70.$$

Від повної ціни облігації віднімається вартість процентів за 58 днів:

$$111,675.7 - \frac{5,750 \times 58}{182} = \$109,843.$$

З урахуванням коефіцієнта конверсії, ціна облігації з купоном 11,5%, з доходом 8% до відшкодування складе відповідно:

$$10,443.28 \div 1.35 = \$81,365.49,$$

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” Чарльз Доу. Сьогодні є чотири види цих індексів, однак володар авторського права на індекс Ірвін Джонс не дозволяє використовувати комплексний показник як базу для ф'ючерсних контрактів, натомість промисловий індекс торгується досить активно.

Базою для ф'ючерсних контрактів виступають 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. 17.6.

Таблиця 17.6.

Ф'ючерсні контракти на біржові індекси

Біржі	NYSE Composite Index	CME		KCBT	EURONEXT LIFFE	MATIF
Розмір контр- акту	\$500× ×індекс NYSE	\$500× ×індекс S&P	\$5× ×індекс Nikkei 225	\$500× ×індекс Value Line	£25× індекс FTSE 100	FFr200× ×індекс CAC-40
Зміна ціни	0.05=\$25	0.05=\$25	0.05=\$25	0.05=\$25	0.05=£12.5	×
День розра- хунку	останній торговель- ний 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	×
Остан- ній тор- говель- ний день	робочий день, що передус- є днів роз- рахунку	третій чет- вер місяця платежу	третій чет- вер місяця платежу	останній робочий день місяця платежу	останній торговель- ний день місяця поставки	×
Місяці поста- вок	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	середньо- зважена ціна 1500 акцій, що коти- рується на NYSE	середньо- зважена ціна 500 акцій, що коти- рується на NYSE	середньо- зважена ціна 225 акцій, що коти- рується на TSE	середньо- зважена ціна 1700 акцій, що котиру- ється на NYSE, AMEX, NASDAQ	середньо- зважена ціна 100 акцій, що котиру- ється на LSE	середньо зважена ціна 40 акцій, що коти- рується на PSE
Маржа	\$3500	\$6000	\$6000	\$6500	£2500	×
Маржа під- тримки	\$1500	\$2500	\$2500	\$6500	£2500	×

Останні кілька років характеризуються впровадженням у біржову торгівлю нових індексів, які відображають динаміку європейських ринків у цілому. 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'ючерській біржі EUREX. Подаємо приклади біржових котирувань на контракти індексів фондових бірж.

Таблиця 17.7.

**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	
Mar	118710	119670	118550	119170	540	122120	84380	663,690
June	119750	120200	118930	119570	540	122700	95750	11,111
Est vol 38,217; vol Fri 36,338; open int 683,891,+300.								
Idx prl: Hi 1194.78; Lo 1184.80; Close 1190.25 + 4.06.								

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 доходність від інвестицій в акції з доходністю 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 чисто 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 рахунку торговця надійде $2,100 \times 250 = \$525,000$ виграшу. Якби контракт був куплений у нового продавця, тобто того, хто утримує коротку позицію, то $\$525,000$ було би перекинуто на рахунок продавця.

Приклад 17.7.

Інвестор володіє диверсифікованим портфелем акцій blue-chip вартістю $\$890,000$. 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 $\$890,000$. Таким чином, з допомогою десяти контрактів хеджується цілий портфель.

Продовження прикладу 17.7.

Депозит вноситься в розмірі $\$6\,000 \times 2 = \$12\,000$. Багаторічні ринкові спостереження підтверджують, що спад цін окремих акцій, а значить, і в цілому вартості диверсифікованого портфеля на 10% викликає подібний спад ціни індексу. Наприклад, 10% спад ціни на індекс до 88 050 індексних пунктів принесе власникові короткої позиції дохід в сумі $50 / 0.05 \times 25 = \$25\,000$, 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 $\$39\,000$ у реальні акції. Але як альтернативу він займає довгу позицію на індекс Value Line. Загальна початкова маржа $\$6\,500$ дозволяє відкрити 6 позицій, або контролювати при ціні на індекс 405 базисних пунктів суму інвестицій $\$1\,215\,000$ ($405 \times 500 \times 6$). 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:

$$60 / 0.05 \times 25 \times 6 = \$180\,000,$$

що принесе при інвестуванні $\$39\,000$ 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, для опціону “пут” – між ціною виконання та значенням індексу – множиться на певне число, встановлене для даного індексного контракту. Наприклад, в США прийнято використовувати число 100. Визначена таким чином сума сплачується покупцеві опціону. Приклад біржового котирування візьмемо з газети “The Wall Street Journal Europe” від 13.09.2002 р.

Таблиця 17.8.

**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
1	2	3	4	5	6	7
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	...

Продовження таблиці 17.8.

1	2	3	4	5	6	7
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						

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 виграш відповідно $(890 - 880) \times 100 = \$1\ 000$.

Опціони на індекси використовуються як інструмент страхування диверсифікованих портфельів 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 в основному для хеджевих цілей.

В останні роки значного розвитку набрала торгівля ф'ючерсами та опціонами з індексами на нових європейських біржах EUREX, MONEX, EURONEXT • LIFFE. Причому значну популярність набули контракти на боргові індекси та панєвропейські фондові індекси, які з'явилися на вимогу ринку в зв'язку із запровадженням євро.

Найпопулярнішими ф'ючерсами на боргові індекси є *серія Voxx.*, яка була запроваджена в торгівлю з 1 січня 1999 р. Вони включають лише зобов'язання з фіксованою купонною ставкою (у 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 по доходності та ціні.

Після запровадження євро на LIFFE почали торгувати ф'ючерсами та опціонами на панєвропейські індекси FTSE, Eurobloc 100, FTSE Eurotop 300, FTSE Eurostars. На EUREX найпопулярнішими 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" – найпопулярніших акцій зони євро, служить не лише індикатором європейського ринку, але базою для проведення арбітражних та хеджевих операцій, тобто є інструментом управління фінансовими ризиками⁶.

⁶ Матросов С. Рынок деривативов Западной Европы // Рынок ценных бумаг. –2001. –№19(202). –С.29-34.

§ 17.4.

Ф'ючерсні контракти з валютою

В теоретичному аспекті між форвардними та ф'ючерсними контрактами невелика різниця, але на практиці вона виявляється досить помітною. Біржові валютні ф'ючерси реалізуються через спеціальний підрозділ Чиказької товарної біржі – IMM. Відмінності між форвардами і ф'ючерсами такі:

1. **Регулювання.** Міжнародний Грошовий Ринок (IMM). Ринок ф'ючерсних валютних операцій регулюється Товарною Ф'ючерсною Торговельною Комісією (CETC), а форвардний ринок саморегулюється.
2. **Коливання цін.** Форвардні контракти не мають жодних лімітів на цінові коливання; IMM накладає денний ліміт на коливання цін.
3. **Частота поставки.** Понад 90% форвардних контрактів завершується реальною поставкою; всупереч цьому менш ніж 1% ф'ючерсів на IMM 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 IMM 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 CAN100 000, на купівлю-продаж японських ієн – ¥12 500 000, на купівлю-продаж швейцарських франків – SFr125 000. У табл. 17.9 наведено приклад котирування валютних ф'ючерсів:

Таблиця 17.9.

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	
Mar	1.8628	1.8717	1.8625	1.8689	.0057	1.9446	1.7321	67,627
Est vol 4,890; vol Fri 34,667; open int 67,679, -6,192.								

Розрахунки за ф'ючерсними контрактами проводяться через Товарну Ф'ючерсну Торговельну Комісію, а точніше, через її Розрахункову пала-

ту. 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 у 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 у 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.

Припустімо, що якась компанія через 6 місяців одержить £100 000 від англійської фірми. Спот-курс такий: 1 англійський фунт стерлінгів = \$1.20. Проте курс англійського фунта може знизитися. Скориставшись ринком ф'ючерсних валютних операцій, компанія продає свої £100,00 за курсом £1 = \$1.15. Через 6 місяців компанія одержить \$115 000 ($100\,000 \times \1.15) і передасть £100 000 партнерові за контрактом. Незалежно від того, що станеться з курсом англійського фунта протягом наступних 6 місяців, загальні надходження компанії гарантуються ф'ючерсним контрактом на \$115 000. Справжні витрати за цим контрактом, що прив'язують компанію-експортера до певного курсу, це \$0.05 на один англійський фунт. Справа в тому, що англійський було продано дешевше на \$0.05 для передання його в майбутньому ($\$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 на час передачі валюти, компанія-експортер втратить \$0.10 на кожному фунті, то курс \$1.15, вказаний у контракті, буде на \$0.10 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.

Заснований 20 грудня 1971 р. за порадою лауреата Нобелівської премії монетариста Мілтона Фрідмена на Chicago Mercantile Exchange Міжнародний грошовий ринок (ІММ) забезпечує можливість функціонування валютних спекулянтів. Саме тут процвітає торгівля ф'ючерсними контрактами, яка бере свій початок від 16 травня 1972 р. Маржа за ф'ючерсними контрактами на ІММ становить майже 2% 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 та 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 Чиказькій товарній біржі (СМЕ) обертаються такі ф'ючерсні контракти з валютою:

- японська ієна (СМЕ) – ¥ 12,500,000;
- канадський долар (СМЕ) – CAN\$ 100,000;
- англійський фунт (СМЕ) – £ 62,500;
- швейцарський франк (СМЕ) – Sfr1 25,000;
- євро (СМЕ) – € 125,000;
- австралійський долар (СМЕ) – AUD 100,000;
- російський рубль (СМЕ) – RU 2,500,000;
- шведська крона (СМЕ) – SEK 2,000,000;
- чеська крона (СМЕ) – CZK 4,000,000.

Після запровадження євро на цій біржі стали продаватися контракти на крос – курси основних валют до євро. З'явилися контракти на мексиканське песо, польський злотий, бразильський реал, угорський форинт⁷.

У Європі центром торгівлі валютними ф'ючерсами є Європейська біржа EURONEXT•LIFFE. На ній котируються контракти на фунти стерлінгів, євро, японські ієни, швейцарські франки, причому торгують за долари США. Нижче подано приклад біржового котирування на валютні ф'ючерси з "The Wall Street Journal Europe" від 11.01.2005 р.

Таблиця 17.10.

Приклад біржової котирування ф'ючерсного контракту на євро за швейцарські франки

Currency Futures								
Euro/Swiss franc (NYBOT)-€100,000; CHF per €								
	Lifetime						Open interest	
	Open	High	Low	Settle	Chg	High		Low
Mar	1.5435	.0007	1.5482	1.5106	9,931
Est vol 373; vol Fri 314; open int 9,931,+18.								

Як маржеві вклади на ІММ 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 – 150 базисних пунктів з ціною одного пункту \$10, для фунтів – 400 базисних пунктів з ціною \$12,5.

⁷ www.cme.com

Приклад 17.11.

Інвестор через брокера відкрив довгу позицію на ІММ на 25 контрактів із швейцарськими франками за курсом \$0.6626 і через 20 днів закрив її оберненою (офсетною) угодою за курсом \$0.6776.

При відкритті позиції був внесений маржевий вклад у розмірі:

$$150 \times 10 \times 25 = \$37,500 .$$

Через 20 днів позицію анульовано, вигаш інвестора становитиме:

$$\left(\frac{0.6776 - 0.6626}{0.0001} \right) \times 10 \times 25 = \$204,250 ,$$

що порівняно з початковою маржею дає дохід:

$$\frac{204,250}{37,500} \times 100 = 545\% \text{ за час володіння 20 днів.}$$

Однак слід підкреслити, що при зворотній цінній 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 прибуткові 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 впаде. Але на відміну від продавця опціону “кол” покупець втрачає лише премію, коли курс іноземної валюти зростає. Якщо ціна іноземної валюти впаде, прибуток власника опціону “пут” не може бути вищий за суму, що залежить від визначеної контрактом опціону ціни та обсягом 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.

Нижче подано приклад біржового котирування на валютний опціон.

Таблиця 17.11.

**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 стерлінгів з терміном виконання у вересні. Це означає, що він купив право купити £125 000 за курсом 1530, опціон коштує 1.94 ¢/£. При поточному курсі ф'ючерсного контракту 1.5430 інвестор сплатить за два опціони премію в розмірі:

$$1.94 \times 62\,500 \times 2 = \$2\,425.$$

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 роках ХХ-го століття як засіб зарубіжного фінансового інвестування за умов жорстких валютних обмежень.

Перші свопи були валютними. Їх укладали з метою розв'язування 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 ж термінами відшкодування, як і цінні папери ІВМ, і обидві сторони обмінялися зобов'язаннями. Банк сплатив номінал і процентні платежі ІВМ, а ІВМ у свою чергу, відшкодувала зобов'язання світового банку.

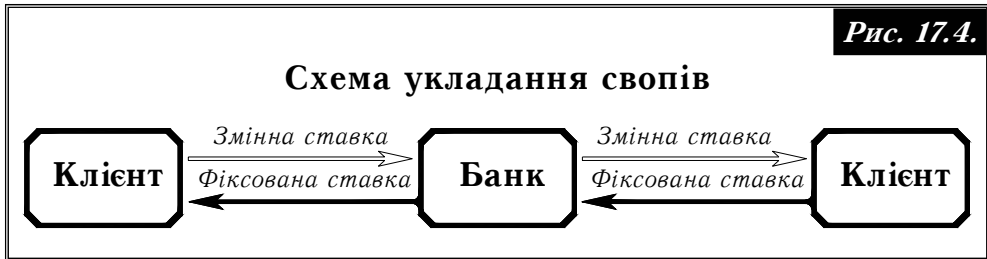
Ринок свопів (Swap) – позабіржовий, однак лише 5% становить вторинний ринок, 95% – первинне розміщення свопів. З 1985 р. Міжнародна асоціація дилерів зі свопів (ISDA) – International Swap Dealers Association – запровадила стандартизовані відсоткові свопи.

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 років ХХ-го ст. свопи, як правило, укладалися 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. 17.4):



Однак погоджені угоди своп укладати нелегко, оскільки не завжди можна знайти протилежну сторону. В даний час найпоширенішими 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 базі. Основні валюти, які використовуються для свопів:

Англійський фунт	A/365	Німецька марка	30/360
Бельгійський франк	A/365	ЕКЮ	30/360
Японська ієна	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

Шері де Ковні та Крістін 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 колонці – 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 базу-

ються 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.

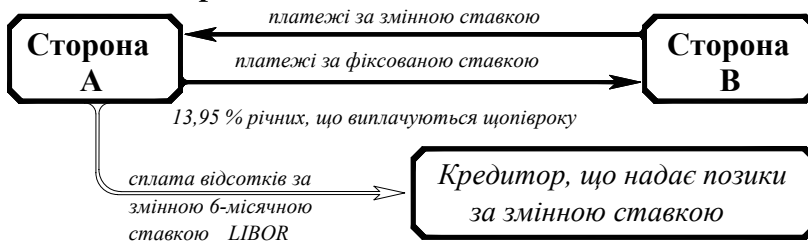
Приклад 17.13.

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 рис. 17.5 подано приклад відсоткового свопу терміном на п'ять років номіналом £5 млн.

Рис. 17.5.

Приклад відсоткового свопу терміном на п'ять років номіналом J5 млн.



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 спаду 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.

На початку XXI-го ст. на EURONEXT·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 першому кварталі 2006 р. склав 148 млрд. доларів США, що на 123% більше за аналогічний період 2005 р.

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 і на £1 більше, ніж компанія А. Обидві компанії можуть випустити облігації на ринках, де вони мають переваги і обмінятись 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 виключно позабіржовими, а отже, і надзвичайно ризиковими. Крім того, як підкреслювалося вище, значного прогресу на ринку ф'ючерсних контрактів було досягнуто в зв'язку з впровадженням у торговельну практику ф'ючерсів на індивідуальні акції.

Вище зазначене дозволило Європейській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів (EURONEXT·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 досить 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. доларів США, в той час, як за цілий 2000 р. вони становили 3 300 млрд.

Одночасно в Чиказькій торговельній палаті (СВОТ) восени 2001 р. були запроваджені ф'ючерси та опціони на ставки обміну доларових контрактів на контракти у євро терміном на 5 та 10 років. Створення таких контрактів одночасно у Європі та США свідчить про їх широкі можливості, які і приваблюють на ці ринки нових учасників.



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 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 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.

?

B

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 ф'ючерсних та опціонних контрактів на фондові індекси?
8. Де розміщується основний ф'ючерсний валютний ринок?
9. Які особливості валютних ф'ючерсів Ви знаєте?
10. Що таке відсоткові та валютні свопи?

G

Посилання і рекомендована література

1. Rapport trimestriel BRI, septembre. –2001. –P.29-35.
2. Казарин М. Перевод фьючерсной торговли в РТС повысил надежность срочного рынка //Рынок ценных бумаг. –2001. –№219(2040). –С.12.
3. Кандинская О.А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии. –М.: Издательство АО “Консалтбанкпир”, 2000. –272с.
4. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –304с.
5. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. –М.: ИНФРА-М, 1996. –368с.
6. Киреев А. Международная экономика. В 2-х частях. Ч.2. Международная макроэкономика: Открытая экономика и макроэкономическое программирование. – М.: Международные отношения, 1999. –484с.
7. Примостка Л. Операції хеджування на строкових фінансових ринках //Банківська справа. –1999. –№1. –С.41-43.
8. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія. –К.: КНЕУ, 2001. –263с.
9. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. – М.: Тривола, 1995. – 240с.
10. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. –М.: 1-ая Федеративная Книготорговая Компания, 1998. –352с.
11. Матросов С. Рынок деривативов Западной Европы //Рынок ценных бумаг. – 2001. –№19(202). –С.29-34.

12. The Wall Street Journal Europe, Tuesday, January 11, 2005. – p. M6.
13. www.bis.org
14. www.micex.ru
15. www.cme.com



Тести для перевірки знань до розділу 17

1. Фінансові ф'ючерси – це:

- | | |
|---|--|
| <i>а) зобов'язання купити/продати фінансовий актив у майбутньому;</i> | <i>в) право купити фінансовий актив у майбутньому;</i> |
| <i>б) зобов'язання купити/продати товар у майбутньому;</i> | <i>г) право обміняти фінансовий актив у майбутньому.</i> |

2. Фінансові ф'ючерси поділяються на інструменти:

- | | |
|--------------------------------|-------------------------------------|
| <i>а) з конкретною базою;</i> | <i>в) з розрахунком грошима;</i> |
| <i>б) з абстрактною базою;</i> | <i>г) вірні відповіді а) та б).</i> |

3. До фінансових ф'ючерсів з конкретною базою належать:

- | | |
|---|--------------------------------|
| <i>а) відсоткові та валютні ф'ючерси;</i> | <i>в) ф'ючерси на індекси;</i> |
| <i>б) свопи та форварди;</i> | <i>г) ф'ючерси на акції.</i> |

4. До фінансових ф'ючерсів з конкретною базою належать:

- | | |
|---|--------------------------------|
| <i>а) відсоткові та валютні ф'ючерси;</i> | <i>в) ф'ючерси на індекси;</i> |
| <i>б) свопи та форварди;</i> | <i>г) ф'ючерси на акції.</i> |

5. До відсоткових ф'ючерсів з абстрактною базою належать:

- | | |
|---------------------------------|---|
| <i>а) ф'ючерс на євродолар;</i> | <i>в) ф'ючерс на казначейський вексель США;</i> |
| <i>б) стерлінговий депозит;</i> | <i>г) всі перераховані вище.</i> |

6. Предметом поставки для відсоткових ф'ючерсів є:

- | | |
|--|------------------|
| <i>а) валюта;</i> | <i>в) акції;</i> |
| <i>б) цінні папери з фіксованим доходом;</i> | <i>г) свопи.</i> |

7. Предметом поставки для валютних ф'ючерсів є:

- | | |
|--|------------------|
| <i>а) валюта;</i> | <i>в) акції;</i> |
| <i>б) цінні папери з фіксованим доходом;</i> | <i>г) свопи.</i> |

8. Індексний ф'ючерс – це:

- | | |
|---|---|
| <i>а) зобов'язання купити товар;</i> | <i>в) зобов'язання розрахуватися грошима;</i> |
| <i>б) зобов'язання купити/продати стандартну величину одного із індексів;</i> | <i>г) зобов'язання визначити майбутнє значення індексу.</i> |

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) вірні 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) EURONEXT·LIFFE;
 - г) EUREX.
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;
- стерлінговий депозит;
- казначейська облігація;
- казначейський вексель.

Розділ 18

2 00 23 4
 65 07 54 7
 780 09 95
 840 68
 897 93 55
 590 56 774
 8 75 22 0
 3 5 1 097
 9764 57 4
 989 87 09
 87 84 24 5 12
 67 56
 00 76 432
 67 8899
 65 07 54 7
 780 09 95
 840 68
 897 93 55
 590 56 774
 980 0
 8765
 8
 546
 9

Біржова спекуляція на ф'ючерсних ринках

Призначення спекулянта – допомагати компаніям накопичувати капітал на ринках акцій і брати на себе ціновий ризик на ф'ючерсних ринках, тим самим дозволяючи іншим зосередитися на виробничій діяльності. Віддаючи наказ брокеру, спекулянт природно зовсім не думає про ці високі економічні цілі.

О. Елдер, біржовий трейдер

A

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*
- *Діяльність спекулянтів на сучасних біржових ф'ючерсних ринках*

§ 18.1.

**Економічна суть
біржової спекуляції**

У сучасній вітчизняній економічній літературі практично відсутні спроби пояснити суть біржової спекуляції, хоча дослідження проблем управління фінансовими ризиками проводяться досить інтенсивно. Більше того, у науковців та практиків уже не виникає заперечень з приводу необхідності застосування біржових інноваційних фінансових інструментів та 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.

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 є сьогодні досить актуальними для учасників зарубіжних фінансових та товарних ринків. Економічна література з цих питань, особливо книги успішних біржових трейдерів та аналітиків, є надзвичайно популярною і найдорожчою на книжкових ринках. Ця тенденція починає спостерігатися і в Україні, де з'явилися російськомовні переклади книг з питань фундаментального й технічного аналізу ф'ючерсних ринків та контролю над капіталом².

¹ Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія. –К.: КНЕУ, 2001. –С.11-15.

Губський Б.В. Біржові технології ринку. –К.: Нора-прінт, 1997. –С.207.

² Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. –М.: Сокол, 1996. –836с. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом. –М.: ДИАГРАМА, 2001. –С.345 та ін.

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 Андре Костолані – одного із уславлених біржовиків двадцятого століття – є “басейном без води”³.

Такими “басейнами” є сьогодні товарні, товарно-сировинні та аграрні біржі України, на яких за понад десятилітню практику функціонування так і не було запроваджено строкових контрактів на основні види сировини, що в свою чергу не дало змоги сформувати цінові прогнози на зерно, цукор тощо. Необхідність таких цін знову особливо яскраво відчувалася в Україні у 2001 р., коли було зібрано значний урожай зернових, а ціни на світових біржах впали.

Аналогічний стан справ спостерігається і на фінансових ринках, де також не укладаються строкові контракти на відсоткові ставки, валюту, цінні папери тощо. Але відрадним є той факт, що у першому читанні Верховною Радою України прийнято ЗУ “Про строкові фінансові інструменти”, який встановлює вимоги до функціонування ринку строкових фінансових інструментів (опціонів та ф'ючерсів), засоби його регулювання та контролю, основні правила біржової торгівлі строковими фінансовими інструментами⁴.

Однак у названому законі перераховано лише дві групи учасників строкових фінансових ринків, а саме: дилерів та хеджерів. При цьому наші законотворці вважають, що дилером може бути фізична і юридична особа, а хеджером – лише фізична. Зарубіжна ж практика свідчить, що поділ на спекулянтів та хеджерів є досить умовним, оскільки у будь-який момент ці учасники можуть мінятися ролями, і коректним може бути лише стосовно цілей укладення операцій (спекулятивних або хеджевих).

Як бачимо, і до нового законодавчого акту професія біржового трейдера – спекулянта та його різновиду – арбітражера не включена. Вище вказане можна пояснити в першу чергу тим, що саме слово *спекуляція* у суспільстві поки що сприймається негативно, що накладає свій відбиток на законотворчий процес та практику торговельної діяльності.

Формування в Україні біржового ринку з вільним торговцем, особливо у сферах сільськогосподарської, промислової сировини та фінансів, істотно запізнюється. До цього лише недавно долучилися урядові структури України через організацію системи бірж під егідою міністерств та

³ Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. Монографія. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.193.

⁴ Проект ЗУ “Про строкові фінансові інструменти” //www.business.kiev.ua /finance.

відомств. Сьогодні на деяких з них, а саме Українській аграрній, Київській універсальній товарній біржах здійснюють торгівлю спотовими та форвардними контрактами, готуються до впровадження ф'ючерсних контрактів. Однак як на товарному, так і на фінансовому біржових ринках України становлення класу біржових спекулянтів відбувається вкрай незадовільними темпами.

Для України і сьогодні актуальними є запитання: Для чого потрібен спекулянт на біржі? Хто він такий? Які функції виконує? Відповіді шукатимемо, аналізуючи сучасний стан біржової торгівлі країн Заходу, а також простеживши еволюцію цього явища в історичній ретроспективі.

Порівняємо два тлумачення самого терміну *спекуляція* у Енциклопедії Брокгауза-Ефрона, виданій у Санкт-Петербурзі наприкінці дев'ятнадцятого століття, 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 торговельна 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 виграшу надзвичайного, що виходить за межі звичайного, буденного, але передбачає можливість втрат таких самих розмірів”*⁵.

Порівняймо це визначення із тлумаченням другого джерела, тобто Великої Радянської Енциклопедії. *“Спекуляція (від лат. «speculatio» – буквально: 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 спеку-*

⁵ Энциклопедический словарь. В 86 томах. Т.3. –СПб.: Издательство Брокгаузъ-Ефронъ, 1892. –С.171-172.

ляцію передбачена у статтях Кримінального Кодексу...»⁶. Аналізуючи наступну частину визначення, ми побачимо, що автор статті добре 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 красномовна приписка, а саме: “Угоди на строк за іноземну валюту можуть укладати торговці – учасники зовнішньоторговельного обігу з метою страхування ризику коливань валютних курсів”⁷.

У даному енциклопедичному визначенні наукове трактування підмінене політичним бажанням замінити свободу товаровиробника, продавця та покупця надуманими правилами радянської торгівлі, що породжувала дефіцит, реалізацію “за блатом”, зменшувала підприємницький хист, зводила нанівець правила чесного обміну між продавцем та покупцем за погодженою ціною. Результати такого підходу відчуються в економіці і сьогодні.

Є багато визначень понять *спекуляція та біржова спекуляція*, та найбільш вдалим, на нашу думку, є кілька визначень, котрі дає успішний трейдер, колишній емігрант із СРСР, книга якого “Trading for a Living” виходить впродовж ось уже дев'яти років значними тиражами та перекладена на вісім мов, в т.ч. й російську. Він чітко показує джерело отримання грошей на біржі, справедливо стверджуючи, що вони беруться не від зростання доходів будь-якої компанії, не від падіння 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 самими даючи змогу іншим зосереджуватися на виробничій діяльності⁸. **Біржова спекуляція** – це купівля-продаж цінних або курсових ризиків через укладання контрактів з похідними фінансовими інструментами з метою отримання надприбутків за умови вірних раціональних сподівань учасників стосовно динаміки цін та курсів на основні активи в майбутньому.

⁶ Большая Советская Энциклопедия. Т. 40. –М.: Изд. БСЭ, 1957. –С.247.

⁷ Там само.

⁸ Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом. –М.: Диаграмма, 2001. –С.68.

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 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 би довго чекати, 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 цінових умовах, сподіваючись отримати прибутки від правильного прогнозування майбутнього руху цін. Він купує ф'ючерси, якщо вважає, що ціни піднімуться, і продає їх, якщо вважає, що ціни падатимуть. 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 чуття ринку, інтуїцію, знає ситуацію, вміє передбачити та своєчасно захистити свої ризикові інвестиції.

Як стверджує Ф. Шварц⁹, 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

⁹ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –172с.

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.

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”¹⁰.

І сьогодні на шпальтах фінансових та інших економічних видань у будь-яких потрясіннях на фінансових та товарних ринках продовжують звинувачувати біржових спекулянтів. Не стали винятком і трагічні події 11 вересня 2001 року, коли терористи атакували центр світової торгівлі у Нью-Йорку.

Українській економічній науці 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 у економічну діяльність, як сьогодні, але 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-го до 80-х років XX-го століття) точилися дискусії щодо економічної доцільності та користі біржової спекуляції, аналізувалося поняття біржової гри. Наприкінці XIX ст. такі дослідження проводили А. Кофман,¹¹ М. Студентський¹², А. Васильєв¹³ 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 та практиків ф'ючерсних

¹⁰ Сорос Дж. Кризис современного капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –262с.

¹¹ Кофман А. Тайны биржевых спекуляций. –М.: Изд. Журнала «Торговое дело», 1898. –40с.

¹² Студентский М. Биржа, спекуляция и игра. –СПб., 1892. –210с.

¹³ Васильев А. Биржевая спекуляция. Теория и практика. –СПб., 1912. –168с.

та в цілому фінансових та товарних ринків. Крім згаданих вище монографій Ф. Шварца та О. Елдера помітне місце посідають дослідження Ф. Хорна¹⁴ “Торгівля товарними ф'ючерсами”, Дж. Сороса “Сорос о Соросе”¹⁵, Ш. Ковни, К. Такки “Стратегии хеджирования.”¹⁶ В Україні та Росії, крім монографій Л. Примостки та Б. Губського, які вже згадувалися, можна виділити праці А. Буренина “Рынки производных финансовых инструментов”¹⁷, аналітика українського фондового ринку Е. Наймана “Малая энциклопедия трейдера”¹⁸ та “Трейдер-Инвестор”¹⁹, монографію автора.

Дослівний переклад з французької мови назви одного із таких джерел, а саме “Біржа. Храм для спекуляцій, чи фінансовий ринок?”²⁰, виданого видавництвом Гатьє у 1987 р. у Парижі, звучить красномовно. Як бачимо, таке питання і досі є актуальним для економістів Франції, Європи та й в цілому на світових ринках.

М. Студентський²¹ ще у кінці ХІХ-го 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 р. видання, автор якої одним із перших досліджував спекуляцію. За Прудоном 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, за словами 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) у їх численних видозмінах, Прудон ставить спекуляцію, мотивуючи це тим, що *спеку-*

¹⁴ Horn F.F., Fink R.E. Trading in Commodity Futures. –New York: Institute of Finance, 1984. –364р.

¹⁵ Сорос Дж. Сорос о Соросе. Оперезая перемены: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1996. –333с.

¹⁶ Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. –М.: ИНФРА-М, 1996. –208с.

¹⁷ Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. –М.: ИНФРА-М, 1996. –368с.

¹⁸ Найман Э. Малая Энциклопедия Трейдера. –К.: Альфа-капитал, Логос, 1997. –236с.

¹⁹ Найман Э. Трейдер-Инвестор. –К.: ВИРА-Р, 2000. –640с.

²⁰ Belletante B. La Bourse: temple de la speculation on marche financier? –Paris, 1987. –251р.

²¹ Студентский М. Биржа спекуляция и игра. –СПб., 1982. –210с.

ляція – це розумова діяльність і пошук різних засобів, за допомогою яких праця, капітал та торгівля – кредит, 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 породження 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 продажу товару негайно зберігає його у підвалах до моменту, коли за станом виноградників можна буде прогнозувати урожай майбутнього року. При ранніх приморозках, граді, постійних дощах частина врожаю знищиться, пошкодиться, а отже, ціна на вино підніметься. Це означає, що потреби майбутнього року задовольнятимуть урожаєм поточного, і спекулянт це зробить 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”²².

Але, 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 в цілому – 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

²² Студентский М. Биржа спекуляция и игра. –СПб., 1982. –210с. –С.63.

(а саме вони є такими у найкращому розумінні цього слова, оскільки 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. Але забороняти її взагалі замість того, щоб карати її вчинки, означало би знищити спекуляцію справжню, плідотворну і корисну: запобігши небагатьом банкрутствам, можна розорити країну і повернути людей до їх первісного стану²³.

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 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.

Тракування угоди на строк як біржової гри, за словами 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,

²³ Студентский М. Биржа спекуляция и игра. –СПб., 1982. –С.63.

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”²⁴.

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 довір'ям 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»”²⁵. 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*²⁶.

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. Але 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.

²⁴ Студентский М. Биржа спекуляция и игра. –СПб., 1982. –С.65.

²⁵ Найман Э. Малая Энциклопедия Трейдера. –К.: Альфа-капитал: Логос, 1997. –С.5.

²⁶ Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом. –М.: Диаграмма, 2001. –С.57.

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, але 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-му столітті. 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 роках цього ж століття в Голландії розгортається знаменита в історії Європи спекуляція тюльпанами. Завезений до Західної Європи тюльпан стає модним у Голландії, Франції. Вирощували тюльпани всі – від сажотрусів до фахівців-садівників. Зимою 1636-1637 рр. справа досягла апогею. Спекуляція на строкових угодах на весняну поставку тюльпанів набрала величезних розмірів. З лютого настала криза, спекуляція луснула, багато людей розорилося.

На початку XVIII-го століття в Амстердамі процвітала спекуляція хлібом, кавою, спиртом. Аналогічні дії відбувалися на фондових біржах. У 20-х роках 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 піднялися, а потім катастрофічно впали. У Франції акції номіналом 500 франків досягли в 1719 р. курсу 13500-20000 франків, в жовтні 1720 р. впали до 42 франків, після чого товариство було ліквідоване. В Англії акції досягли 1100% номіналу, а потім впали до 175% номіналу.

В епоху Французької революції цінними паперами спекулювали придворні, церковні сановники, ремісники, члени парламенту, монахи, абати, крамарі, солдати, лакеї, розмаїті 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 напрашується невтішний – епохи революцій призводять до стихійних базарів, що не вписуються в жоден торговельний кодекс. XIX-те століття 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 нашому, XXI-му столітті. 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 дев'ятнадцятого століття також були заборонені строкові угоди з цінними паперами.

А. Кофман (він був науковцем, а не апологетом біржі), у згадуваній вище монографії, стверджує: “Таким чином, причина поразки урядів держав у боротьбі з ажіотажем 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 ажіотажем 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 водозвола, 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 ХІХ-му столітті заборона урядами різних країн угод на термін фактично була анульована. Так само боролися уряди з фіктивними акціонерними компаніями.

У ХХ-му ст. боротьба з біржовою спекуляцією тривала. Злети спекуляції припадали на біржову кризу 1929 р., яка охопила весь світ, та недавно – 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.

Результатом аналізу цих кризових ситуацій на світових ринках стала гнучкіша і оперативніша співпраця бірж і держав, в результаті чого внесені відповідні зміни та доповнення 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, найсприятливіше 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 час 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, але 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 закривати 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 Джордж 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 фінансо-

вих) відбувається на фоні переоцінки чистих монетаристських економічних теорій та повернення до ідеї регулювання ринків не лише на рівні держав, але й у глобальному масштабі.

Ця ідея пронизує усю 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 в якості мети державної політики”. Більше того, він ратує за регулювання світових фінансових ринків у міжнародному масштабі, вважаючи, що самостійно кожна країна приймає непогоджені з іншими країнами заходи, захищаючи власні інтереси власними ж засобами. А це може призвести до краху світової системи в цілому.

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. доларів 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 в майбутньому. Другий вид 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 СВОТ котируються по 490 ¢/за бушель. Однак торговець, проаналізувавши кон'юнктуру ринку, очікує високого врожаю, тобто спаду цін, і вирішує відкрити коротку позицію на 10 липневих контрактів. На початку липня ціни на липневі ф'ючерси впали до 450 ¢/за бушель. Торговець закриває коротку позицію шляхом викупу контрактів (ліквідацією) з прибутком 40 ¢/за бушель.

Результат спекулятивної операції

Квітень	Коротка позиція 10 контрактів short	490 ¢/за бушель
Липень	Довга позиція 10 контрактів long	450 ¢/за бушель
Результат: виграш становить 40 ¢/за бушель, або \$20 000		

Якби спекулянт не відчув тенденції, відкривши довгу позицію у квітні, втрати були б аналогічні виграшеві. Очікуючи зростання цін, спекулянт відкриває довгу позицію і після підтвердження її ринком також отримує прибутки.

Американський дослідник ф'ючерсних ринків, Ф. Хорн²⁷ 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. Шварца²⁸. 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 прибутковій зростати (іншими словами – не триматися збиткової позиції);
- не суперечити обраній стратегії поведінки;

²⁷ Horn F.F., Fink R.E. Trading in Commodity Futures. –New York: Institute of Finance, 1984.–p53.

²⁸ Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –66с.

- 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.

Автор підкреслює, 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.

Як бачимо, 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 в сумі понад \$25 000, 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 менше, 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. Правило не вкладати всі кошти в одну операцію вимагає мінімального капіталу \$5 000, тобто розпочинати спекулятивну діяльність на ф'ючерсній біржі слід лише тоді, коли можна дозволити собі втратити не менше, як \$5 000 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 таких ситуацій спекулянти дають накази біржовим брокерам, у яких вказують цінні 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 досить часто і за розмірами перебивають збитки.

Приклад 18.2.

Спекулянт отримує прибуток від трьох позицій і має збитки від семи. Однак у трьох позиціях він має \$5 000 прибутку на контракт і \$500 збитків на контракт у сімох позиціях. Робочий капітал інвестований так: 40% у прибуткові позиції, 60% – у збиткові.

Тоді в цілому на один контракт він матиме:

$$5\,000 \times 0,4 - 500 \times 0,6 = \$1\,700.$$

Така тактика спекулянтів лежить в основі 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.

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/за контракт має більш ніж випадкову ймовірність бути початком тренду на \$1,000/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 в 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:

$$R = \left(\frac{P}{q} \right)^N,$$

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:

$$R = \left(\frac{P}{q} \right)^N = \left(\frac{0.45}{0.55} \right)^N = 0.82^N,$$

де N – число одиниць у початковому капіталі.

Якщо підставити різні відсоткові частки, то отримаємо таку ймовірність банкрутства спекулянта:

Відсотки капіталу	Ймовірність повної втрати капіталу
5	2
10	13
20	40
50	67

Як бачимо, ризикуючи 20% в кожній операції, ймовірність втратити весь капітал досить 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.

Вересневі ф'ючерси на срібло котируються: 570¢/за унцію – купівля, 575¢/за унцію – продаж. Комісійні брокеру становлять \$50 за один контракт. Якщо спекулянт купить срібло за ціною пропозиції – 575¢/за унцію, то ринок повинен піднятися не менше, ніж на 6 пунктів, або до 581 – 586¢/за унцію. Це пояснюється тим, що \$50 на срібному контракті (5000 трійських унцій) становить 1 пункт, відповідно 5 пунктів становить \$250, 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 *мало великих вигравшів* і не використовувати протилежну стратегію – *багато малих вигравшів*.

Приклад 18.4.

Спекулянти А та В дотримуються стратегії прибутки-збитки 2/1 і не враховують комісійних, що становлять \$50 за контракт із спред \$250 за контракт.

Нехай середній прибуток спекулянта А – \$500, відповідно збитки – \$250. У спекулянта В прибуток – \$3,000, збитки – \$1,500. Враховуючи вказані витрати, спекулянт А має лише \$200 прибутку і \$550 збитків, тобто для досягнення рівня незбитковості він має отримувати прибуток від 37% угод. Спекулянт В у становищі значно ліпшому, його чистий прибуток – \$2,700 збитки – \$1,800, рівень незбитковості на рівні 14% прибуткових угод.

Також спекулянтам слід завжди пам'ятати, що не можна необмежено збільшувати вигравшні 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% 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 дальшого перепродажу. Спекулянтів, що грають на підвищенні цін, називають "*биками*", 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 "*ведмедями*", а позицію, яку вони займають, *short*, або *короткою*.

Терміни "бик" та "ведмеді", поширені у біржовому жаргоні, походять з англійської мови. Вперше їх почали вживати лондонські біржовики.

Походження першого терміну не викликає сумнівів. "Бик" відомий своєю силою, він невпинно йде вперед, піднімаючи на роги все, що трапляється на його шляху. Так і біржовий "бик" – це завжди оптиміст, впевнений, що на ринку превалюватиме тенденція підняття цін або курсів, грає на цій тенденції підвищення. Він купує сьогодні, завтра у розрахунок, що через якийсь час зможе продати контракти з ціноювою вигодою

для себе. “Бик” розраховує на підвищення цінової кон’юнктури, всляко сприяє підвищенню біржових курсів.

Приклад 18.5.

У січні, очікуючи підвищення цін на золото, спекулянт відкриває довгу позицію на 2 березневих контракти 400\$/за унцію. В березні можливі три варіанти цін: підвищення до 420\$/за унцію, збереження рівня попередньої ціни 400\$/за унцію або спад ціни до 380\$/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 400\$/за унцію	1. 420 \$/за унцію – виграш 20\$/за унцію; \$4,000 на позиції в цілому, мінус комісійні брокерові.
	2. 400\$/за унцію – програш комісійних.
	3. 380\$/за унцію – збитки 20\$/за унцію; \$4,000 на позиції в цілому, плюс комісійні брокерові.

Інша справа – “ведмідь”. Це песиміст біржі, він завжди очікує пониження цін, причому прогнозує погіршення ситуації на ринку. Біржовий “ведмідь” нагадує мисливця, що ділить шкуру звіра, якої в нього ще нема.

Приклад 18.6.

У січні, очікуючи спаду цін на золото, спекулянт відкриває коротку позицію на 2 березневих контракти 400\$/за унцію. В березні можливі три варіанти цін: підвищення до 420\$/за унцію, збереження рівня попередньої ціни 400\$/за унцію або спаду ціни до 380\$/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 400\$/за унцію	1. 420 \$/за унцію – збитки 20\$/за унцію; \$4,000 на позиції в цілому, плюс комісійні брокерові.
	2. 400\$/за унцію – програш комісійних.
	3. 380\$/за унцію – виграш 20\$/за унцію; \$4,000 на позиції в цілому, мінус комісійні брокерові.

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 жорстокий двобій. Ставкою в “бою” може бути їх подальше існування. В процесі цього “бою” обидві сторони використовують найрізноманітніші 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 ліквідують позицію через декілька хвилин або годин;
- *позиційні трейдери (position traders)* або фло-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 набрала 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 число 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 більше, як п'яти.

Приклад 18.7.

На Нью-Йоркській біржі кави, цукру і какао CSCE трейдер мав 10 відкритих позицій. У результаті спекулятивної гри 4 з них були успішними, 6 – програшними. Своєчасно ліквідувавши програшні позиції і утримуючи вигаєшні, в цілому день трейдера 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	

При управлінні спекулятивним капіталом трейдери враховують такі фактори, як **ризик**, **прибуток** та **величина інвестованого капіталу**. Спекулянти не зовсім правильно оцінюють ризик, коли порівнюють суму початкового депозиту з *контрактною ціною*. У четвертому розділі монографії ми підтверджували той факт, що *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 при необхідності закриття позиції;
- із суми, яка визначається як різниця між реальною ціною закриття угоди та запланованою ціною закриття.

Як бачимо, вплив другої складової ризику оцінити надзвичайно важко. Для реальної оцінки слід проаналізувати денні коливання цін та різницю між цінами відкриття та закриття біржі.

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 безпечнішим 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 котирувань двох

ф'ючерсних контрактів. Різниця цін називається *спред*, або *диференціал*. Спекуляція зі спредом найобережніший вид спекулятивної гри.

Приклад 18.8.

Спекулянт купив жовтневий ф'ючерсний контракт на ВРХ – велику рогату худобу – 63.85¢/за фунт і, плануючи збитки, віддав лімітне замовлення (stop-loss-order) з ціною закриття позиції 62.00¢/за фунт. Таким чином, сума, яку планує втратити спекулянт за умови зниження цін становить: 1.85¢/за фунт, на цілий контракт 50,000 фунтів – це \$925. 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 і ще нижчою.

§ 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 однакового числа 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 зберігання та страхування їх, починаючи із даного часу до визначеної дати у майбутньому. Термін *спрединг* використовують на зернових ринках, *стредлинг* – на всіх інших.

Розрізняють такі види спредів (стредлів):

- *внутріринковий (intedelivery or intramarket spread)* – міжпостачальний, що означає зайняття спекулянтом довгої позиції в одному контрактному місяці проти короткої в іншому для одного і того ж товару на тій самій біржі;
- *міжтоварний (inverted product)* – означає зайняття спекулянтом довгої позиції для одного товару, короткої – для іншого;
- *спред товар-похідні (commodity versus product spread)* – що означає зайняття спекулянтом 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.

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 ¢/за 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 10.54 ¢/за фунт зросла до 10.60 ¢/за фунт, а на жовтневий залишилась на рівні 10.44 ¢/за фунт, то спред становитиме 0.16 ¢/за 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 10.60¢/за фунт	Купівля жовтневих контрактів 10.44¢/за фунт	0.16¢/за фунт
II	Купівля липневих контрактів 10.54¢/за фунт	Продаж жовтневих контрактів 10.44¢/за фунт	0.1¢/за фунт

Чистий вигреш: 0.06¢/за фунт, або \$67.2 на контракті.

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 далекими 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 “біки”, і “ведмеді”. Стратегія “бика” довгу позицію за близькими термінами поставок та коротку – за далекими. Стратегія “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 далекими та близькими термінами поставок. Цей феномен пов'язується з потребами коштовних металів для інвестування, а не споживання.

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 далеким 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 розширення спреду;

- продаж контракту на найближчий місяць та купівля контракту з далеким 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 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 та Лондонській міжнародній нафтовій біржі. До того ж цими операціями знамениті не лише нафтові компанії “Брітїш петроліум”, “Ельф”, “Тоталь”, а й незалежні нафтовики та інвестиційні банки. Подаємо приклад застосування такої стратегії на ринку нафти США. При таких операціях враховуються витрати на зберігання, фінансування та виконання фізичної поставки. На Нью-Йоркській товарній біржі стандартною процедурою поставки є перекачування нафтопродуктів із одного сховища до іншого, але буває 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 17.15 \$/за барель та продав вересневий контракт за 17.25 \$/за барель. 10 серпня погоджено строк поставки – 20-26 серпня. 26 серпня виконано поставку шляхом перекачування. 27 серпня зроблено розрахунки за ціною 17.17 \$/за барель. Витрати на зберігання становлять 0.02 \$/за барель. Відсотки за кредит 0.03 \$/за барель. В цілому за нафту заплачено 17.22 \$/за барель. Отже, дохід становить 0.03 \$/за барель мінус комісійні брокерів – 0.01 \$/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, торговців реальними товарами може 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 квадратах*, оскільки комбінація двох внутріринкових 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 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 286 ¢/за бушель та купує грудневий контракт на овес за 174 ¢/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 266 ¢/за бушель кукурудзи та 184 ¢/за бушель вівса. Спекулянт отримує 20 ¢/за бушель кукурудзи та 10 ¢/за бушель вівса. Спреди відповідно становили 112 ¢/за бушель при укладенні контракту; при ліквідації – 82 ¢/за бушель, тобто прибуток спекулянта становить 50 ¢/за бушель, або \$ 2,500 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 укладати 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, найпоширенішим є арбітраж на ф'ючерсному ринку пшениці: спекулянти порівнюють ціни на пшеницю бірж Чикаго Борд оф Трейд, Канзас Сіті Борд оф Трейд та Міннеаполіської товарної біржі і відповідно укладають угоди.

Найпоширеніші 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 на грудневі ф'ючерсні контракти становлять 332 \$/за тонну, на Нью-Йоркській біржі кави, цукру і какао – 22 ¢/за фунт, що в перерахунку становить 484 \$/за тонну. 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 \$/за тонну мінус комісійні на різних біржах.

§ 18.6.

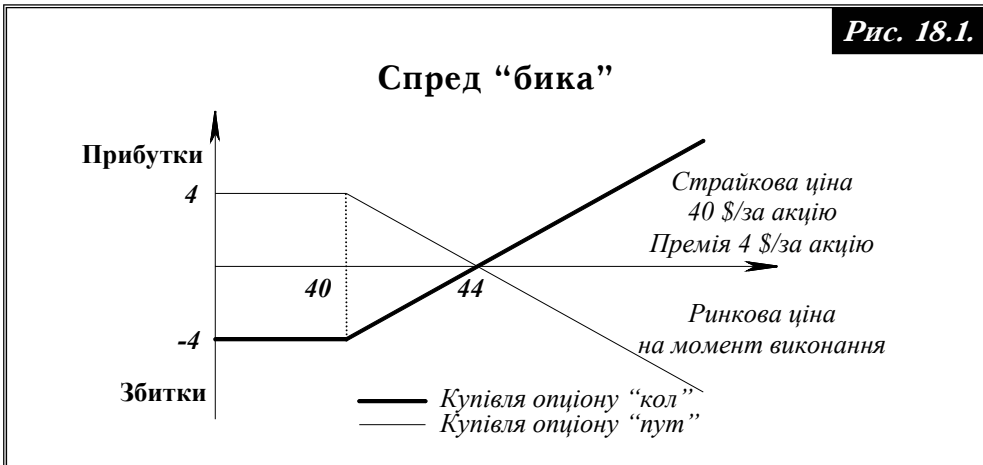
Спекулятивні стратегії з опціонами

Крім спекуляції на ф'ючерсних контрактах, все 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.

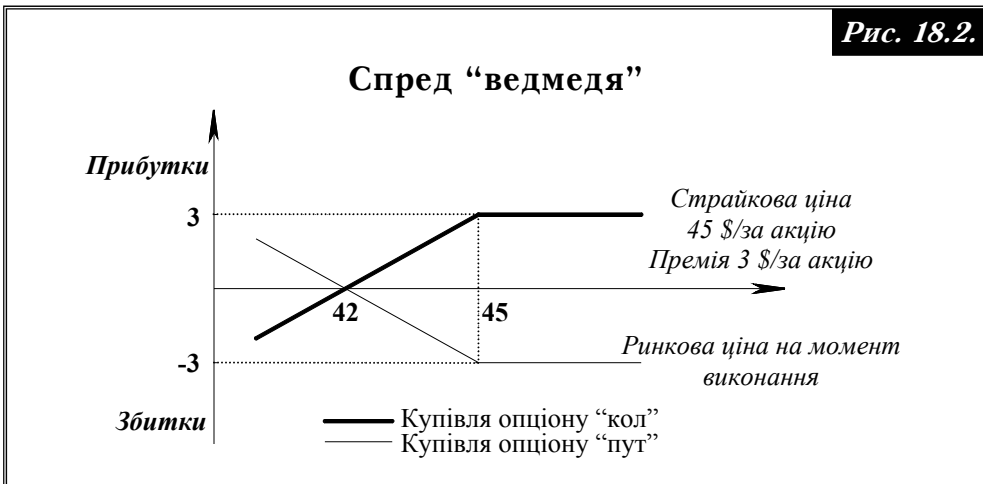
Складні стратегії поєднують операції з самими опціонами, комбінації опціонів з основними активами або ф'ючерсними контрактами. Виділяють *хеджеві* та *спекулятивні складні стратегії*. Детальніше розглянемо саме спекулятивні стратегії.

Є чотири види стратегій, які відрізняються між собою кількістю операцій з різними опціонними контрактами. Стратегії, розраховані на зростання цін, називають *стратегіями “биків”*. Стратегія “бика” – це придбання опціону на купівлю – довгий “кол” – і реалізація опціону на продаж – короткий “пут”. Покажемо на рис. 18.1 одержані прибутки і збитки в результаті застосування стратегії “бика”. Як основний актив використаємо опціони на акції.



Стратегії “ведмедя” будуються на прогнозі зниження цін. Ці стратегії комбінують продаж опціону на купівлю – короткий “кол” – та відповідно придбання опціону на продаж – довгий “пут”.

Покажемо на рис. 18.2 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, кожен з яких ґрунтується на основі прогнозу майбутнього руху цін. Опціонні спреди поділяються на цінові, календарні, горизонтальні та вертикальні спреди.

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 “кол” з нижчою ціною виконання і продає такий же “кол”, але з вищою ціною виконання. З опціонами “пут” навпаки: продається опціон “пут” з нижчою ціною виконання і купується такий же “пут”, але з вищою ціною виконання. Така стратегія називається стратегією “бика”.

Коли прогнозується зниження цін, застосовується стратегія “ведмедя” – продається “кол” з нижчою ціною виконання і одночасно купується “кол” 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.

Приклад 18.13.

Нехай спекулянт може використати для вироблення спекулятивних стратегій 5 опціонів на акції компанії А, що продаються за курсовою ціною 19 \$/за акцію. Страйкові ціни та премії опціонів подаємо в таблиці:

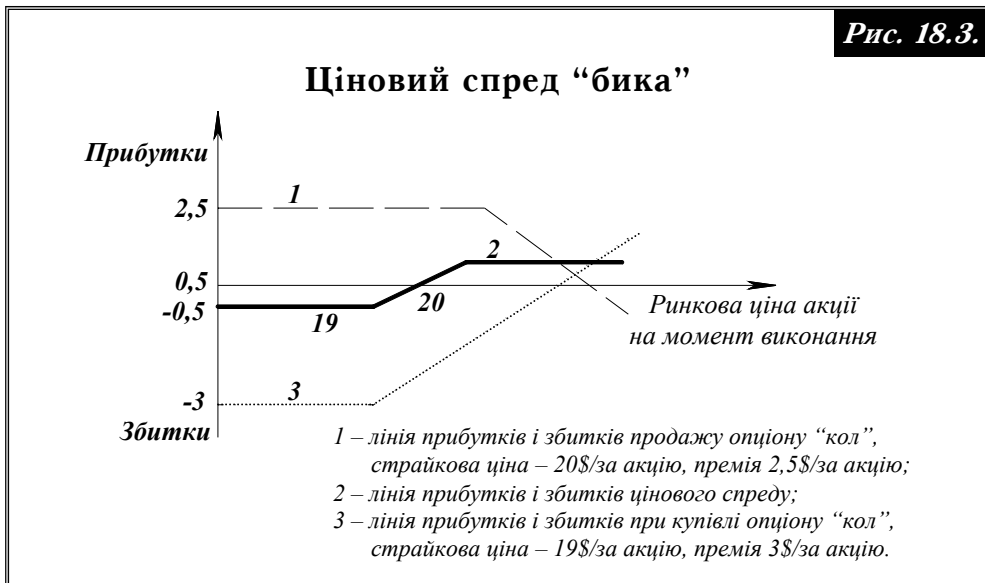
Тип опціонів	Ціна виконання, \$/за акцію	Премія, \$/за акцію
А кол	19	3,0
В кол	20	2,5
С кол	18	3,7
Д пут	19	1,0
Е пут	20	1,5

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 ж кількості опціонів В.

Діапазон можливих прибутків та збитків подано у прикладі на рис. 18.3.

Якщо курс виявиться вищим від 20 \$/за акцію, будуть виконані обидва опціони, прибуток спекулянта становитиме 0,5 \$/за акцію, або 50 \$/за

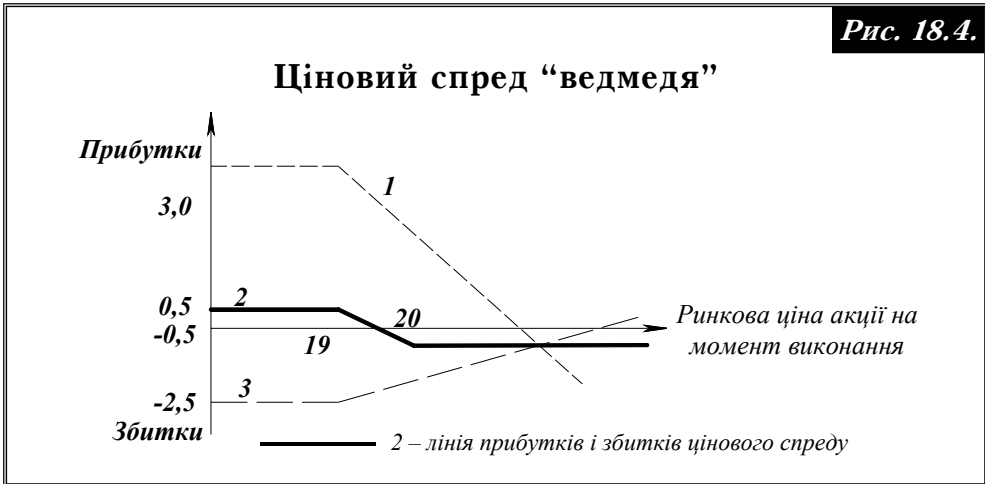
контракт. Якщо прогноз не виправдається, ціна виявиться нижчою від 19 \$/за акцію, жоден з опціонів не буде виконаний, тобто збитки на рівні різниці опціонних премій становитимуть 0,5 \$/за акцію, або 50 \$/за контракт. У цілому спред прибутковий, якщо ринкова ціна вища від 19,5 \$/за акцію, і збитковим в протилежному випадку. Даний спред менш ризиковий, порівняно з простою опціонною стратегією, про що свідчить малюнок. Придбання тільки опціонів А дасть прибутки лише за умови зростання ціни до 22 \$/за акцію, одночасно збитки при неправильному прогнозі можуть становити 3\$/за акцію.



Інша можливість застосувати спекулятивну стратегію при прогнозі зростання цін – купити опціон D і продати стільки ж E. Якщо курс перевищить 20 \$/за акцію, жоден із опціонів не буде виконаний і спекулянт отримає прибуток у розмірі різниці премій – 0,5 \$/за акцію, або 50 \$/за контракт. Якщо прогноз не справдиться, спекулянт матиме аналогічні збитки.

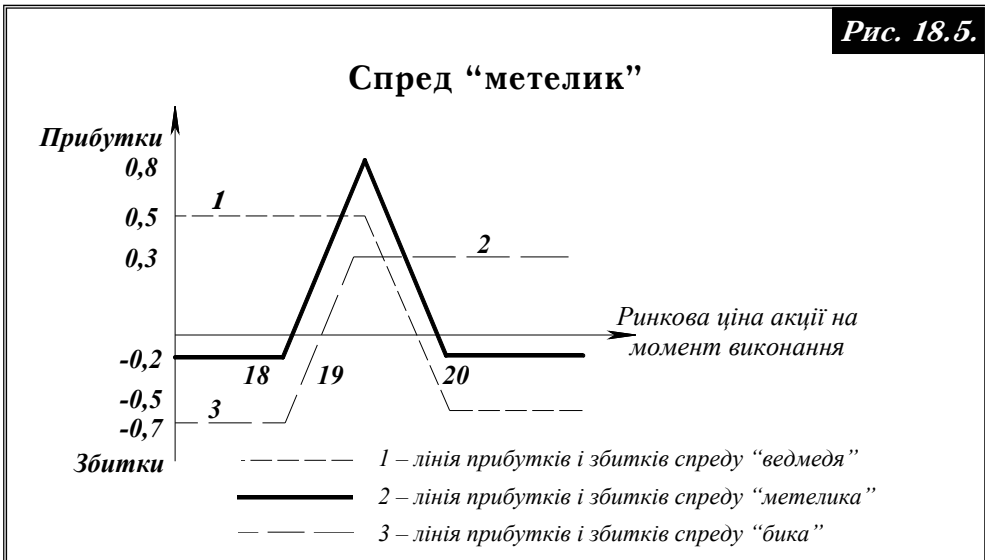
Якщо спекулянт очікує зниження цін, використовується стратегія “ведмедя”: продаються опціони А і купується така ж кількість опціонів В. У цьому випадку прибуток можливий, якщо ринковий курс на момент виконання виявиться нижчим 19,5 \$/за акцію. Якщо прогноз не справдиться, максимальні збитки становитимуть 0,5 \$/за акцію, або 50 \$/за контракт. Спред “ведмедя” менш ризикований з точки зору можливих збитків, але менш вигідний з точки зору можливих прибутків. Розглянемо рис. 18.4.

Рис. 18.4.



Опціони дозволяють не тільки грати на прогнозах зростання чи зниження цін, але 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. 18.5 прибутки і збитки при застосуванні спекулятивної стратегії спреду "метелика".

Рис. 18.5.



Наприклад, спекулянт купив один опціон В (страйкова ціна – 20 \$/за акцію, премія – 2,5 \$/за акцію – сплачена) і один опціон С (страйкова

ціна – 18 \$/за акцію, премія – 3,7 \$/за акцію – сплачена), одночасно продав 2 опціони А (страйкова ціна – 19 \$/за акцію, премія – 3 \$/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 спреду “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 \$/за акцію.

Щодо календарного спреду, 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 буде 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.

Приклад 18.14.

У вересні опціони на акції компанії А котирувалися так:

NYSE

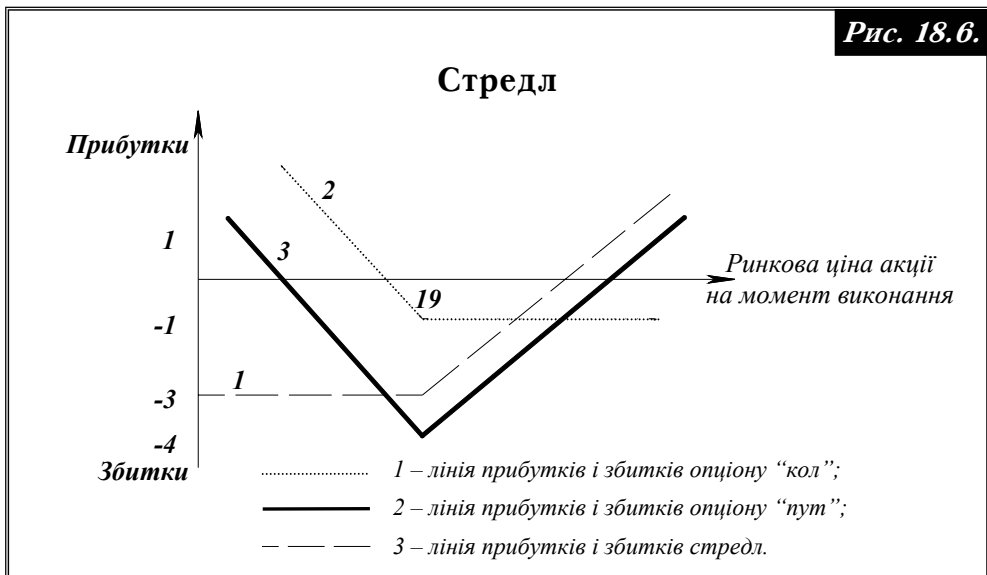
Option	Close	Strike Price	Calls		
			Oct	Dec	Jan
A	58 ³ / ₄	60	1 ¹ / ₂	4	5

Інвестор, очікуючи, що вартість акцій залишиться порівняно стабільною, використовує прямий календарний спред, продаючи грудневий опціон по \$4 і купуючи січневий по \$5. 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, січневий по \$3¹/₂, оскільки до його виконання залишався ще один місяць. Інвестор закриває позиції оберненими угодами: викуповуючи по \$¹/₂ грудневий опціон та продаючи по \$3¹/₂ січневий з виграшем \$3. Отже, початковий ризик – втрата в \$1 (+4 – 5) – дозволив заробити \$2 ($-\frac{1}{2} + 3\frac{1}{2} - 1$), хоча ціна акції стабільна.

Однак, якби курс акції сильно піднявся або знизився, найбільш імовірно, що спред закінчиться б втратами, які дорівнюють приблизно початковій різниці премії. Хоча вертикальний та горизонтальні спреди можуть забезпечувати значні прибутки, їх ефективність зменшується під впливом трьох основних факторів. На значення доходу впливають **комісійні платежі** за опціонні контракти, неможливість точно визначити рух ціни базового активу – **мінливість** та **строки виконання** (особливо для американських опціонів).

При нестабільності цін на ф'ючерсних ринках використовуються так звані **стелажні** стратегії: **спредл** (*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.

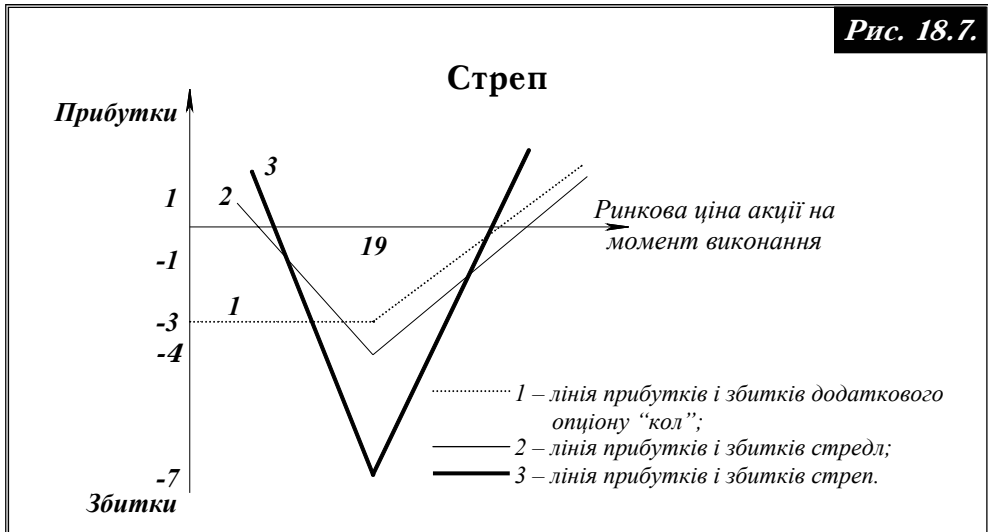
Опціонний стредл, на відміну від опціонних спредів, полягає в придбанні двох опціонів (одного на купівлю, іншого – на продаж) з однаковими страйковою ціною та строком виконання. Використавши дані, наведені у попередніх прикладах, припустимо, що спекулянт купив один опціон А і один опціон D. Розглянемо рис. 18.6.



Обидва опціони мають однакову ціну виконання – \$19, але опціон А – це опціон на купівлю, а D – на продаж. Загальні витрати на їх придбання становлять \$4 (1 + 3). Прибуток буде отриманий, якщо курс підніметься понад \$23 (19 + витрати на премії), або якщо опуститься 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 “кол” та аналогічного опціону “пут”).

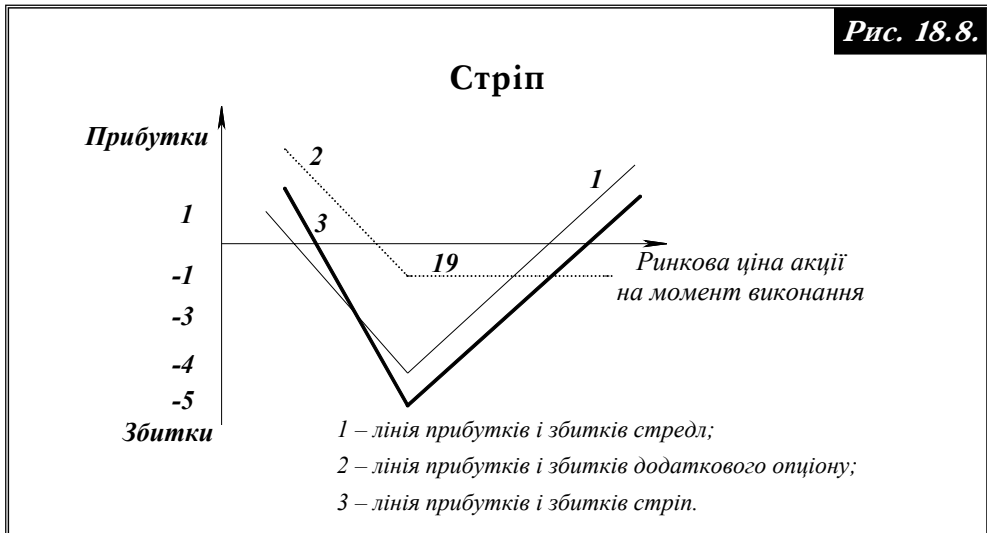
Стреп відрізняється від стредла тим, що купується один додатковий опціон “кол”, тобто стратегія полягає у відкритті двох довгих позицій за опціонами “кол” і аналогічного одному опціоніві “пут”. Ця стратегія використовується за умови, що при загальному прогнозі нестабільності цін більш ймовірне їх зростання. Нехай спекулянт купив два опціони А та один опціон D. Витрати становлять \$7 ($3 + 3 + 1$). Прибуток буде отриманий, коли ціна спот перевищить значення \$22,5 ($19 + 7/2$). Якщо ж ціна не зміниться, збитки дорівнюватимуть розмірові виплаченої премії за опціон. Зворотний стреп – продаж двох опціонів “кол” і одного “пут” – використовується при прогнозах стабільності цін на ринку, причому зростання ціни прогнозується з меншою ймовірністю (рис. 18.7):



Стріп – це опціонна стратегія, яка полягає в придбанні двох опціонів “пут” і одного опціона “кол”. Стріп використовується, коли за прогнозом спекулянта більш ймовірне зниження цін на спотовому ринку. На рис. 18.8 подано прибутки і збитки від стріпа, який складається з двох опціонів D і одного опціону A.

Якщо опціон “кол” придбано за страйковою ціною 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 “кол” 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.

Діяльність спекулянтів 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**” – має місце, коли ціни на найближчі місяці вищі, ніж на місяці з відстроченим терміном поставки. Тут 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 даний спекулянт. Він, в одній і тій же 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 в 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, але й для тих, хто має обмежений капітал, а також для людей, не обізнаних з механізмом функціонування ф'ючерсної біржі.

Біржі приваблює, коли учасники ринку визначають методи зменшення та контролювання ризику під час біржових операцій. Як правило, високі доходи асоціюються з високим ризиком. Але це не завжди так. Ризик, пов'язаний з біржовими торгами значний тоді, коли учасники торгів не фахівці, не вміють застосовувати ефективних спекулятивних стратегій.

Усі фактори, які впливають на ринкову ситуацію, а значить, 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. Але, 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 змішувати 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 – “ведмедя”, 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 стануть 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 поточною інформацією 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 кожен зокрема – це депозитний внесок, більший за розмірами, ніж сума, якої вимагає біржа, але при потребі трейдер повинен мати додаткові кошти для поповнення спекулятивного рахунку.

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. По-іншому, 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 досить приваблива (ринкова позиція передбачається з обмеженим ризиком і відчутним прибутком в 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, але 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 може 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 відносно іншої різними.

Спекулянт має пам'ятати одну аксіому торгівлі: "Ніколи не програєш виграючи". В буквальному розумінні цей вислів – правда. Однак багато торговців розорилися, оскільки сприймали цю аксіому як філософію торгівлі. Не слід допускати 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 перекривають малих виграшів від минулих торгів.

Небажання отримати великі прибутки є однією із складових системи втрат. Найбільшою помилкою торговця-невдахи є те, що він при програвші залишається в позиції дуже довго, а при виграші покидає її надто швидко. Недосвідчені спекулянти вагаються при закритті збиткової позиції, внаслідок чого операції, які могли би принести малі збитки, обертаються великими програшами.

Поки одні торговці вагаються, чи закривати 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. Але 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 вига­шів можливе, але це легше сказати, ніж зробити. Навіть ті спекулянти, що знають як поліпшити свій стан на ринку, як правило, користуються принципом малих ви­га­шів, 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 зниження або зростання цін та оцінити ризик і його причини;
- по-друге, визначити ризик і розмір можливого ви­га­шу; ризик має бути пропорційний ви­га­шу, якщо ж потенційно великий ви­га­ш 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, переслідуючи мету отримання прибутку, вони стають фахівцями ринку.

Якщо аналіз ринку підтвердив тенденцію зростання цін на певний період часу, 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.

Приклад 18.15.

Спекулянт планує купити пшеницю по 4,90 \$/за бушель. Перед тим, як відкрити позицію, він вирішує, як довго утримуватиме позицію відкритою за умови невигідної для себе цінової ситуації, встановлює ліміт програшу 3 ¢/ за бушель, обмежуючи цим втрати через відповідне стоп-замовлення. Він відкриває на ринку позицію “лонг” і домовляється продати контракт на 3 ¢/за бушель дешевше, ніж сьогодні на ринку, або за ціною (4,87 \$/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. 18.9.



Відкривши позицію в точці А, можна утримувати її до значення 5,10; однак ціни зростають нерівномірно і за період володіння контрактом можна мати суттєві збитки. 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 спричинить якнайбільший виграш.

Коли позиція починає працювати, учасник завжди має бути готовим до можливих змін, метою яких є захист виграшу та запобігання його значному зменшенню. Прокоментуємо це твердження на графіку з рис. 18.9. Спекулянт купує пшеницю за 4,90\$ та розміщує захисний stop loss-order на відмітці 4,87\$/за бушель. Ціна на пшеницю поступово зростає до 5\$, але спекулянт відчуває, що ціни зростатимуть далі і хоче утримувати позицію. Одночасно він боїться позбутися свого виграшу. Для його за-

хисту він знімає свій первинний *stop loss-order* з відмітки 4,87\$/за бушель і піднімає до відмітки, нижчої від ринкової ціни – 4,97\$. Якщо ринкова ціна знижується до 4,97\$, брокер повинен продавати за найвигіднішою ціною. Можливий застрахований прибуток становить 0,07\$/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, схоче 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 рухові 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\$/за бушель. Якщо ціна піднялася до 4,45\$/за бушель, спекулянт купує додаткових чотири контракти. Тепер його сумарна позиція становить дев'ять контрактів. Середня ціна – 4,42\$/за бушель. Якщо ціна підвищується до 4,50\$/за бушель, спекулянт купує ще три контракти, збільшуючи загальну суму контрактів до дванадцяти, а середню ціну – до 4,44\$/за бушель. Коли ціна зростає до 4,55\$/за бушель, він купує ще два контракти, маючи загалом чотирнадцять контрактів з середньою ціною 4,46\$/за бушель. Коли ціна знову зростає до 4,60\$/за бушель, він добирає ще один контракт, маючи тепер п'ятнадцять контрактів і фінальну середню ціну 4,47\$/за бушель.

		Середня ціна
4,60	×	4,46 ⁵ / ₈
4,55	×	4,45 ³ / ₄
4,50	×	4,44 ¹ / ₈
4,45	×	4,42 ¹ / ₄
4,40	×	4,40

Однак використовують піраміди не всі спекулянти. На побудову такої піраміди буває недостатньо робочого капіталу спекулянта, що вже вно-

сить значний ризик при різкій зміні ринкової кон'юнктури. З іншого боку, якщо він додає до своєї позиції контракти в кількостях більших, ніж базис чи попередня купівля чи продаж, він пропорційно підвищує ризик.

Коли ж спекулянт купує один контракт по 4,40\$/за бушель і два додаткових по 4,45\$/за бушель і якщо ринок рухається в сприятливому напрямку, то його середня ціна становить 4,40\$/за бушель. Він купує три контракти, потім ще чотири, потім ще п'ять. Якщо навіть він додасть 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	xxxxxx	4,53
4,55	xxxxx	4,50
4,50	xxx	4,47
4,45	xx	4,43
4,40	x	4,40

Як бачимо, 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 цінних 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 – 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.



Рзюме

Біржова спекуляція – це купівля-продаж цінних або курсових ризиків через укладання контрактів з похідними фінансовими інструментами з метою отримання надприбутків за умови вірних раціональних сподівань учасників стосовно 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, 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 довго 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 цінових умовах, сподіваючись отримати прибутки від правильного прогнозування майбутнього руху цін. Він купує ф'ючерси, якщо вважає, що ціни піднімуться, і продає їх, якщо вважає, що ціни падатимуть. 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 чуття 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 же 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 ліквідують 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.

?

B

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 із 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 над капіталом застосовують біржові спекулянти?

G

Посилання і рекомендована література

1. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія. –К.: КНЕУ, 2001. –С.11-152.
2. Губський Б.В. Біржові технології ринку. –К.: Нора-прінт, 1997. –С.207.
3. Мэрфи Дж.Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. – М.: Сокол, 1996. –836с.
4. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над капиталом. –М.: Диаграмма, 2001. –С.345.
5. Сохачька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні: Монографія. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –С.193.
6. Проект ЗУ “Про строкові фінансові інструменти” //www.business.kiev.ua/finance.
7. Энциклопедический словарь. В 86 томах. Т.3. –СПб.: Издательство Брокгаузъ-Ефронъ, 1892. –С.171-172.
8. Большая Советская Энциклопедия. Т. 40. –М.: Изд. БСЭ, 1957. –С.247.
9. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –172с.
10. Сорос Дж. Кризис современного капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –262с.
11. Кофман А. Тайны биржевых спекуляций. –М.: Изд. журнала “Торговое дело”, 1898. –40с.
12. Студентский М. Биржа, спекуляция и игра. –СПб. –1892. –210с.
13. Васильев А. Биржевая спекуляция. Теория и практика. –СПб., 1912. –168с.
14. Horn F.F., Fink R.E. Trading in Commodity Futures. –New York: Institute of Finance, 1984. –364р.
15. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1996. –333с.
16. Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. –М.: ИНФРА-М, 1996. –208с.
17. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. –М.: ИНФРА-М, 1996. –368с.

18. Найман Э. Малая Энциклопедия Трейдера. –К.: Альфа-капитал: Логос, 1997. –236с.
19. Найман Э. Трейдер-Инвестор. –К.: ВИРА-Р, 2000. –640с.
20. Belletante B. La Bourse: temple de la speculation on marche financier. –Paris, 1987. –251p.



Тести для перевірки знань до розділу 18

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 вище перераховане.

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 аналізі кон'юнктури ринку;
б) психології, аналізі;
в) психології, аналізі обраної системи торгівлі та контролю за капіталом;
г) контролі за капіталом.

4. Народногосподарське значення спекуляції полягає у:

- а) розширенні ринку, нівелюванні, зміні цін у просторі і 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 пониженні 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 пониження 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 пониження 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 пониження 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) внутріринковий;
- 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) внутріринковими;
- 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 за контракт із спред \$250 за контракт.

Нехай середній прибуток спекулянта А – \$1 000, відповідно збитки – \$300. У спекулянта В прибуток – \$3 000, збитки – \$1 500.

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 380\$/за унцію. В березні можливі три варіанти цін: підвищення до 420\$/за унцію, збереження рівня попередньої ціни 380\$/за унцію або спад ціни до 380\$/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 – 78.00¢/за фунт і, плануючи збитки, віддав лімітне замовлення (stop-loss-order) з ціною закриття позиції 75.00¢/за фунт. Таким чином, сума, яку планує втратити спекулянт за умови зниження цін, становить: 3.00¢/за фунт, на цілий контракт 50 000 фунтів – це \$1 500. 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 \$74.00, коли спекулянт через брокера або власноручно закриває позицію.

Задача № 4.

Умова:

Вересневі ф'ючерси на срібло котируються: по 590¢/за унцію – купівля, 595¢/за унцію – продаж. Комісійні брокеру становлять \$50 за один контракт.

Визначити: якщо спекулянт купить срібло за ціною пропозиції – 595¢/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 21.15 \$/за барель та продав вересневий контракт за 22.25\$/за барель. 10 серпня погоджено строк поставки – 20-26 серпня. 26 серпня виконано поставку шляхом перекачування. 27 серпня зроблено розрахунки за ціною 22.25\$/за барель. Витрати на зберігання становлять 0.02\$/за барель. Відсотки за кредит – 0.03\$/за барель. Комісійні брокеріві – 0.01\$/за барель.

Визначити: дохід спекулянта.



Ключові слова, нові терміни

- *біржова спекуляція;*
- *гра на різниці в цінах;*
- *гра на підвищенні та пониженні цін;*
- *“бики”;*
- *“ведмеді”;*
- *скалпери;*
- *джоббери;*
- *спредери;*
- *позиційні спекулянти;*
- *спекулятивні стратегії;*
- *спред;*
- *средл;*
- *стреп;*
- *стріп;*
- *спред “метелик”;*
- *опціонний спред.*

Розділ 19

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

Хеджування цінових та курсових ризиків за допомогою ф'ючерсної торгівлі

Комерційний контингент або хеджери – це фірми або приватні особи, пов'язані з реальним товаром в процесі їх комерційної діяльності.

О. Елдер, біржовий трейдер

A**Теоретична частина**

- *Суть та основні характеристики хеджування*
- *Основні 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 (ринком реальних товарів з негайною поставкою) та його прогнозом (ф'ючерсним ринком).

Західні економісти давно відзначають взаємозв'язок спотових та ф'ючерсних цін, які відрізняються між собою на *величину базису* (*basis*). Однак, як правило, в момент наближення термінів поставки ця різниця стає мінімальною. Тенденції та напрями зміни спотових та ф'ючерсних цін адекватні. Так, відомі на Заході вчені Долан Е.Дж. та Ліндсей Д. визначають хеджування як операції, при яких ринки строкових контрактів використовуються для компенсації одного ризику іншим, як перенесення ризику на противагу операціям страхування, які 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 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 ж 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.

Для хеджування особливо цінним є те, що ф'ючерсні контракти є обов'язковими угодами. Це означає, що виконання контракту на товари, іноземну валюту, облігації та контракти з індексами акцій може завершуватися поставкою або розрахунком грошима.

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 ризики зміни цін та курсів на будь-які активи у майбутньому. Завдяки бажанням щодо запобігання

¹ Долан Э. Дж., Линдсей Д. Рынок: микроэкономическая модель /Пер. с англ. В. Лукасевича и др.; Под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукасевича. –СПб., 1992. –С.325.

цінових та курсових ризиків у майбутньому власне і з'явився ф'ючерсний контракт.

Кожен, хто виروضе, 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 падає нижче 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 науковці: З.О. Луцишин, Л.О. Примостка та ін., і практики – банкіри Р. Кашпір та П. Матвієнко².

Ціновий ризик властивий всім формам діяльності і 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 значить 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, облігаціями 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. Даний факт спонукає учасників ринку не лише прогнозувати майбутню ситуацію, а й страхувати свої вчинки.

² Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1998. –108с.

Примостка Л.О. Операції хеджування на строкових фінансових ринках // Банківська справа. –1999. –№1(25). –С.40-44.

Луцишин З.О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки. –Тернопіль: Збруч. –С.333.

Кашпір Р., Матвієнко П. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків //Банківська справа, 1998. –№2(20). –С.50-55; –№3(21). –С.2-16.

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 – *спекулянтом*. Такий поділ досить умовний. 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 умови високого ризику, який бере на себе учасник ринку. Однак ризикові стратегії застосовує небагато інвесторів. Як правило, більшість із них намагаються 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 автори Ш. де Ковні та К. Таккі вважають хеджером “...особу або компанію, яка запобігає ризикові шляхом відкриття позиції на одному ринку та протилежної на іншому, але економічно 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, але 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.

³ Ковні Ш., Таккі К. Стратегии хеджирования. –М.: ИНФРА-М, 1996. –С.9.

Одним з основних, принципових питань є визначення кількості ф'ючерських 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'ючерських ринках, як правило, використовуються три види статистичного аналізу: *кореляційний, регресійний та аналіз тривалості цінового тренду*.

У багатьох економічних дослідженнях ф'ючерських 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, який 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'ючерській біржі стількох позицій на визначений період часу, у скількох зацікавлений власник. Ринкова ситуація, що постійно змінюється, дозволяє хеджерові регулярно переглядати свої позиції у процесі хеджування.

Хеджеві операції реєструються на ф'ючерській біржі шляхом відкриття спеціального хеджевого рахунку. Хеджер може страхувати свою позицію за допомогою продажу або купівлі ф'ючерського контракту. До страхування продажем хеджер вдається 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'ючерського контракту (наприклад, на реальному ринку продається кукурудза, пшениця і кава різних сортів, а на ф'ючерському – лише одного стандартного сорту). Терміни ф'ючерського контракту можуть не збіга-

тися 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, але й рівня трансакційних видатків при укладанні ф'ючерсних 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 замітник товарного форвардного контракту.

Інша класифікація операцій хеджування на фінансових ринках пов'язана з технікою конкретної операції, до її складу належать п'ять широко використовуваних в світовій практиці типів хеджу. Автором цієї класифікації є А.Б. Фельдман⁴.

Хедж "без одного". Для хеджування повної касової позиції протягом усього хеджу (тобто від початку операції) використовується лише один віддалений місяць закінчення терміну контракту. Ф'ючерси на весь тер-

⁴ Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. –М.: ИНФРА-М, 1996. –С.5.

мін і обсяг хеджування купуються разом з одним майбутнім терміном виконання і відшкодовуються поступово, за окремими термінами хеджування. Цей хедж сам приносить додатковий ризик через ймовірну зміну (в т.ч. несприятливу) базису ф'ючерса за час хеджування. Даний тип хеджу придатний для агресивних стратегій.

“Стрічковий” хедж, тобто порівняння терміну відшкодування деяких ф'ючерсних контрактів з конкретними термінами “незахищеності” від ризику. В цьому й полягає його перевага перед хеджем “без одного”. Ф'ючерси на весь термін хеджування купуються одразу за окремими термінами виконання і відшкодовуються поступово. Кожен контракт триває стільки, скільки триває “незахищеність”, що підлягає хеджуванню, і відшкодовується тільки щодо певного терміну. Відповідно, якщо даний хедж послаблює ризик несприятливої зміни базису, то останні обставини додають свого ризику у зв'язку з низькою ліквідністю віддалених за строками поставки контрактів. Поряд з цим даний тип хеджу вважається пріоритетним.

Хедж “стрічка, що згортається” заснований на підвищеній (нормальній) ліквідності близьких за строками поставки контрактів. Технологія цього хеджу передбачає за термінами та обсягами хеджування послідовну купівлю та продаж відповідних контрактів. Спочатку купуються ф'ючерси на повний обсяг з терміном відшкодування, що припадає на найближчий термін хеджування. Після цього вони відшкодовують відповідно до даного терміну і купуються контракти на наступні обсяги і нові (віддаленіші) терміни хеджування. Тоді ці контракти погашаються і купуються нові на об'єми і терміни, що залишилися. Інакше кажучи, близькі контракти стають більш віддаленими і стрічка хеджу неухильно згортається. Перевагою даного типу хеджу перед попередніми 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.

“Средовий” 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'ючерсами.

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 же час, як правило, навесні, незалежно від динаміки цін.

Для фірм, 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.

Торговельні фірми, які виступають в якості хеджерів, найактивніше 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 терміни поставок.

Друге місце серед хеджерів посідають переробні фірми, що переробляють сільськогосподарську сировину, паливно-мастильні матеріали, кондитерські фабрики, текстильні підприємства тощо.

Третє місце за обсягом укладених хеджевих операцій займають фірми, що випускають готову продукцію. При закупівлі сировини для цих фірм 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 випадку має частка сировини у собівартості продукції. Такі фірми 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 частин фінансового забезпечення їхніх потреб у поточних активах поряд 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% річної потреби у поточних активах фірм.

Значною перевагою ф'ючерсних контрактів при хеджуванні є їх велика маневровість 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 найвигідніше 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, заклавши 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, а саме:

- створені ф'ючерсні біржі або майданчики на відповідних товарних і валютних біржах;

- заснований клас фінансових посередників, здатних здійснювати спекулятивні угоди з ф'ючерсними контрактами;
- підготовані кваліфіковані фінансові менеджери для промислових, торговельних фірм та фінансових інституцій, які б могли проводити хеджеві операції.

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, депозитні та варіаційні внески. Тобто хеджер повинен не лише визначити доцільність хеджевих операцій, але 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:

$$\rho = \frac{\text{cov}(x, y)}{\sigma_x \sigma_y} ,$$

$$\text{у якій } \text{cov}(x, y) = \sum (\bar{x} - x)(y - \bar{y}) ,$$

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 фінан-

сового 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 економісти⁵ 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:

$$b = \frac{\sigma_{CF}}{\sigma_F^2},$$

де σ_{CF} – конваріація між прибутковістю і ціною ф'ючерсного та спотового інструментів;

σ_F^2 – дисперсія прибутковості або ціни ф'ючерсу.

Кількість необхідних для хеджу ф'ючерсних контрактів можна визначити за формулою:

$$\text{Кількість контрактів} = \frac{\text{Номинальна вартість відкритої спотової позиції} \times \text{Кутовий коефіцієнт регресії}}{\text{Номинальна величина коефіцієнта ф'ючерсного контракту}}$$

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 – період часу;

n – термін відшкодування;

r – прибутковість до відшкодування;

P – ринкова ціна.

У 80-х роках ХХ-го ст. економісти Б. Уодреп та Дж. Бак вивели формулу залежності між трьома категоріями відсоткового ризику: еластич-

⁵ Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. –М.: ИНФРА-М, 1996. –С.14.

ністю відсоткової ставки, систематичним коефіцієнтом та тривалістю. Еластичність визначали як реакцію зміни ринкового курсу цінних паперів на зміну відсоткових ставок:

$$el = (dP/P) \times (dr/r),$$

dP – ринкова ціна;

dr – зміна прибутковості;

dP – зміна ціни;

dr і dP – в обмеженій залежності;

$el < 0$.

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 облигації;

P_S – ринкова ціна спотової облигації;

D_S – тривалість спотової облигації;

r_F – прибутковість до відшкодування ф'ючерсного контракту на облигацію;

P_F – ринкова ціна ф'ючерсного контракту на облигацію;

D_F – тривалість ф'ючерсного контракту на облигацію.

§ 19.3.

Досконале хеджування цінових ризиків на ринках сільсько- господарської сировини

Хеджеві операції рееструються на ф'ючерсній біржі шляхом відкриття спеціального хеджевого рахунку. 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 наведеного прикладу 19.1, продаж ф'ючерсних контрактів задовго до збирання врожаю дозволив фермерові застрахуватися від ризику зниження цін у майбутньому.

Якби на момент збирання врожаю спотова ціна зросла до 320 ϕ /за 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 ж позначки. Закриваючи позицію, фермер втратить 20 ϕ /за бушель на ф'ючерсному

ринку. Однак його сукупний дохід на обох ринках залишиться таким, як він планував – за зерно він виторгує по 300 ¢/за бушель при собівартості 230 ¢/за бушель.

Приклад 19.1.

Спотова ціна на кукурудзу 15 квітня становить 280 ¢/за бушель. Фермер планує отримати урожай 25 000 бушелів. Собівартість уже відома – 230 ¢/за 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 300 ¢/за 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% вартості контрактів:

$$D = 5 \times 5\,000 \times 300 \times 0.02 = \$1\,500.$$

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 280 ¢/за бушель. Фермер відвозить кукурудзу на найближчий елеватор і виторгує на $(300 - 280) \times 5\,000 \times 5 = \500 менше, ніж планував.

Але на ф'ючерсному ринку він має виграш на розрахунковому рахунку:

$$1\,500 + (300 - 280) \times 5\,000 \times 5 = \$2\,000.$$

Він виграв \$500 при зниженні цін, коли продавав контракти за 300 ¢/за бушель.

Не маючи кукурудзи для поставки, фермер закриває позицію на ф'ючерсному ринку, ліквідувавши (викупивши контракти) позицію продавця за новою ціною 280 ¢/за 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 Різдва 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 \$/за тонну. Через два місяці він купує цукор на спотовому ринку по 260 \$/за тонну, однак на ф'ючерсному ринку його депозит збільшився на суму 20 \$/за тонну, оскільки ф'ючерсна ціна також зросла до 260 \$/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 \$/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 найвигідніше 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'ючерсній 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 вигідніше 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 ф'ючерсні котирування (Чикаго Борд оф Трейд, СВТ) за вересень. 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. Але, щоб гарантувати отримання запланованої кількості валюти, фінансисти продають 4 ф'ючерсних липневих контракти на кукурудзу з поставкою в наступному році за 303⁵/₈ ¢/за бушель. Якщо ціни у зв'язку з добрим урожаєм в США, країнах ЄС, Таїланді знизилися до 298 ¢/за бушель, змінилося і співвідношення цін на різноманітні культури. Але для асоціації ціна уже зафіксована. У вересні вони зібрали врожай, знайшли покупця і в жовтні реалізували товар, одночасно викупивши біржові контракти.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
15 вересня, придбання 75 000 фунтів зерен кави, ціна – 215 ¢/за фунт	15 вересня, продаж 2 контрактів, ціна – 220 ¢/за фунт
15 березня, використане зерно для переробки, існуюча ціна на зерно – 170 ¢/за фунт, ціна на каву також знизилася на 45 ¢/за фунт	15 березня, купівля 2 контрактів, ціна – 175 ¢/за фунт
Втрати: 45 ¢/за фунт, \$33 750 у процесі переробки кави	Виграш: 45 ¢/за фунт \$ 33 750 на двох контрактах, які повністю відшкодовують втрати в процесі переробки кави

WHEAT (CBT) 5000 bu; cent per bu Zitetime

July	open	high	low	settle	change	high	low	open interest
	395	403	395	402 ½	+ 8	403	330	701

CORN (CBT) 5000 bu; cent per bu

July	301 ½	304	300 ¼	303 ⅝	+ 2 ¼	307 ½	254	30,148
------	-------	-----	-------	-------	-------	-------	-----	--------

SOYBEANS (CBT) 5000 bu; cent per bu

July	657 ½	660 ½	655 ¾	659 ¾	+ 3 ½	678	599 ½	4,191
------	-------	-------	-------	-------	-------	-----	-------	-------

Результат операції на реальному і ф'ючерсному ринках буде таким:

Місяці	Реальний ринок	Ф'ючерсний ринок
Вересень 1-го року	Спотова ціна 300 ¢/за бушель. Приймається рішення про виroduвання кукурудзи	Відкривається коротка ф'ючерс- на позиція на 4 контракти на ку- курудзу по 303 $\frac{5}{8}$ ¢/за бушель
Жовтень 2-го року	У зв'язку з високими врожайми в основних експортерів кукуруд- зи спотова ціна знизилася до 298 ¢/за бушель	Ліквідація позиції через викуп контрактів по 298 ¢/за бушель
Результат	- 2 ¢/за бушель, загальні збитки: $20000 \times 0,02 = -\$400$	+ 5 $\frac{5}{8}$ ¢/за бушель, загальні при- бутки: $20000 \times 5\frac{5}{8} = +\1125

Отже, в результаті хеджування фінансисти асоціації не лише допомогли агрономам прийняти правильне рішення щодо виroduвання прибуткової культури, але й отримали додатковий прибуток від хеджевих операцій.

Фірма, які намагаються запобігти ціновим ризикам на момент ліквідації ф'ючерсних контрактів і закупівлі форвардних, коли продавець і покупець до укладення угоди з реальним товаром виконують операції хеджування, при їх укладенні через брокера обмінюються ф'ючерсними контрактами за поточною ринковою ціною. Так сторони не беруть участі у реальній торгівлі, а ф'ючерсні угоди такого типу називаються угодами А/А. Вони застосовуються на ринках кави, цукру, какао, бавовни, зерна, кольорових металів.

Як показник, що відображає використання ф'ючерсного ринку, застосовують коефіцієнт хеджування, про який вже 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 все 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, кажуть, 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 чинності 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'ючерсу 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 тисяч доларів США. На момент підписання форвардного контракту він приймає рішення застрахувати майбутнє надходження валюти шляхом продажу \$1 000 ф'ючерсних контрактів на Московській товарній біржі (МТБ) з поставкою у грудні. Ціна ф'ючерсів – 30,3 руб./за \$. Хеджер продає 300 контрактів:

$$\frac{300000}{1000} = 300 \text{ контрактів.}$$

Однак до повного хеджування не завжди можна вдатися. Хеджери, як правило, визначають оптимальний коефіцієнт хеджування. Ми цей коефіцієнт визначали 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 інвестора чекають відчутні збитки. 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, в основі яких лежать акції. Однак вже 15 років інтенсивно застосовуються опціони на ф'ючерсні контракти з різними активами.

Найбільш популярними опціонами на ф'ючерси є контракти з казначейськими облигаціями 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 390 ¢/за бушель. Через якийсь час ціна зросла до 400 ¢/за бушель. Інвестор виконує опціон, відкриваючи довгу позицію за 4 ф'ючерсними контрактами. Виграш становить:

$$(400 - 390) \times 20\,000 = \$2\,000.$$

Ф'ючерсні контракти, як правило, набирають чинності одразу ж 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 май-

бутньому 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 вже виробленим або виробленим у майбутньому. Такий контракт називається “*коротким*”, або шот, і продавець даного контракту перебуває у позиції шот. За умови підвищення ціни позиція лонг виграє, а позиція шот – програє.

У цілому 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 *backwardation* – *inverted market* – *беквордейшн*, або “*перевернутий ринок*”. В іншому випадку, 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 *contango* – *normal market* – *контанго*, або “нормальний ринок”.

Хеджування продажем

Хеджер купує і продає одночасно на ринку реального товару та ф'ючерсному. Ф'ючерсний ринок використовує для захисту своїх позицій на реальному ринку. Втрата на одному ринку означає вигащ (прибуток) на іншому, бо, як правило, одночасно відкриваються дві різних позиції. Залежність між двома ринками є постійна, 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 вигащем. 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 вже не є малою групою учасників ф'ючерсної торгівлі, яка 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 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 ставлять собі за мету отримати спекулятивний прибуток при зростанні чи зниженні цін на товарних та фінансових ринках. Їх основні доходи формуються від реалізації товарів та надання послуг. Для захисту цього доходу від падіння 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 має за 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 2000" 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 найближчі періоди, оскільки поставка проводитиметься за найближчою спотовою ціною.

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 705 ¢/за бушель.

Одночасно фінансист елеватора, бажаючи захистити запаси зерна, продає 8 листопадових ф'ючерсів на 40 000 бушелів по 708 ¢/за бушель.

Тепер для елеватора немає різниці, як змінюватиметься ціна (зростати чи знижуватися), оскільки втрати на одному ринку компенсуються виграшем на іншому.

У листопаді торговий агент продає соєві боби в Чикаго за існуючою на той момент спотовою ціною 700 ¢/за бушель (знизилася на 5 ¢/за бушель). Ф'ючерсна ціна також знизилася на 5 ¢/за бушель, і фінансист отримує аналогічний вигреш, закриваючи ф'ючерсну позицію.

Отже, втрата 5 ¢/за бушель на реальному ринку компенсується виграшем на ф'ючерсному, фінансист елеватора повністю нейтралізує ризик, обравши найближчий місяць ф'ючерсу до моменту продажу на реальному ринку.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
15 жовтня, купівля 40 000 бушелів соєвих бобів, ціна – 705 ¢/за бушель	15 жовтня, продаж 8 листопадових контрактів, ціна – 708 ¢/за бушель
15 листопада, продаж 40 000 бушелів соєвих бобів, ціна – 700 ¢/за бушель	15 листопада, купівля 8 листопадових контрактів, ціна – 703 ¢/за бушель
Втрати – 5 ¢/за бушель, \$2 000 на партії	Вигреш – 5 ¢/за бушель, \$2 000 на 8 контрактах
Загальний результат: збереження рівня ціни та прибутковості	

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.

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 ¢/за фунт	15 вересня, продаж 2 контрактів, ціна – 220 ¢/за фунт
15 березня, використане зерно для переробки, існуюча ціна на зерно – 170 ¢/за фунт, ціна на каву також знизилася на 45 ¢/за фунт	15 березня, купівля 2 контрактів, ціна – 175 ¢/за фунт
Втрати: 45 ¢/за фунт, \$33 750 у процесі переробки кави	Виграш: 45 ¢/за фунт \$ 33 750 на двох контрактах, які повністю відшкодують 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 тим, що зберігаються на складі, як правило, на ту ж 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 вже згадувалося, що найпоширеніший 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 покликане захистити виробника від зниження цін на момент продажу. Покупець у даному випадку має протилежний ризик. Експортери і виробники в основному 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.

Приклад 19.8.

15 червня прокатне підприємство отримало замовлення на мідний дріт з поставкою 15 вересня. Базуючись на спотовій ціні міді – 106 ¢/за 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 104 ¢/за фунт.

4 серпня постачальники міді пропонують підприємству мідь за спотовою ціною 114 ¢/за 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 вересня, придбання 75 000 фунтів зерен кави, ціна – 215 ¢/за фунт	15 вересня, продаж 2 контрактів, ціна – 220 ¢/за фунт
15 березня, використане зерно для переробки, існуюча ціна на зерно – 170 ¢/за фунт, ціна на каву також знизилася на 45 ¢/за фунт	15 березня, купівля 2 контрактів, ціна – 175 ¢/за фунт
Втрати: 45 ¢/за фунт, \$33 750 у процесі переробки кави	Виграш: 45 ¢/за фунт \$ 33 750 на двох контрактах, які повністю відшкодують втрати в процесі переробки кави

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”).

Хеджування купівлі застосовують виробники товарів з фіксованими цінами. Ф'ючерсна торгівля в цьому випадку 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 70 ¢/за фунт з поставкою в грудні. Для відшкодування витрат на складування торговець продає два грудневих ф'ючерсних контракти по 75 ¢/за фунт. 15 листопада торговець продає бавовну по 68 ¢/за фунт і закриває ф'ючерсну позицію за ціною 70 ¢/за фунт.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
15 жовтня, купівля 100 000 фунтів бавовни по 70 ¢/за фунт	15 жовтня, продаж 2 контрактів по 75 ¢/за фунт
15 листопада, продаж 100 000 фунтів бавовни по 68 ¢/за фунт	15 листопада, купівля 2 контрактів по 70 ¢/за фунт
Втрати: 2 ¢/фунт + 2 ¢/фунт (витрати на зберігання) = 4 ¢/фунт, або \$4 000	Виграш: 5 ¢/за фунт, або \$5 000 на 2 контрактах, що повністю відшкодовує втрати від зміни ціни та зберігання, що дозволяє отримати додатковий прибуток 1 ¢/за фунт, або \$1 000.

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 також 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.

Приклад 19.10.

У жовтні торговець купує 300 туюків (150 тис. фунтів) бавовни по 70¢/за фунт. Одночасно він продає 3 грудневих ф'ючерсних контракти по 72 ¢/за фунт. Сортуючи бавовну, торговець визначає, що вона коштуватиме дешевше за грудневий ф'ючерсний контракт на 75 пунктів. Купівельний базис торгівля становить 200 пунктів (2 ¢/за фунт). У даний момент торговець не може продати бавовну за аналогічною ціною. 1 листопада він, нарешті, знаходить покупця, який згоден купити бавовну за ціною на 75 пунктів нижчою від грудневого ф'ючерса, який у цей момент продається по 70 ¢/за фунт. В угоді вказується ціна 69.25 ¢/за фунт. Втрати відшкодовує закриття ф'ючерсної позиції по 70 ¢/за фунт.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок
1 жовтня, купівля 150 000 фунтів бавовни по 70 ¢/за фунт	1 жовтня, продаж 3 контрактів по 72 ¢/за фунт
1 листопада, продаж 150 000 фунтів бавовни по 69.25 ¢/за фунт	1 листопада, купівля 3 контрактів по 70 ¢/за фунт
Втрати: 0.75 ¢/за фунт, або \$1125	Виграш: 2 ¢/за фунт, або \$3 000 на 3 контрактах, що повністю відшкодовують втрати від зміни ціни та зберігання і дозволяють отримати додатковий прибуток у розмірі 1.25 ¢/за фунт, або \$1 875

Торговець правильно передбачив, що його дохід становитиме \$1 875, оскільки він купив бавовну при базисі 200 пунктів і продав при 75 пунктах. Його прибуток отриманий в 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'ючерсний ринок.

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 відшкодовувала 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 відшкодовує повних витрат на зберігання товару. В цьому випадку хедж не дає повного захисту і, навпаки, може призвести до збільшення втрат за умови розширення базису.

Приклад 19.11.

20 серпня спотова ціна на бавовну нижча від грудневого ф'ючерсного контракту на 200 пунктів (2 ¢/за фунт) і становить 71.50 ¢/за фунт.

Ф'ючерсна ціна на грудневий контракт становить 73.50 ¢/за фунт. Якщо витрати на зберігання бавовни становлять приблизно 75 пунктів, або 0.70 ¢/за фунт, або \$375 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.

Продовження прикладу 19.11.

Якщо торговець купує бавовну 20 серпня і одночасно продає грудневі ф'ючерси з базисом 200 пунктів, то коли грудневий ф'ючерс в 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.

Максимальний теоретичний ризик, якщо торговець продасть бавовну 20 вересня і закrije 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 ¢/за фунт	20 серпня, продаж 2 грудневих ф'ючерсних контрактів по 73.50 ¢/за фунт	20 серпня, – 200 пунктів до грудня
20 вересня, продаж 100 000 фунтів бавовни по 70.75 ¢/за фунт	20 вересня, купівля 2 грудневих ф'ючерсних контрактів по 73 ¢/за фунт	20 вересня, – 225 пунктів до грудня
Втрати: 0.25 ¢/фунт, \$250 + $0.0075 \times 100\,000 = \$1\,000$	Виграш: 0.50 ¢/за фунт, \$500	– 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 – догори до ф'ючерсної ціни.

Приклад 19.12.

Власник млина купує 10 листопада 2 березневих ф'ючерси на кукурудзу. Ф'ючерсна ціна становить 300 ¢/за бушель, спотова – 280, базис – 20 ¢/за бушель. Максимальний базис до березневого ф'ючерса може перевищувати спот на 15 ¢/за бушель, що дорівнює витратам на зберігання з грудня до березня.

До 10 грудня спотова ціна зростає від 280 до 290 ¢/за бушель, і найбільше, на що може зрости березневий ф'ючерс – це 305 ¢/за бушель. Купівельний базис становив 10 ¢/за бушель, продажний – 15 ¢/за бушель, що виявляє втрати в розмірі 5 ¢/за 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 випадку при застосуванні хеджу втрати менші, ніж без нього.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
10 листопада, продаж 10 000 бушелів кукурудзи по 280 ¢/за бушель	10 листопада, купівля 2 березневих ф'ючерсних контрактів по 300 ¢/за бушель	10 листопада, – 20 пунктів до березня
10 грудня, купівля 10 000 бушелів кукурудзи по 290 ¢/за бушель	10 грудня, продаж 2 березневих ф'ючерсних контрактів по 305 ¢/за бушель	10 грудня, – 5 пунктів до березня
Втрати: 10 ¢/за бушель, \$1 000	Виграш: 5 ¢/за бушель, \$500	
Результат: \$500 – \$1000 = – \$500 (плюс комісійні)		

При очікуванні тенденції до зниження цін мельник купує березневий ф'ючерс по 300 ¢/за бушель і продає його за форвардом по 290 ¢/за бушель. Ф'ючерсна ціна має зменшитися суттєвіше, ніж спотова, оскільки з плином часу зменшуються затрати на зберігання. Спотова ціна до 10 грудня знижується до 280 ¢/за бушель, ф'ючерсна ціна, знизившись на 15 ¢/за бушель, дорівнює 285 ¢/за бушель.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
10 листопада, продаж 10 000 бушелів кукурудзи по 290 ¢/за бушель	10 листопада, купівля 2 березневих ф'ючерсних контрактів по 300 ¢/за бушель	10 листопада, – 20 пунктів до березня
10 грудня, купівля 10 000 бушелів кукурудзи по 280 ¢/за бушель	10 грудня, продаж 2 березневих ф'ючерсних контрактів по 285 ¢/за бушель	10 грудня, – 15 пунктів до березня
Виграш: 10 ¢/за бушель, \$1 000	Втрати: 15 ¢/за бушель, \$1500	
Результат: \$1000 – \$1500 = – \$500 (плюс комісійні)		

Хоча хеджування купівлею на нормальному ринку захищає від зростання цін, однак забезпечити повний захист надзвичайно важко через неможливість точного прогнозу зміни базису або тенденцій 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 падають повільніше, ніж ф'ючерсні.

Приклад 19.13.

Торговець купує 20 листопада 5 лютневих ф'ючерсних контрактів на золото по 390 \$/за трійську унцію, як хедж проти продажу форварду на 500 тр. унцій на реальному ринку по 380 \$/за трійську унцію. При хеджуванні він використовує базис 10 \$/за трійську унцію проти лютневого ф'ючерсу. Найбільше, на що він може розраховувати, це 20 \$/за трійську унцію (витрати на зберігання від листопада до лютого) як базис до лютневого ф'ючерсу. 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 \$/за тр. унцію, на ф'ючерсному – 15 \$/за тр. унцію прибутку. Хоча спотова ціна зросла із 380 до 390 \$/за тр. унцію, ф'ючерсна за той же час – від 390 до 405, що й дало можливість отримати 5 \$/за тр. унцію прибутку.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
20 листопада, продаж 500 тр. унцій золота по 380 \$/за тр. унцію	20 листопада, купівля 5 лютневих ф'ючерсних контрактів по 390 \$/за тр. унцію	20 листопада, – 10 пунктів до лютого
20 грудня, купівля 500 тр. унцій по 390 \$/за тр. унцію	20 грудня, продаж 5 лютневих ф'ючерсних контрактів по 405 \$/за тр. унцію	20 грудня, – 15 пунктів до лютого
Втрати: 10 \$/за тр. унцію, або \$5 000	Виграш: 15\$/за тр. унцію, або \$7 500	
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 380 \$/за тр. унцію	20 листопада, купівля 5 лютневих ф'ючерсних контрактів по 390 \$/за тр. унцію	20 листопада, – 10 пунктів до лютого
20 грудня, купівля 500 тр. унцій по 360 \$/за тр. унцію	20 грудня, продаж 5 лютневих ф'ючерсних контрактів по 375 \$/за тр. унцію	20 грудня, – 15 пунктів до лютого
Виграш: 20 \$/за тр. унцію, або \$10 000	Програш: 15\$/за тр. унцію, або \$7 500	
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, але й отримати прибуток.

Приклад 19.14.

Власник елеватора купує овес на реальному ринку, коли він на 10 ¢/за бушель дорожчий, ніж грудневий ф'ючерс, який він продає на Чикаго Борд оф Трейд 1 липня. 1 вересня базис піднявся до 12 ¢/за бушель.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, купівля 5 000 бушелів вівса по 160 ¢/за бушель	1 липня, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 150 ¢/за бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 вересня, продаж 5 000 бушелів вівса по 150 ¢/за бушель	1 вересня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 138 ¢/за бушель	1 вересня, – 12 пунктів до грудня
Втрати: 10 ¢/за бушель, \$500	Виграш: 12 ¢/за бушель, \$600	
Результат: \$600 – \$500 = \$100 (мінус комісійні)		

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 160 ¢/за бушель	1 липня, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 150 ¢/за бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 вересня, продаж 5 000 бушелів вівса по 180 ¢/за бушель	1 вересня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 168 ¢/за бушель	1 вересня, – 12 пунктів до грудня
Виграш: 20 ¢/за бушель, \$1 000	Втрати: 18 ¢/за бушель, \$900	
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 довше буде утримуватися позиція на ф'ючерсному ринку, тим менше шансів має хеджер отримати прибуток; мало того, він може мати суттєві втрати. Це відбувається через тенденцію зближення спотових та ф'ючерсних цін до періоду поставки.

При домінуванні на ринку тенденції 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 ¢/за бушель дорожчий, ніж грудневий ф'ючерс, який він продає на Чикаго Борд оф Трейд 1 липня. 1 вересня базис звужився до 6 ¢/за бушель.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, купівля 5 000 бушелів вівса по 160 ¢/за бушель	1 липня, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 150 ¢/за бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 вересня, продаж 5 000 бушелів вівса по 140 ¢/за бушель	1 вересня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 146 ¢/за бушель	1 вересня, – 6 пунктів до грудня
Втрати: 20 ¢/за бушель, \$1 000	Виграш: 6 ¢/за бушель, \$300	
Результат: \$300 – \$1 000 = – \$700 (плюс комісійні)		

Втрати отримано в результаті того, що реальні ціни знижувалися швидше, ніж ф'ючерсні.

Такі ж результати виникають у ситуації, коли ціни підвищуються на обох ринках, а базис зменшується.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, купівля 5 000 бушелів вівса по 160 ¢/за бушель	1 липня, продаж 1 грудне- вого ф'ючерсного контракту по 150 ¢/за бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 вересня, продаж 5 000 бушелів вівса по 180 ¢/за бушель	1 вересня, купівля 1 грудне- вого ф'ючерсного контракту по 172 ¢/за бушель	1 вересня, – 6 пунктів до грудня
Виграш: 20 ¢/за бушель, \$1000	Втрати: 22 ¢/за бушель, \$1100	
Результат: \$1000 – \$1100 = – \$100 (плюс комісійні)		

У даному випадку хеджер не лише втратив прибутки – 20 ¢/за бушель на реальному ринку, – але 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 160 ¢/за бушель і купує грудневий ф'ючерс по 150 ¢/за бушель. Базис становить 10 ¢/за 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 ¢/за 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.

Продовження прикладу 19.16.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, продаж 5 000 бушелів вівса по 160 ¢/за бушель	1 липня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 150 ¢/за бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 листопада, купівля 5 000 бушелів вівса по 180 ¢/за бушель	1 листопада, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 180 ¢/за бушель	1 листопада, – 0
Втрати: 20 ¢/за бушель, \$1000	Виграш: 30 ¢/за бушель, \$1500	
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 160 ¢/за бушель	1 липня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 150 ¢/за бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 листопада, купівля 5 000 бушелів вівса по 140 ¢/за бушель	1 листопада, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 140 ¢/за бушель	1 листопада, – 0
Виграш: 20 ¢/за бушель, \$1000	Програш: 10 ¢/за бушель, \$500	
Результат: $\$1000 - \$500 = + \$500$ (мінус комісійні)		

Хеджування купівлею на інвертному ринку з подальшим розширенням базису виявляється прибутковим протягом короткого періоду часу і при розширенні базису може бути недостатнім для відшкодування збитків.

Приклад 19.17.

1 липня власник елеватора продає форвард на овес з фіксованою ціною 160 ¢/за бушель з поставкою всередині грудня і купує як хедж грудневий ф'ючерс по 150 ¢/за бушель при базисі 10 ¢/за бушель. Якщо базис зростає до 12 ¢/за бушель, він купить реальний товар і ліквідує хеджеву позицію з втратами 2 ¢/за бушель, оскільки реальна ціна зросла на 20 ¢/за бушель, а ф'ючерсна лише на 18 ¢/за бушель.

Спотовий ринок	Ф'ючерсний ринок	Базис
1 липня, продаж 5 000 бушелів вівса по 160 ¢/за бушель	1 липня, купівля 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 150 ¢/за бушель	1 липня, – 10 пунктів до грудня
1 листопада, купівля 5 000 бушелів вівса по 180 ¢/за бушель	1 листопада, продаж 1 грудневого ф'ючерсного контракту по 168 ¢/за бушель	1 листопада, – 12 пунктів до грудня
Втрати: 20 ¢/за бушель, \$1000	Виграш: 18 ¢/за бушель, \$900	
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, на який орієнтувався хеджер при укладанні ф'ючерсного контракту. В такому випадку 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 ¢/за 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 20 \$/за барель і продає червневий контракт по 20,5 \$/за барель. Липнева поставка в цей час котирується 21,0 \$/за барель. Хоча червневий контракт з премією до повної ціни поставки становить 0,5 \$/за барель, повна ціна між червневим і липневим контрактом також становить 0,5 \$/за барель.

Продовження прикладу 19.19.

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 \$/за 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 даної операції. Коротко нагадаємо 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 звітнього балансу або оперативного обліку не мають необхідних джерел відшкодування. Разом з даною оцінкою прогнозуються відсоткові ставки (валютні курси), у т.ч. ймовірність 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 ймовірності 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 розв'язують проблеми, то треба звернутися до ф'ючерсного ринку, порівнявши при цьому розмір грошового ризику з витратами на хеджування на даному 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 цінних 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 складають значну суму, що вилучається на тривалий час 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 цінних 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 ж або обернену операцію на ф'ючерсному ринку. Після отримання реального товару на ф'ючерсному ринку вони купують 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 ризики 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, він нижчий на 25-30%, ніж для спекулянтів. На хеджерів поширюється пільговий податковий режим. Кредитуються вони на вигідніших умовах. На ф'ючерсних ринках до хеджерів не застосовується обмеження щодо кількості відкритих позицій, а для спекулянтів вона 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. Дайте класифікацію операцій хеджування.
4. Що таке базис?
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?



Посилання і рекомендована література

1. Долан Э. Дж., Линдсей Д. Рынок: микроэкономическая модель /Пер. с англ. В. Лукасевича и др.; Под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукасевича. –СПб., 1992. –С.325.
2. Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навчальний посібник. –К.: КНЕУ, 1998. –108с.
3. Примостка Л.О. Операції хеджування на строкових фінансових ринках //Банківська справа. –1999. –№1(25). –С.40-44.

4. Луцишин З.О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки. –Тернопіль: Збруч. –С.333.
5. Кашпір Р., Матвієнко П. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків //Банківська справа. –1998. –№2(20). –С.50-55; –№3(21). –С.2-16.
6. Ковни Ш., Такки К. Стратегії хеджирования. –М.: ИНФРА-М, 1996. –С.9,14.
7. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. –М.: ИНФРА-М, 1996. –С.5.



Тести для перевірки знань до розділу 19

1. Хеджери – це:

- | | |
|---|--|
| <i>а) особи, що володіють або планують володіти реальними товарами, які намагаються захистити від небажаних змін цін;</i> | <i>в) особи, що нейтралізують вплив різних факторів на ціну;</i> |
| <i>б) особи, що беруть на себе цінний ризик;</i> | <i>г) особи, що продають або купують біржові контракти з метою отримання вигоди.</i> |

2. Хеджування – це:

- | | |
|--|--|
| <i>а) процес страхування цінкових ризиків за допомогою строкових контрактів;</i> | <i>в) страхування від підприємницьких ризиків;</i> |
| <i>б) страхування майна;</i> | <i>г) страхування кредитів.</i> |

3. Хеджування можливе шляхом укладання:

- | | |
|----------------------------------|---|
| <i>а) форвардних контрактів;</i> | <i>в) спотових контрактів;</i> |
| <i>б) ф'ючерсних контрактів;</i> | <i>г) форвардних, ф'ючерсних, опціонних контрактів та свопів.</i> |

4. Для визначення можливих меж коливання цін використовують:

- | | |
|-----------------------------------|--|
| <i>а) фундаментальний аналіз;</i> | <i>в) статистичний аналіз;</i> |
| <i>б) технічний аналіз;</i> | <i>г) всі зазначені вище види аналізу.</i> |

5. Хеджування буває:

- | | |
|------------------------------|-------------------------|
| <i>а) повним і неповним;</i> | <i>в) рутинним;</i> |
| <i>б) випереджуючим;</i> | <i>г) обов'язковим.</i> |

6. Хеджування поділяється на:

- | | |
|---|---|
| <i>а) селективне, випереджувальне і арбітражне;</i> | <i>в) звичайне і селективне;</i> |
| <i>б) ідеальне і сезонне;</i> | <i>г) звичайне, селективне, випереджувальне і арбітражне.</i> |

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 коефіцієнту 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) падіння цін;
- б) стабілізація цін;
- в) зростання цін;
- г) невизначена ситуація на ринку.

10. Хеджування продажем використовується тоді, коли в майбутньому очікується:

- а) падіння 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 вище перерахованих 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.

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 170 ¢/за бушель і купує грудневий ф'ючерс по 160 ¢/за бушель. Базис становить 10 ¢/за бушель до грудня. Оскільки базис не 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 180 ¢/за 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 290 ¢/за бушель. Фермер планує отримати урожай 50 000 бушелів. Собівартість зерна уже відома – 240 ¢/за 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 мати збитки. На момент збирання врожаю, 15 вересня, спотова ціна становила 280 ¢/за бушель, ф'ючерсна – 270 ¢/за бушель.

Необхідно здійснити хеджеву операцію та **визначити** результати.

E**Ключові слова, нові терміни**

- *хеджування;*
- *види хеджування;*
- *класифікація хеджу;*
- *коефіцієнт хеджування;*
- *базис;*
- *хеджування купівлею;*
- *хеджування продажем.*

Розділ 20

2 00 23 4
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
8 75 22 0
3 5 1 097
9764 57 4
989 87 09
87 84 24 5 12
67 56
00 76 432
67 8899
65 07 54 7
780 09 95
840 68
897 93 55
590 56 774
980 0
8765
8
546
9

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

A**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 всі роки економічних реформ в Україні запрацював, хоча і недосконалий, але визнаний механізм творення центральної ринкової ціни на сільськогосподарську сировину, в основному на зерно. Вперше всі 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, здатні виконувати макроекономічні функції, зокрема ціноутворюючу, інформаційну та, згодом, хеджеву. Цей процес розвивався швидкими темпами ще й тому, що Національному банку та урядовим структурам вдалося подолати антиринкові настрої, що в свою чергу дозволило застосувати біржовий механізм формування ринкових цін на сировину, цінні папери, валюту. Але через три роки, на початку 1998 р., урядовці повністю втратили цікавість до біржових структур.

Українська міжбанківська валютна біржа (Ukrainian Interbank Currency Exchange) була заснована 21 липня 1993 р. Засновниками біржі стали 40 найпотужніших комерційних банків України. Міжбанківська валютна біржа до 2000 р. давала реальний валютний спотовий курс, яким користувалися всі суб'єкти економічної діяльності¹. Національний банк через валютні інтервенції мав змогу активно впливати на його динаміку.

За час, що минув після першого видання підручника на цій біржі відбулися суттєві зміни, зокрема нарешті розпочалася торгівля ф'ючерсними контрактами. На сьогоднішній день УМВБ відіграє першорядну роль у розвитку біржового ринку в країні. Протягом усього періоду свого розвитку, УМВБ була ключовим 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.

¹ Правила випуску та обігу валютних деривативів. Затверджено Постановою Правління НБУ від 07.07.1997 р. №216.

Правила проведення торгів у секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі. Затверджені 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. –11с.

На сьогоднішньому етапі ЗАТ “УМВБ” проводить торги по таким інструментам: у товарному сегменті – енергоресурси (нафта, газовий конденсат, стабільний газовий бензин); у фондовому сегменті – акціями підприємств, що приватизуються. В листопаді 2003 року 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 року, у зв'язку з вимогами законодавства, оптова торгівля банківськими металами (золото, срібло, платина, паладій) переведена на майданчик дочірньої структури ЗАТ “УМВБ” – Універсальної товарної біржі “Контрактовий дім УМВБ”, що була зареєстрована 26 грудня 2001 р. На даний час УТБ “Контрактовий дім УМВБ” виступає в якості єдиного організатора оптової торгівлі банківськими металами в Україні. На нинішньому етапі товарна біржа приступила до організації біржового ринку товарних ресурсів.

Саме за рекомендацією Національного банку брокери цієї біржі навесні 1995 р. були учасниками аукціону Міністерства сільськогосподарства з купівлі та продажу сільськогосподарського врожаю 1994 р., де використано Правила торгівлі Міжбанківської валютної біржі, біржове обладнання. Перші аукціони не дали 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 вже на аукціоні постала проблема залучення до торгів фахівців: продавців та покупців, тих, хто має досвід роботи на позабіржових ринках сільгосп-сировини, 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 розвиненого ринку свідчить, що торговельні посередники відіграють неабияку 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, паливно-мастильні матеріали, метали, акції певних акціонерних підприємств, державні облігації, 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, в т.ч. й Украгропромбіржі, брокери укладають угоди в основному 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, відповідна комісія Верховної Ради прийняли рішення про 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.

На Українській міжбанківській валютній біржі створена секція строкового ринку де торгуються спотові та ф'ючерсні та опціонні контракти на валюту, цінні папери підприємств та товари. Приклади спотових та ф'ючерсних контрактів подано у додатках 20.1, 20.2 і 20.3².

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 від 3.04.1996 р. №103/44/62³.

Спотовий та форвардний ринок сільськогосподарської сировини в Україні знаходиться в процесі становлення. До такого висновку дійшли не лише дослідники сільськогосподарського ринку, але й зарубіжні консультативні фірми, в т.ч. американська фірма "Кемонікс Інтернешнл", яка працювала в Україні над проектом "Українська аграрна товарна

² www.uice.com.ua

³ Правила біржової торгівлі затверджені наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України від 3.04.1996 р. №103/44/62.

біржа” при фінансовій підтримці Агентства Сполучених Штатів з міжнародного розвитку з 1996 р. Підтвердженням вищесказаного 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 використовували цей механізм і експортери українського зерна, які могли би здійснювати ці операції на міжнародних ф'ючерсних біржах. Починаючи з 2004 р. на товарних біржах, зокрема Аграрній активно торгуються форвардні контракти. У таблиці 20.1 показано результати торгів форвардними контрактами на зерно та соняшникову олію за 24.05.2006 р.⁴

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 ринку. За період з 2002 р. в Україні з'явилися не лише потужні зернові та інші товарні трейдери, які об'єднуються у відповідні асоціації, ставлять перед законодавцями завдання щодо гармонізації стандартів на товари у відповідності до європейських, що дає можливість в майбутньому конкурувати 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, Українська міжбанківська валютна біржі), проводять у пресі навчання з питань ф'ючерсної торгівлі.

⁴ www.uame.com.ua

Таблиця 20.1.

Інформація про результати торгів на УАБ

24.05.2006

Вид торгової сесії Базис поставки Назва товару	Питома вага, %	К-ть заявок	Обсяг, тон	Вартість*, гривень	Ціна за тону, гривень		Середня ціна, USD
					мін.	макс. сер.	
Експортні контракти							
Форвард	100,00						
СРТ	0,98						
Пшениця м'яка для експ. для корм. потреб		1	100,00	55 550,00	555,50	555,50	110,00
Всього:		1		55 550,00	Середня вартість однієї заявки: 55 550,00		
DAF	9,11						
Насіння соняшнику некласне		1	200,00	518 776,00	2 593,88	2 593,88	513,64
Всього:		1		518 776,00	Середня вартість заявки: 518 776,00		
FOB	89,92						
Олія соняшникова		1	2 000,00	5 120 700,00	2 560,35	2 560,35	507,00
Всього:		1		5 120 700,00	Середня вартість однієї заявки: 518 776,00		
Всього:		3		5 695 026,00	Середня вартість однієї заявки: 1 898 342,00		
Всього:		3		5 695 026,00	Середня вартість однієї заявки: 1 898 342,00		

Офіційний курс USD на 24.05.2006

1\$ = 5.05 грн.

* Всі ціни не включають ПДВ.

Настав час саме ф'ючерсну торгівлю впроваджувати сьогодні на сировинному ринку України. Аргументи за – невисокі депозитні внески, висока ліквідність, можливість страхових операцій, – дозволяють працювати на біржі широкому загалу торговців і фінансистів.

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 стане організація самостійної розрахункової (клірингової) установи для внесення депозитів, підтримуючої маржі, забезпечення ліквідності біржових угод, що може обслуговувати не лише аграрні ф'ючерсні біржі, але й фондові.

§ 20.2.

Шляхи становлення ф'ючерсних ринків в Україні

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 просто не потрібна. Необхідно вже сприймати за належне той факт,

що біржа служить не для постачання товарів, цю функцію виконує будь-який торговельний 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 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.

Головними проблемами, які потрібно розв'язати 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 з ф'ючерсної торгівлі 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 там відділ для роботи не тільки з фондовими, але 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, 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 розробляти вимоги щодо стандартизованих ф'ючерсних контрактів за кількістю відкритих позицій покупців та продавців. Це мають бути пільгові вимоги для брокерів, які виконують хеджеві функції для своїх клієнтів і, водночас, обмеження щодо позицій спекулянтів.

Біржі, що впроваджуватимуть торгівлю ф'ючерсними контрактами, повинні виробити контракти зі стандартними термінами поставок та місцями доставки товарів під ф'ючерсний контракт. Місце доставки, сертифіковані склади, холодильники, елеватори розташовуються у тому ж місті, де й біржа або в найближчому від неї порту чи транспортному вузлі.

Комісії повинні вимагати підписання учасниками ф'ючерсної торгівлі повідомлень про ризик та про відкриття хеджевих (страхових) рахунків.

Доцільно визначити перелік товарів, що обертаються на світових ф'ючерсних біржах, оскільки вони є сировинними і більшість з них досить актуальні для України. Це, як уже підкреслювалося, зернові культури, жива худоба, цукор, спирт, паливно-мастильні матеріали, лісові продукти, метали. Стандартні сорти, марки, які є найбільш актуальними для України, вироблення шкали скидок та 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 продукцією”⁵.

У податковому законодавстві необхідно відобразити зміни щодо трактування прибутків від хеджевих та спекулятивних біржових операцій.

⁵ Правила біржової торгівлі, затверджені наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України від 3.04.1996 р. №103/44/62.

Доцільно запозичити досвід західних країн щодо пілг 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 ефективно. 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 формах). Створення розрахункових центрів для розрахунків за біржовими контрактами стримує як відсутність фахівців, так і законодавчого забезпечення.

При створенні Української аграрної біржі, яка неодноразово згадувалася вище, за сприяння урядових структур на рівні Кабінету Міністрів ця проблема була основною, однак вона не розв'язана й досі. Більше того, ще у 1995 р. нами підкреслювалося, що Постанова Кабінету Міністрів у листопаді 1995 р. ухвалила неправильне рішення, а саме: цей документ функції розрахункового центру Української аграрної біржі поклав на банк "Україна". Аналогічно, роль розрахункового центру Придніпровської товарної біржі виконував "Приватбанк". Сумна доля 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 та 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.

Розв'язувати 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, в 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 найновішу 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 розв'язати 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 ж правами, як у банків для розрахунків, але тільки за біржовими операціями.

Ці палати зобов'язані крім самих розрахунків, реєструвати угоди, приймати завдатки від контрагентів, визначені Правилами біржової торгівлі. Тільки така організація спотового ринку сировини та валюти, як бази 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 ХХІ-му 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 у свій час в якості розрахункового центру за цією біржею банку "Україна" зробило неможливим впровадження на ній ф'ючерсної та опціонної торгівлі (тай сам банк збанкрутував). Це підтверджує той факт, що біржа реального товару не має майбутнього навіть при підтримці урядових структур.

Вже згадувався сумний 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.

Як бачимо, розрахунки (кліринг) за строковими контрактами – це основа цього ринку. Для його нормального функціонування в Україні необхідно, передусім Національному банку України, Міністерству фінансів, Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку не лише внести зміни у біржове та банківське законодавство, але й виробити положення про розрахунково-клірингові центри всіх бірж і міжбанківської валютної в тому числі, 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 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.

Міжбанківська валютна біржа крім інтенсивного впровадження саме ф'ючерсних контрактів на валюту переходить до торгівлі державними короткостроковими облігаціями, акціями, ф'ючерсами та опціонами.

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 облігації внутрішньої та зовнішньої позик, відсоткову ставку розміщення банківських кредитів та на окремі ліквідні акції, як РАО ЄС.

У Росії предметом контракту до фінансової кризи 1998 р. був курс державної короткострокової облігації за три та шестимісячними короткостроковими облігаціям 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-денні 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.

Як було вказано вище аналогічні контракти розпочали запроваджувати і в Україні, що додасть стабільності ринкам грошей та державних

облігацій. І головну роль тут 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 CME, EURONEXT•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 найоперативнішої інформації: комп'ютерні мережі, електронну пошту, Інтернет та відомі економічні видання. Тільки так можна сміливо 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 сформуванню в Україні вкрай необхідний ринок похідних фінансових інструментів та вертикально структурувати фінансовий ринок в цілому.

Перші ґрунтовні кроки у цьому напрямі зроблено через прийняття відповідних указів Президентом України та концепцій розвитку товарних біржових ринків⁶. Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку спрямована на вирішення таких завдань:

- формування засад організації функціонування біржового ринку сільськогосподарської продукції;
- удосконалення гуртового ринку сільськогосподарської продукції;

⁶ Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку //Постанова Кабінету Міністрів України від 17 листопада 1995 р. №916.

Концепція розвитку біржового ринку //Постанова Кабінету Міністрів України від 5 серпня 1997 р. №848.

Указ Президента України “Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки” від 3 грудня 1999 р. №1529.

Указ Президента України “Про заходи щодо забезпечення формування та функціонування аграрного ринку” від 6 червня 2000 р. №767.

- відпрацювання методологічної бази підготовки законів і нормативних актів щодо біржової діяльності;
- розробка механізму вдосконалення взаємовідносин між учасниками сільськогосподарського ринку;
- визначення механізму взаємовідносин на біржовому ринку;
- впровадження сучасних технологій біржової торгівлі;
- розробка програм і методик цінового моніторингу.

Указом Президента передбачено систему заходів тривалого і стабільного зміцнення аграрної економіки, формування аграрного ринку, зокрема його біржового сегменту.



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 та урядовим структурам вдалося подолати антиринкові настрої, що, в свою чергу, дозволило застосувати біржовий механізм формування ринкових цін на сировину, цінні папери, валюту. Але через три роки, на початку 1998 р., урядовці повністю втратили інтерес до біржових структур.

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 просто 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 розв'язати 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 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 там відділ для роботи не тільки з фондовими, але 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, 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, Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку не лише внести зміни у біржове та банківське законодавство, але 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 цінних 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.



Посилання і рекомендована література

1. Правила випуску та обігу валютних деривативів. Затверджено Постановою Правління НБУ від 07.07.1997 р. №216.
2. Правила проведення торгів у секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі. Затверджені 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. –11с.
4. Правила біржової торгівлі затверджені наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України від 3.04.1996 р. №103/44/62.
5. Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку //Постанова Кабінету Міністрів України від 17 листопада 1995 р. №916.
6. Концепція розвитку біржового ринку //Постанова Кабінету Міністрів України від 5 серпня 1997 р. № 848.
7. Указ Президента України “Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки” від 3 грудня 1999 р. №1529.
8. Указ Президента України “Про заходи щодо забезпечення формування та функціонування аграрного ринку” від 6 червня 2000 р. №767.
9. www.uame.com.ua
10. www.uice.com.ua



Тести для перевірки знань до розділу 20

1. В Україні почали створюватися умови для організації торгівлі класичним біржовим товаром у:

а) 1992 р.;	в) 1991 р.;
б) 1995 р.;	г) 2001 р.
2. Вперше в Україні неемісійні методи ціноутворення на зернові культури було використано у:

а) 1992 р.;	в) 1991 р.;
б) 1995 р.;	г) 2001 р.

3. За сприяння уряду в Україні у 1995 році було створено:
- а) Українську аграрну біржу;
 - б) Укразропромбіржу;
 - 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. 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:

- | | |
|---------------------------------|--|
| <i>а) у столиці;</i> | <i>в) у транспортних вузлах;</i> |
| <i>б) у фінансових центрах;</i> | <i>г) у портах та транспортних вузлах.</i> |

13. Визначати маржі і сорти для ф'ючерсних контрактів повинні:

- | | |
|----------------------------|---------------------------------|
| <i>а) біржовики;</i> | <i>в) НБУ;</i> |
| <i>б) урядова комісія;</i> | <i>г) всі названі учасники.</i> |

14. Основними джерелами біржової інформації в Україні є:

- | | |
|---|-----------------------------|
| <i>а) Інтернет;</i> | <i>в) біржі;</i> |
| <i>б) Міністерство сільського господарства;</i> | <i>г) економічна преса.</i> |

15. При створенні УАБ була допущена така помилка:

- | | |
|--|--|
| <i>а) не було створено типових контрактів;</i> | <i>в) доручили кліринг банку "Україна";</i> |
| <i>б) не обладнали біржову залу;</i> | <i>г) не залучили широкий загал торгівців.</i> |



КЛЮЧОВІ СЛОВА, НОВІ ТЕРМІНИ

- **державна політика;**
- **біржове будівництво;**
- **ф'ючерсний товарний ринок;**
- **ф'ючерсний фінансовий ринок.**

Додаток 20.1.

БІРЖОВИЙ КОНТРАКТ № _____

м.Київ

« _____ » _____ 200 р.

_____ (далі – Продавець), в особі _____, який діє на підставі _____, з однієї сторони, _____ (далі – Покупець), в особі _____, який діє на підставі _____, з другої сторони та

Універсальна товарна біржа «Контрактовий дім УМВБ», в особі Виконавчого директора Рудіченко Олександра Юрьовича, який діє на підставі Статуту, з третьої сторони, що спільно іменуються в подальшому Сторони, відповідно до Правил та Положень Універсальної товарної біржі «Контрактовий дім УМВБ» (надалі – Біржа), уклали цей контракт про наступне:

1. Предмет контракту

1.1. Відповідно до цього контракту Продавець зобов'язується передати у власність Покупця, а Покупець прийняти: _____ (надалі – Товар) у кількості _____ та оплатити його в порядку та на умовах, що визначаються цим контрактом. Біржа зобов'язується повернути заставні кошти Продавцю за вирахуванням комісійної винагороди Біржі.

2. Якість товару

2.1. Якість Товару повинна відповідати якості, вказаній в пропозиції Продавця, а також технічним умовам (ТУ) і державним стандартам (ГОСТ, ДСТУ), діючим на території України, а саме _____.

2.2. Якість Товару повинна підтверджуватися паспортом (сертифікатом) якості заводу _____ – виробника Товару.

3. Загальна вартість Товару

3.1. Вартість Товару по даному Біржовому контракту становить _____ грн., крім того, ПДВ складає _____ грн. Загальна сума по Біржовому контракту з урахуванням ПДВ становить _____ грн.

4. Умови поставки Товару

4.1. Терміни щодо умов поставки Товару, які використовуються в цьому Біржовому контракту, слід розуміти у відповідності до міжнародних правил по тлумаченню термінів "Інкотермс" в редакції 1990 р. в частині, що не суперечить даному Біржовому контракту, Правилам та положенням Біржі.

4.2. Поставка Товару здійснюється Продавцем на умовах EXW франко-завод шляхом надання відповідних обсягів Товару (згідно п.1.2.) у розпорядження Покупця на _____ (далі Уповноважений склад)

та складання акту приймання-передачі Товару, який підписується Продавцем, Уповноваженим складом та Покупцем. При цьому, Покупець ставить свій підпис останнім за умови належного (згідно до вимог цього Біржового контракту) виконання Продавцем всіх умов поставки та відповідності наданого Продавцем Товару вимогам п.п. 1.2., 2.1. та 2.2. Акт приймання-передачі складається в чотирьох примірниках по одному для Біржі, Продавця, Покупця та Уповноваженого складу.

4.3. Продавець здійснює поставку Товару протягом одного робочого дня після отримання ним листа-повідомлення Біржі про надходження коштів від Покупця у відповідності з вимогами п. 6.2.1.

4.4. До моменту підписання акту приймання-передачі Товару Покупець самостійно врегулює свої відносини з Уповноваженим складом щодо зберігання Товару шляхом укладення відповідного договору на зберігання.

5. Умови приймання Товару

5.1. Товар вважається прийнятим, а поставка Товару виконаною в разі підписання Покупцем акту приймання-передачі Товару.

5.2. Приймання Товару по кількості і якості на вимогу Покупця може здійснюватися шляхом проведення незалежної експертизи зі складанням відповідних актів про відбір проб та акту експертизи.

5.3. Покупець проводить приймання Товару по кількості і якості з урахуванням _____, інструкції, положення або інші нормативні документи, що регулюють порядок приймання такого Товару а також відповідно до умов цього Біржового контракту.

5.4. Покупець має право пред'явити претензії по кількості та/або якості поставленого Товару тільки за умови проведення незалежної експертизи та наявності відповідних актів.

6. Обов'язки сторін

6.1. Продавець зобов'язаний:

- 6.1.1. Протягом 1 (одного) дня після отримання листа-повідомлення Біржі про надходження належної суми коштів від Покупця у відповідності з вимогами п. 6.3.1. та за умови належного виконання Покупцем п.п.6.3.4., здійснити поставку Товару Покупцю відповідно до умов Договору та підписати акт приймання-передачі Товару.
- 6.1.2. Нести витрати, викликані перевіркою Товару (наприклад, перевірка якості, вимірювання, зважування, підрахунок), необхідною для поставки Товару в розпорядження Покупця.
- 6.1.3. Протягом 3 (трьох) робочих днів після підписання акту приймання-передачі Товару Покупцем надати один його примірник Біржі.
- 6.1.4. У випадку відмови Покупця від підписання акту приймання-передачі протягом 3 (трьох) робочих днів з цієї дати письмово повідомити про це Біржу.
- 6.1.5. На прохання Покупця – посприяти уповні останньому на його ризик і за його рахунок в одержанні експортної ліцензії або іншого дозволу державних органів, потрібних для вивозу Товару.

6.2. Продавець доручає:

Біржі в наступний за днем торгів робочий день _____ утримати комісійну винагороду з коштів попереднього внеску Продавця в розмірі _____ відсотка від загальної вартості Товару (зазначеної в п.3 цього Біржового контракту), що становить _____ грн. (_____ грн.). Сума попереднього внеску за вирахуванням комісійної винагороди становить _____ грн. (_____ грн.).

6.3. Покупець зобов'язаний:

- 6.3.1. В наступний за днем торгів робочий день _____ перерахувати на рахунок Біржі _____ суму, яка складається з визначеної в п.3 цього Біржового контракту суми, збільшеної на комісійну винагороду за вирахуванням суми попереднього внеску. Всього до сплати _____ грн. (_____ грн.).
- 6.3.2. Протягом 1 (одного) робочого дня з дати надання Продавцем Товару в розпорядження Покупця підписати акт приймання-передачі Товару.
- 6.3.3. Нести всі витрати по передвідвантажувальній перевірці (включаючи перевірку, яку вимагає влада країни експорту).
- 6.3.4. Врегулювати свої взаємовідносини з Уповноваженим складом щодо зберігання Товару шляхом укладення відповідного договору на зберігання.
- 6.3.5. У випадку відмови Продавця від підписання акту приймання-передачі, протягом 2 (двох) робочих днів письмово повідомити про це Біржу.
- 6.3.6. Одержати на свій ризик і за свій рахунок будь-яку експортну та імпорتنу ліцензію або дозвіл державних органів і виконати всі митні формальності по вивозу й ввозу Товарів, а в окремому випадку – для транзитного перевезення через треті країни.

6.4. Покупець доручає:

Біржі утримати комісійну винагороду з суми попереднього внеску Покупця. Комісійна винагорода Біржі в розмірі _____ відсотка від загальної вартості Товару, зазначеної в п.3 цього Біржового контракту становить _____ грн. (_____ грн.). Сума попереднього внеску за вирахуванням комісійної винагороди Біржі становить _____ грн. (_____ грн.).

6.5. Біржа зобов'язана:

- 6.5.1. Після надходження на рахунок Біржі суми коштів від Покупця у відповідності з вимогами п.6.3.1., повідомити про це Продавця шляхом надання листа-повідомлення.
- 6.5.2. Перерахувати Продавцю його попередній внесок за вирахуванням комісійної винагороди Біржі та суму коштів, яку Біржа отримала від Покупця в якості оплати за придбаний Товар, протягом 1 (одного) робочого дня після отримання від Продавця акту приймання-передачі Товару, підписаного Продавцем, Уповноваженим складом та Покупцем, згідно з п.6.1.3. цього Біржового контракту.

7. Порядок розрахунків.

- 7.1. Покупець проводить оплату Товару по цьому Біржовому контракту шляхом перерахування грошових коштів на поточний рахунок Біржі відповідно до п.6.3.1. цього Біржового контракту.
- 7.2. Після отримання акту приймання-передачі Товару Біржа перераховує Продавцю його попередній внесок за вирахуванням комісійної винагороди Біржі та здійснює оплату відповідно до п.6.4. цього Біржового контракту.

8. Відповідальність сторін.

- 8.1. У випадку несвоечасного та/або не в повному обсязі перерахування Покупцем на рахунок Біржі суми коштів згідно з вимогами п.6.3.1. цього Біржового контракту, Біржа анулює угоду, про що повідомляє Покупця та Продавця шляхом надання листів-повідомлень. Після цього Біржа утримує на свою користь в якості штрафу 20% попереднього внеску Покупця (за вирахуванням комісійної

винагороди Біржі) та протягом одного робочого дня перераховує Продавцеві його попередній внесок в повному обсязі та 80% попереднього внеску Покупця (за вирахуванням комісійної винагороди Біржі) в якості штрафу за неналежне виконання Покупцем взятих на себе зобов'язань.

8.2. У випадку неналежного виконання поставки згідно умов цього Біржового контракту або порушення строків поставки Товару з вини Продавця, Біржа анулює угоду, про що повідомляє Покупця та Продавця шляхом надання листів-повідомлень. Після цього Біржа утримує на свою користь в якості штрафу 20% попереднього внеску Продавця (за вирахуванням комісійної винагороди Біржі) та протягом одного робочого дня перераховує Покупцеві його попередній внесок в повному обсязі, кошти, отримані від нього в якості оплати за придбаний Товар та 80% попереднього внеску Продавця (за вирахуванням комісійної винагороди Біржі) в якості штрафу за неналежне виконання Продавцем взятих на себе зобов'язань.

8.3. У разі загрози виникнення випадків зазначених в п. 8.1. та п.8.2., винна сторона має право звернутись до контрагента з метою узгодити нові умови виконання Біржового контракту. У разі, якщо Покупець та Продавець дійшли згоди, вони підписують та надають для підписання на Біржу додаткову угоду, яка стає невід'ємною частиною цього Біржового контракту після її підписання Біржею.

8.4. У випадку прострочення Біржею строків перерахування Продавцю коштів, які вона повинна здійснити відповідно до вимог п.п.6.3.1., та 8.1. цього Договору, Біржа сплачує Продавцю пеню в розмірі 0,1 % від неперерахованої суми за кожний день прострочки, але не більше подвійної облікової ставки Національного банку України (що діяла в період за який сплачується пеня). Оплата пені не звільняє Біржу від виконання зобов'язань за цим Біржовим контрактом.

8.5. У випадку прострочення Біржею строків перерахування Покупцю коштів, які вона повинна здійснити відповідно до вимог п.8.2. цього Біржового контракту, Біржа сплачує Покупцю пеню в розмірі 0,1 % від неперерахованої суми за кожний день прострочки, але не більше подвійної облікової ставки Національного банку України (що діяла в період за який сплачується пеня). Оплата пені не звільняє Біржу від виконання зобов'язань за цим Біржовим контрактом.

9. Форс-мажор.

9.1. Сторони звільняються від відповідальності за часткове або повне невиконання зобов'язань по даному контракту, якщо це невиконання є наслідком форс-мажорних обставин.

9.2. Під форс-мажорними обставинами розуміють обставини, які виникли після підписання контракту внаслідок непередбачених Сторонами подій надзвичайного характеру, включаючи пожежі, землетруси, оповзлі, інші стихійні лиха, вибухи, війни або військові дії. Строк виконання зобов'язань відкладається відповідно до часу, протягом якого будуть діяти такі обставини.

9.3. Про настання таких обставин Сторона, для якої вони наступили, повинна негайно повідомити іншу Сторону в письмовому вигляді. У разі невиконання вимоги щодо повідомлення, Сторона, що не виконує свої зобов'язання, позбавляється права посилатися на такі обставини.

9.4. Наявність форс-мажорних обставин повинна бути підтверджена довідкою Торгово-промислової палати України.

10. Вирішення спорів.

10.1. Всі спірні питання, що виникають між Покупцем, Продавцем та Біржею за цим Біржовим контрактом, вирішуються ними шляхом переговорів. У випадку, якщо Сторони не досягли взаємної згоди, ці спірні питання розглядаються у відповідності з чинним законодавством України.

11. Термін дії контракту і інші умови.

11.1. Контракт діє до повного виконання Сторонами своїх зобов'язань.

11.2. Контракт та його зміст носять конфіденційний характер і не підлягають розголошенню або використанню Сторонами без згоди іншої Сторони.

11.3. Взаємовідносини Сторін, не передбачені контрактом, регулюються чинним законодавством України.

11.4. Контракт складений українською мовою в трьох примірниках (по примірнику для кожної із Сторін Договору), які мають однакову юридичну чинність.

12. Реквізити Сторін:

Продавець

Покупець

Біржа

Підписи сторін:

Продавець

Покупець

Біржа

М.П.

М.П.

М.П.

Додаток 20.2.

**ДОГОВІР № _____
купівлі-продажу нафти**

м.Київ

« _____ » _____ 200 р.

ВАТ "Укрнафта" (надалі – Продавець), в особі Першого заступника Голови правління з економіки та фінансів Зіневича Володимира Олеговича, який діє на підставі Доручення № юр962 від 05.12.2002 р., з однієї сторони, _____ (надалі – Покупець), в особі _____, який діє на підставі _____, з іншої сторони, і **ЗАТ "Українська міжбанківська валютна біржа"**, (надалі Біржа), в особі Голови Ради директорів Андронова Олега Борисовича, який діє на підставі Статуту, з третьої сторони, разом іменовані Сторони, керуючись Положенням про організацію та проведення аукціонів з продажу нафти, газового конденсату, скрапленого газу та вугілля, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 04.04.2000 р. № 599 та на підставі аукціонного свідоцтва № _____ від « _____ » _____ 200_ р., згідно з яким Покупець, визначений переможцем аукціону № _____ від « _____ » _____ 200_ р., уклали цей Договір про наступне:

1. Предмет договору.

- 1.1. На аукціоні № _____ з продажу нафти, що відбувся « _____ » _____ 200_ р. за результатами проведення торгів Покупець купує у Продавця нафту власного видобутку (надалі – нафта).
- 1.2. Покупець зобов'язується оплатити та прийняти нафту на умовах цього Договору, а Продавець зобов'язується передати Покупцю нафту відповідно до графіка поставки, вказаного в Додатку 1 до цього Договору, загальною кількістю _____ тонн.
- 1.3. Якість нафти повинна відповідати ГОСТ 9965-76 .

2. Загальна вартість нафти.

- 2.1. Вартість нафти по даному Договору становить _____ грн., крім того ПДВ _____ грн. Загальна сума Договору з урахуванням ПДВ становить _____ грн.
- 2.2. Ціна нафти, що поставляється по даному Договору, визначається за результатами аукціону відповідно до протоколу аукціонних торгів.

3. Умови поставки і приймання нафти:

- 3.1. Продавець здійснює поставку нафти подекадно з _____ в терміни, визначені в Додатку 1 до цього Договору. Умови транспортування нафти Покупцем – _____.
- 3.2. Поставка і передача нафти здійснюється після отримання Продавцем оплати згідно пп. 4.2.2., 4.2.4 та 5.2. цього Договору.
- 3.3. Продавець передає нафту по кількості та якості при транспортуванні трубопроводом на умовах EXW-вузол заміру, при транспортуванні залізничним або автотранспортом на умовах EXW-структурна одиниця ВАТ "Укрнафта" пункт наливу нафти в місцях, зазначених у Додатку 1 до цього Договору, за умови своєчасного подання транспортних засобів у зазначені в Додатку 1 терміни.
- 3.4. В разі транспортування нафти залізничним або автомобільним транспортом Покупець самостійно забезпечує поставку залізничних та автомобільних цистерн. Транспорт Покупець забезпечує рівномірно на протязі декади відповідно до замовлень Продавця. Оплату за транспортування нафти, послуги по наливу та транспортуванню цистерн до пункту наливу проводить Покупець за окремими договорами з транспортними підприємствами чи відповідно до виставлених рахунків Продавця (або структурних одиниць Продавця) у випадку надання таких послуг останнім. Після передачі нафти транспортній організації Продавець не несе відповідальність за кількість та якість переданої транспортній організації нафти.
- 3.5. Продавець має право не поставляти нафту в разі відсутності передоплати за нафту, за її транспортування трубопровідним транспортом, послуги за її налив та транспортування до пункту наливу або несвоєчасного подання залізничних або автомобільних цистерн.

4. Обов'язки сторін**4.1. Продавець зобов'язаний:**

- 4.1.1. Протягом 3-х робочих днів з дати проведення аукціону надати для реєстрації Біржею підписаний Сторонами Договір.
- 4.1.2. Здійснити поставку нафти Покупцю відповідно до графіка поставки в Додатку 1 до цього Договору після отримання Продавцем оплати за нафту відповідно до п. 5.2. цього Договору, та послуг по її транспортуванню.

4.1.3. Протягом 10 (десяти) робочих днів після отримання коштів за нафту, послуги по її наливу та оформлення акту прийому-передачі відповідно до п. 4.2.5., видати Покупцю податковий накладні на суму ПДВ.

4.1.4. Протягом 1 (одного) робочого дня з дати реєстрації цього Договору Біржею надати Біржі листи відповідно до п.4.3.1. цього Договору, а в разі необхідності надати листи Покупцю відповідно до п. 5.1 цього Договору.

4.2. Покупець зобов'язаний:

4.2.1. Сплатити на рахунки Продавця, визначені цим договором (якщо інше не буде встановлено в листах Продавця, які є невід'ємною частиною цього Договору), вартість нафти відповідно п. 5.2. цього Договору.

4.2.2. Сплатити вартість транспортування до пункту наливу та послуг по наливу **всього придбаного обсягу** нафти згідно наданого Продавцем (або структурними одиницями Продавця) рахунку **на протязі одного банківського дня з дати підписання даного Договору**.

4.2.3. Укласти договір на налив та транспортування нафти не пізніше, ніж за 3 (три) дні до зазначених у Додатку 1 до цього Договору термінів відвантаження нафти та забезпечити своєчасне подання транспортних засобів згідно з графіком, а також надати копії зазначених договорів Продавцю.

4.2.4. Сплатити вартість транспортування всього придбаного обсягу нафти, при її транспортуванні трубопровідним транспортом згідно з укладеним з транспортним підприємством договором на протязі одного банківського дня з дати підписання даного договору і надати Продавцю копії платіжних документів.

4.2.5. Протягом 1 (одного) робочого дня після відвантаження Продавцем нафти підписати акт прийому-передачі відвантаженого обсягу нафти та надати його Продавцю.

4.2.6. Покупець зобов'язаний перерахувати Біржі комісійний збір відповідно до п.3 Аукціонного свідоцтва протягом 3 (трьох) робочих днів з моменту проведення аукціону.

4.2.7. Покупець не має права здійснювати експорт нафти, що є предметом цього Договору.

4.3. Біржа зобов'язана:

4.3.1. Перерахувати Продавцю попередній внесок, який Біржа отримала від Покупця за участь в аукціоні, тільки згідно з термінами оплати та реквізитами, вказаними в листах Продавця, що надаються Продавцем відповідно до п. 4.1.4. цього Договору.

5. Порядок розрахунків.

5.1. Покупець проводить оплату нафти по цьому Договору шляхом перерахування грошових коштів на рахунок Продавця (в т.ч. структурних одиниць Продавця), вказаних в розділі 10 цього Договору, якщо інше не буде встановлено в листах Продавця, які є невід'ємною частиною цього Договору.

5.2. Покупець здійснює попередню оплату за нафту відповідно до п.5.1. цього Договору за наступним графіком:

№ з/п	Термін відвантаження	Дата оплати нафти та послуг по її наливу та транспортуванню	Вартість нафти, яка підлягає оплаті Продавцю, грн.	В т.ч. ПДВ, грн.
	ВСЬОГО			
1.	1 декада (місяць) 200_ р.	На протязі першого банківського дня першої декади місяця		
2.	2 декада (місяць) 200_ р.	На протязі трьох діб до початку декади		
3.	3 декада (місяць) 200_ р.	На протязі трьох діб до початку декади		

Остання сума, зазначена в таблиці, перераховується з врахуванням сплаченого Біржею попереднього внеску в сумі _____ грн.

5.3. Біржа перераховує Продавцю попередній внесок, який вона отримала від Покупця за участь в аукціоні, відповідно до п.4.3.1 цього Договору.

5.4. Якщо Покупець придбав нафту на умовах "знаходиться на зберіганні", то він сплачує вартість послуг по транспортуванню та додатково по зберіганню згідно наданого рахунку одночасно з проведенням оплати за нафту в терміни, вказані в п. 5.2.

6. Відповідальність сторін.

6.1. У випадку несвоєчасної або в неповному обсязі оплати Покупцем на рахунок Продавця суми згідно з п. 5.2. цього Договору, Покупець повинен сплатити пеню в розмірі подвійної облікової ставки НБУ від вартості неоплачених обсягів нафти за кожен день прострочки оплати, що не звільняє останнього від виконання своїх зобов'язань за цим договором.

6.2. У випадку прострочення Біржею термінів перерахування попереднього внеску на рахунок Продавця, Біржа сплачує Продавцю пеню в розмірі 0,2 % від суми неперерахованого попереднього внеску за кожний день прострочки. Оплата пені не звільняє Біржу від виконання зобов'язань за цим Договором.

6.3. За неоплату послуг по транспортуванню нафти трубопровідним транспортом, послуг по наливу нафти або несвоєчасну поставку залізничних чи автомобільних цистерн Покупцем для відвантаження нафти, останній сплачує Продавцю штраф в розмірі 2 % від загальної суми цього Договору згідно з п.2.1. Оплата штрафу не звільняє Покупця від виконання зобов'язань за цим Договором.

У випадку несвоєчасної **оплати за нафту, послуг по транспортуванню трубопровідним транспортом, оплати за налив нафти, поставку залізничних цистерн** Покупцем, Продавець не несе відповідальності за непоставку нафти в повному обсязі. Обсяг поставки нафти зменшується на величину щодобового відвантаження нафти пропорційно кількості днів **неоплати або невідвантаження оплаченого обсягу. Непоставлені обсяги нафти реалізуються на наступному аукціоні.**

6.4. У випадку порушення термінів відвантаження нафти згідно з Додатком 1 до цього Договору з вини Продавця при дотриманні Покупцем вимог п. 5.2. цього Договору, Продавець сплачує Покупцю штраф в розмірі 2 % від вартості недопоставлених обсягів нафти по цьому Договору.

6.5. Якщо Покупець не перерахував кошти у повному обсязі на рахунок Продавця в терміни, визначені п.5.2. цього Договору, попередній внесок Покупця (в розмірі 5% від загальної суми договору, отриманий Продавцем відповідно до п. 4.3.1. цього Договору) як штраф (компенсація) за неналежне виконання ним своїх зобов'язань залишається у Продавця. Зарахування Продавцем зазначених коштів як штрафу не звільняє Покупця від відповідальності за виконання цього Договору згідно з умовами Договору і законодавством.

6.6. Після підписання акту прийому-передачі відвантаженого обсягу нафти відповідно до п. 4.2.5. ризик випадкової загибелі нафти несе Покупець.

6.7. У випадку, якщо Покупець не прийняв нафту у зазначений у Договорі термін, вона може залишатися у Продавця, **або у ВАТ "Укртранснафта", або у нафтопереробного підприємства** на умовах відповідального зберігання, про що Продавець письмово повідомляє Покупця.

Плата за відповідальне зберігання згідно з абзацем 1 цього пункту складає 0,5% від вартості нафти, що зберігається, за кожен день зберігання. Оплата за зберігання може здійснюватися шляхом утримання Продавцем (у даному випадку – Охоронцем) нафти, що зберігається, без оформлення будь-яких додаткових документів.

7. Форс-мажор.

7.1. Сторони звільняються від відповідальності за часткове або повне невиконання обов'язків по даному Договору, якщо це невиконання є наслідком форс-мажорних обставин.

7.2. Під форс-мажорними обставинами розуміють обставини, які виникли після підписання Договору внаслідок непередбачених Сторонами подій надзвичайного характеру, включаючи аварії на нафто-трубопроводі, пожежі, землетруси, оповзні, інші стихійні лиха, вибухи, війни або військові дії. Дія таких обставин повинна бути підтверджена ТПП України або організацією, на яку Урядом покладений обов'язок по ліквідації таких обставин. Строк виконання зобов'язань відкладається відповідно до часу, на протязі якого будуть діяти такі обставини.

7.3. Про настання таких обставин Сторона, для якої вони наступили, повинна негайно повідомити інші Сторони в письмовій формі. У разі невиконання вимоги щодо повідомлення, Сторона, що не виконує свої зобов'язання, позбавляється права посилатися на такі обставини.

7.4. Форс-мажорні обставини не звільняють Покупця від оплати вартості обсягів нафти за цим Договором.

8. Вирішення спорів.

8.1. Всі спірні питання, які виникають по даному Договору, вирішуються шляхом переговорів.

8.2. У випадках неможливості досягнення згоди шляхом переговорів, спір передається на вирішення господарського суду і розглядається в установленому порядку згідно з чинним законодавством України і умовами даного Договору.

8.3. Спори по кількості та якості нафти можуть бути передані на вирішення господарського суду за умови додержання Сторонами порядку їх досудового врегулювання.

8.4. Всі інші спори, що виникають між Сторонами, досудового врегулювання не потребують.

9. Термін дії договору і інші умови.

9.1. Договір вступає в дію з дати його підписання Сторонами та реєстрації Біржею і діє до "___" _____ 200___ р., з можливою пролонгацією в окремих випадках за згодою Сторін при умові укладення додаткової угоди.

9.2. Підписання даного Договору Біржею здійснюється лише за умови перерахування Покупцем комісійного збору Біржі згідно з п. 3 Аукціонного свідоцтва.

9.3. Підставою припинення дії даного Договору є:

- порушення Покупцем термінів оплати по пп. 4.2.1, 4.2.2. та 5.2. цього Договору більш, ніж на 5 (п'ять) робочих днів, або невибірка Покупцем нафти в терміни, зазначені в Додатку 1 до даного договору з обов'язковим повідомленням Покупця Продавцем про припинення дії Договору не пізніше, ніж за 3 (три) дні до дати припинення Договору;
- порушення Покупцем строків поставки залізничних чи автомобільних цистерн відповідно до пп. 3.4. та 4.2.3. даного Договору більш ніж на 3 (три) робочі дні, з обов'язковим повідомленням Покупця Продавцем про припинення дії Договору не пізніше, ніж за 3 (три) дні до дати припинення Договору;
- інші випадки, передбачені чинним законодавством України.

9.4. У випадку, передбаченому п. 9.3. Договору, Продавець не відшкодовує Покупцю понесені збитки.

9.5. Сторони підтверджують, що Продавець, Покупець і Біржа за даним Договором є платниками податку на прибуток на загальних умовах відповідно до Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств".

9.6. Взаємовідносини Сторін, не передбачені Договором, регулюються чинним законодавством України.

9.7. Договір заміняє будь-яку угоду по даному предмету, укладену раніше Сторонами в усній або письмовій формі.

9.8. Сторони зобов'язуються письмово повідомляти одна одну у випадку ухвалення рішення про ліквідацію, реорганізацію або банкрутство однієї з Сторін у термін не пізніше 3-х календарних днів із дати прийняття такого рішення. У ті ж терміни Сторони оповіщають одна одну про зміну поштової, юридичної адреси або банківських реквізитів.

9.9. Договір, а також всі документи, що оформлюються Сторонами у зв'язку з виконанням цього Договору та передаються факсимільним зв'язком, мають юридичну чинність і повинні бути підтверджені оригіналом протягом 5 (п'яти) робочих днів.

9.10. Договір складений українською мовою в трьох примірниках (по примірнику для кожної із Сторін), які мають однакову юридичну чинність.

10. ЮРИДИЧНІ АДРЕСИ ТА ПЛАТІЖНІ РЕКВІЗИТИ:

<i>Покупець</i>	<i>Продавець</i>	<i>Біржа</i>
_____	ВАТ «Укрнафта»:	ЗАТ «Українська між- банківська валютна біржа»:
<u>Пошт. адреса:</u> _____ _____	04053, м. Київ, пров. Несторівський, 3-5 код за ЄДРПОУ 00135390	04070, м. Київ, вул. Межигірська, 1 код за ЄДРПОУ 22877057
<u>Юр. адреса:</u> _____ _____	рах. № _____ в _____	рах. № 2600911912 АППБ «Аваль»
Код за ЄДРПОУ _____	МФО _____	МФО 300335
рах. № _____	свідоцтво № 35480276	св. пл. ПДВ № 22877057
в _____	інд. под. № 001353926654	ін. под. № 228770526655
_____	Тел/факс 212-58-85	Тел/факс 461-54-30,461-54-28
_____	_____	_____
МФО _____	_____	_____
Св. пл. ПДВ № _____	_____	_____
Ін. под. № _____	_____	_____
Тел/факс _____	_____	_____
За Покупця:	За Продавця:	За Біржу:
_____	_____ В.О. Зіневич	_____ О.Б. Андронов

Додаток № 1

до Договору № ____
від " ____ " _____ 200_ р.

Г Р А Ф І К
поставки нафти в (місяць) 200__ р.

№ з/п	Кількість нафти (тонн)	Пункт відвантаження та передачі нафти	Спосіб відвантаження нафти	Термін поставки транспорту відповідно до п. 3.4. та відвантаження нафти.	Примітки
1.					
2.					
3.					
	ВСЬОГО:				

За Покупця

За Продавця

 В.О Зіневич

Додаток 20.3.

Ф'ючерсний контракт на ціну «нафтового кошика УМВБ»**1. Загальні положення.**

Зобов'язання учасників біржового ринку ф'ючерсними контрактами на ціну «нафтового кошика УМВБ» (далі – ф'ючерсні контракти) вважаються прийнятими ними після укладання угод купівлі/продажу таких ф'ючерсних контрактів на торгах Секції строкового ринку ЗАТ УМВБ згідно з «Правилами проведення торгів в секції Строкового ринку в ЗАТ «Українська міжбанківська валютна біржа».

2. Предмет контракту.

Предметом контракту є ціна «нафтового кошика УМВБ».

3. Обсяг контракту

Обсяг контракту дорівнює 1 (одній) тонні умовної нафти з «нафтового кошика УМВБ».

4. Термін виконання.

Три місяці.

5. День виконання контракту.

Днем виконання контракту є наступний робочий день після дня проведення відповідного аукціону з продажу енергоресурсів, які підлягають реалізації згідно Постанови Кабінету Міністрів України №599 «Про запровадження аукціонів з продажу нафти, газового конденсату, скрапленого газу та вугілля» від 04 квітня 2002р.

6. Торгові дні.

– *перший торговий день* – робочий день, віддалений на три місяці до дати проведення аукціону з продажу енергоресурсів, які підлягають реалізації згідно Постанови Кабінету Міністрів України №599 «Про запровадження аукціонів з продажу нафти, газового конденсату, скрапленого газу та вугілля» від 04 квітня 2002р.

– *останній торговий день* – робочий день, який передує дню проведення аукціону з продажу енергоресурсів, які підлягають реалізації згідно Постанови Кабінету Міністрів України №599 «Про запровадження аукціонів з продажу нафти, газового конденсату, скрапленого газу та вугілля» від 04 квітня 2002р.

7. Форма задання ціни контракту

Ціна контракту вказується в гривнях за 1 (одну) тону умовної нафти з «нафтового кошика УМВБ».

8. Мінімальна зміна ціни контракту

Мінімальна зміна ціни контракту дорівнює 0,01 гривні.

9. Ціна пункту

Ціна пункту дорівнює 0,01 гривні.

10. Розрахункова ціна

Розрахункова ціна є ціна «нафтового кошика УМВБ», яка розрахована за результатами відповідного аукціону з продажу енергоресурсів, які підлягають реалізації згідно Постанови Кабінету Міністрів України №599 «Про запровадження аукціонів з продажу нафти, газового конденсату, скрапленого газу та вугілля» від 04 квітня 2002р.

11. Виконання контракту

Виконання контракту проводиться шляхом проведення остаточних розрахунків між учасниками за варіаційною маржею, яка розраховується як різниця між розрахунковою ціною та ціною закриття останнього дня торгівлі ф'ючерсними контрактами на «нафтовий кошик УМВБ».

12. Форма обігу контракту

Обіг ф'ючерсного контракту здійснюється в бездокументарній формі.

13. Позначення контракту.

OIL<місяць виконання><рік виконання>. Наприклад: OILdec02

Глосарій

EDSP¹	— абрєвіатура, яка позначає розрахункову біржову ціну станом за один день до поставки за ф'ючерсним контрактом.
ERM	— абрєвіатура, яка позначає курсовий механізм.
Fed (Федеральна резервна система – ФРС)	— державна організація в США, яка формує кредитно-грошову політику. Є найбільш впливовою у світі на макроекономічні явища і процеси.
Floor	— приміщення, в якому здійснюються ділові операції. Приміщення на фондовій, товарній біржі, в якому укладаються угоди. До участі в них допускаються лише члени біржі.
FOOTSIE (Футсі)	— жаргонна назва індекса 100 акцій Лондонської фондової біржі, який розраховується аналітиками газети “Файненшл таймс” – FTSE-100.
Government security	— державні цінні папери.
P/E ratio	— абрєвіатура поняття “відношення ринкової ціни акції до чистого прибутку на одну звичайну акцію”.

¹ При упорядкуванні глосарію використовувалися такі інформаційно-довідкові джерела:

- 1) Блэк Дж. Экономика. Толковый словарь. Англо-русский. –М.: ИНФРА-М, Изд-во «Весь Мир», 2000. –840с.
- 2) Доунс Дж., Гудман Дж. Финансово-инвестиционный словарь: Пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд. –М.: ИНФРА-М, 1997. –586с.
- 3) Дякин Б.Г. и др. Энциклопедия рынка. Многотомный пятиязычный словарь-справочник. Термины – эквиваленты – дефиниции – регистры. Том 2. Биржи. Финансовая отчетность. –М.: ROSBI – РОСБИ, 1995. –684с.
- 4) Дякин Б.Г. и др. Энциклопедия рынка. Многотомный пятиязычный словарь-справочник. Термины – эквиваленты – дефиниции – регистры. Том 3. Глобальный бизнес. Интеллектуальная и промышленная собственность. –М.: ROSBI – РОСБИ, 1996. –668с.
- 5) Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. –4-те вид., випр. та доп. –К.: Т-во «Знання», КОО; Л.: Вид-во Львів. банк. ін-ту НБУ, 2002. –566с.
- 6) Економічна енциклопедія: У 3-х томах. /Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. –К.: Видавничий центр «Академія», 2000. Т.1. (3093 статті, А–К), 2000. –864с.; Т.2. (1968 статей, К–П), 2001. –848с.; Т.3., (3295 статей, П–Я), 2002. –920с.
- 7) Найман Э.Л. Малая Энциклопедия Трейдера. –К.: ВИРА-Р, 2001. –296с.
- 8) Найман Э.Л. Трейдер-Инвестор. –К.: ВИРА-Р, 2000. –635с.
- 9) Розенберг Дж.М. Бизнес и менеджмент. Терминологический словарь. –М.: ИНФРА-М, 1997. –464с.
- 10) Розенберг Дж.М. Международная торговля. Терминологический словарь. –М.: ИНФРА-М, 1997. –368с.
- 11) Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Инвестиции: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –601с.

Pegging the exchange	— фіксація державою/урядом курсу національної валюти на зарубіжних валютних ринках.
Pip (“піп”)	— жаргонне визначення розміру мінімальної зміни ціни, яке використовується на ринку валют і дорівнює одному пункту.
PPI	— аббревіатура терміну “індекс цін виробників”.
PPP	— аббревіатура терміну “паритет купівельної спроможності”.
PRD (P/D ratio)	— аббревіатура поняття “відношення ринкової ціни акції до дивідендів, які за нею виплачуються”.
Selling short	— продаж на строк без покриття.
Supply	— пропозиція.
View	— ринковий прогноз трейдера.
Агент (agent)	1) фізична або юридична особа, яка виконує функції посередника, уповноваженого здійснювати певні дії від імені іншої особи (принципала) за дорученням і в інтересах цієї особи; 2) гуртовий торговець, який представляє інтереси продавця чи покупця на відносно постійній основі та виконує певні функції без права власності на товар.
Адміністратор (account executive)	— службовець брокерської фірми, що веде рахунки клієнтів.
Актив (active)	1) майнові права (майно), що належать фізичній або юридичній особі; 2) частина (ліва) бухгалтерського балансу, яка відображає всі належні підприємству активи (матеріальні цінності, кошти, боргові вимога на певну дату).
Активна позиція (active position)	— позитивна різниця між відсотковими частками фінансового активу в портфелі порівняно з еталонним.
Активний місяць (active month)	— місяці поставок, за якими котируються ф'ючерсні контракти.
Акції звичайні (equities)	— 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.
Акціонер (shareholder)	— власник акцій компанії (акціонерного товариства) або частки (паю) у товариства з обмеженою відповідальністю.
Акція (share)	— 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.
Американський опціон (american-style option)	— 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 чинності опціону.
Андеррайтер (writer)	1) маклер в операціях з цінними паперами; 2) фізична або юридична особа, яка гарантує емітенту цінних паперів їх розміщення (продаж) на ринку на узгоджених умовах за відповідну винагороду; 3) продавець опціону.

Арбітраж (arbitrage)	1) 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; 2) вид третейського суду для розв'язання суперечок на біржах, ухвала арбітражу обов'язкова для членів біржі.
Арбітражери (ARBs)	— абревіатура, що позначає арбітражерів, тобто дилерів, які спеціалізуються на арбітражі.
База контракту (deliveri basis)	— 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.
Базис (basis)	— різниця між ціною товару, проданого з умовою поставки у певний строк (за ф'ючерсним контрактом) і ціною цього ж товару, проданого за готівку з умовою негайної поставки. Премія або знижка між спотовою ціною і біржовим котируванням.
Базисна ціна (basis price)	— ціна, погоджена продавцем та покупцем на момент укладання ф'ючерсної угоди.
Беквардейшн (bckwardation)	— 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 за барель, а в липні – \$17,10 за барель. В такому випадку беквардейшн за 5 місяців порівняно з березнем складає \$1,55 за барель. Антонім – контанго.
Бета (або коефіцієнт Бета) (beta – beta coefficient)	— 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.
“Бик” (bull)	— біржовий спекулянт, що купує товари та цінні папери, очікуючи підвищення цін. Біржовий жаргон. Бик б'є рогами вниз догори, звідси й аналогія зі словом “підвищення”.
“Бичий” ринок (bull market, bullish)	— ринок, ціни на якому підвищуються впродовж тривалого часу.
Бичність (bullish)	— ситуація на ринку, з тенденцією можливого підвищення цін в результаті високого попиту.
“Бід” (bid)	— пропозиція купити актив (якщо немає інших умов) за запропонованою ціною.
Білет (note)	— простий вексель; боргове зобов'язання.

Біржа (нім. «Börse» від лат. «bursa» – гаманець)	— 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 й товарообмінні відносини.
Біржа ф'ючерсна (futures market, terminal market, contract market, paper market, commodity exchange)	— сучасна форма товарної біржі, на якій торгують ф'ючерними 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.
Біржова гра (jobbing backwards)	— аналіз минулих угод чи подій та можливих інших варіантів поведінки, якби тоді було би відомо те, що відомо зараз.
Біржова паніка (flurry)	— вибух бурхливої діяльності, короточасний ажіотаж на спекулятивному, особливо фінансовому, ринку.
Біржове кільце, ринг (ring)	— ф'ючерсний ринок; термін використовується тому, що біржовики під час торговельних сесій стоять або сидять колом. П'ятихвилинні періоди торгівлі металами на ЛБМ.
Біржовий брокер (floor broker)	— людина, яка здійснює операції для третьої сторони у біржовій залі.
Біржовий гравець (punter)	— спекулянт на фондовій біржі, на ринках фінансових ф'ючерсів або товарів, у першу чергу такий, що розраховує на швидке отримання прибутку.
Боніфікація (bonification)	1) доплата до ціни товару, фактична якість якого вища від передбаченої угодою чи стандартом; 2) повернення податків, стягнених за товари, що вивозять за кордон, з метою підвищення їх конкурентоспроможності на світовому ринку; 3) одноразовий грошовий внесок власника облігацій державної позики в разі їх конверсії.
Бонус (bonus)	1) додаткова винагорода, премія; 2) додаткова цінова знижка, яку надає продавець за умовами контракту чи постійним покупцям; 3) комісійна винагорода за надання послуги щодо купівлі-продажу товару.
Боянт (активний) (bougant)	— стан ринку, коли у зв'язку із загальними умовами легко піднімаються ціни.
Брейк (break)	— швидке, неочікуване зниження цін на біржі.
“Брейк-форвард” (break-forward)	— контракт на грошовому ринку, що поєднує у собі риси форвардного валютного контракта і валютного опціона. 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.

Брокер (broker, floor broker, ring broker)	— 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).
Брокерідж (brokeragy)	— винагорода, або комісія, що виплачується брокерові за послуги. Встановлюється у фіксованій сумі або у відсотках до суми укладеної угоди.
Брокерський рахунок, дискреційний рахунок (discretionari account)	— рахунок, за яким брокер від імені власника рахунку має право виконувати операції за ф'ючерсними угодами або опціонами без попередньої домовленості з власником рахунку.
Валюта (currency)	1) будь-який різновид грошей, що знаходяться в обігу; 2) все, що функціонує як засіб обігу (у т.ч. монети, банкноти, чеки, прості й перевідні векселі та ін.); 3) законний засіб платежу.
Валюта ціни (currency price)	— валюта, в якій встановлюється ціна товару у зовнішньоторгівельному контракті або визначається сума надання міжнародного кредиту. Такою валютою може бути будь-яка вільно конвертована валюта (країни продавця, країни покупця чи третьої країни).
Валютний опціон (currency option)	— контракт, що дає право купити чи продати фіксовану суму валюти за визначеним курсом впродовж певного періоду часу з виплатою винагороди покупцеві – премії. Валютний курс, зафіксований в опціоні, називається ціною виконання. Це той курс, за яким покупець опціону має право купити чи продати валюту.
Валютний паритет (par of exchange)	— розрахунковий курс обміну однієї валюти на іншу, при якому досягається рівновага попиту та пропозиції за кожною з цих валют. Паритет валюти займає проміжне положення між ринковими курсами купівлі й продажу.
Валютний ринок (foreign exchange market)	— міжнародний ринок, на якому продаються іноземні валюти. На цьому ринку діють, в основному, дилери, найняті комерційними банками та агенти з купівлі-продажу іноземної валюти.
Валютний своп (currency swap)	— фінансова операція з обміну фіксованої суми однієї валюти на іншу валюту за визначеним курсом.
Валютний ф'ючерс (currency future)	— фінансовий ф'ючерсний контракт, відповідно до якого купується чи продається за певним фіксованим курсом валюта з поставкою її через певний визначений час.
Валютно-процентний своп (cross-currency interest-rate swap)	— 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.

Варіаційні маржі (variation margins)	— доходи чи збитки за відкритими контрактами на ф'ючерських ринках, що розраховуються на основі ціни закриття в кінці кожного дня.
Варрант (warrant)	— цінний папір, що забезпечує своєму власнику право підписатися на звичайні акції компанії у визначений день за фіксованою ціною. Самі варранти купуються і продаються на фондових біржах і є аналогами фондових опціонів.
Вега (vega)	— ступінь зміни ціни опціону при зміні її волатильності.
“Ведмідь” (bear)	— біржовий спекулянт, який, передбачаючи спад цін, продає ф'ючерські 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”.
Вексель (нім. «Wechsel»)	— 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.
Вертикальний спред (vertical spread)	— опціонна стратегія, що полягає в одночасному придбанні “довгого” опціону “кол” і “короткого” опціону “пут” з однаковими строками виконання.
Взаємна компенсація вимог і зобов'язань (netting)	— процес взаємозаліку вартостей, які врівноважують обсяги продажу та придбання. Це стосується насамперед купівлі-продажу ф'ючерсів, опціонів і форвардних угод з іноземною валютою.
“Виконати наказ” (fill)	— виконати біржову угоду.
Викуп підприємства персоналом (employee buyout)	— придбання контрольного пакету акцій компанії її персоналом. Це відбувається у тих випадках, коли компанії загрожує ліквідація, а її працівники прагнуть зберегти свої робочі місця.
Вимога про додатковий гарантійний депозит (margin call)	— 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 в якості застави.
Вирівнювання (evening up)	— виконання офсетної угоди шляхом відкupu досі проданих контрактів.
Високодохідна, але ненадійна облігація (junk bond)	— облігація з високою ставкою процента, що пояснюється більш високою, ніж звичайно, ймовірністю несплати за нею.
Витяг з рахунку (statement of account)	— різниця між розрахунковою ціною дня укладання угоди та поточною розрахунковою ціною.
Відкрита позиція (open position)	— торгова позиція, при якій дилер має товари, цінні папери чи валюту, які він придбав, але не продав чи не застрахував, або коли він уклав угоди з продажу, які не застрахо-

	вані і не хеджовані.
Відкритий інтерес (open interest)	— ф'ючерсні контракти, які ще не закриті. Відкритий інтерес дорівнює загальному числу довгих чи коротких позицій, але не їх сумі.
Відкриті позиції, відкриті контракти (open position)	— кількість не ліквідованих на кінець дня ф'ючерсних контрактів на придбання та продаж.
Відкуп (covering, to cover short)	— викуп досі проданих ф'ючерсних контрактів.
Відшкодування (cover)	— внесення депозитних вкладів при відкритті ф'ючерсних позицій, зворотній викуп раніше проданого контракту.
Вільний залишок (buying power, excess, excess margin, free credit)	— кошти на субрахунку клієнта на брокерському рахунку, які можна зняти або використати для відкриття нових позицій.
Вклад (deposit, investment)	1) кошти передані власником або третьою особою за дорученням до банку для зберігання на певних умовах. Власник отримує дохід – встановлені відсотки від вкладеної суми; 2) інвестиція; переведення грошей у менш ліквідну форму з метою отримання прибутку чи гарантії.
Внутрішня торгівля (intraday trade)	— торгівля в межах одного дня, коли трейдер намагається закрити всі відкриті впродовж дня позиції перед закриттям ринку.
Внутрішня вартість (intrinsic value)	— різниця між ринковою вартістю цінного паперу при продажу опціона й ціною використання опціона: <ul style="list-style-type: none"> ▪ 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 відповідного інструмента.
Волатильність (volatility)	— мінливість показників, яка звичайно вимірюється у стандартних, середньоквадратичних відхиленнях.
“Вразливий” ринок (sensitive market)	— ринок біржових товарів, цінних паперів і т.ін., вельми чутливий до зовнішнього впливу внаслідок його внутрішньої нестабільності.
Вступна початкова маржа (initial margin)	— див. Депозит.
Вторинний ринок (secondary market)	— 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.
“Вузькі” гроші (narrow money)	— неформальна назва показника грошової маси в обігу M0, а іноді й M1, тобто тієї частини грошей в обігу, які можуть безпосередньо виконувати функцію засобу обігу.

Гамма (gamma)	— ступінь зміни дельти (delta) опціона при зміні ціни базового активу.
“Голуба фішка” (blue chip)	— жаргонна назва будь-якої звичайної акції компанії з високою репутацією, яка котирує свої цінні папери на фондовому ринку. Назва походить від кольору найдорожчих фішок при грі у покер. Компанії – “голубі фішки” добре відомі, мають хороші показники зростання і крупні активи. Основна частина інвестиційних портфелів інституціональних інвесторів складається з “голубих фішок”.
Горизонтальний спред, покриття (horizontal spread)	— комбінація опціонів з різними строками, наприклад, поєднання опціонів з довгостроковими і короткостроковими правами продажу.
Грантер (granter)	— продавець опціона.
Грошовий ринок (money market)	— ринок валют і благородних металів у доповнення до ринку короткострокових позик.
Д.Д.О. (G.T.C.)	— чинний до скасування (часу виконання). Наказ брокерові займатися замовленням до його повного виконання або скасування.
Дата валютування (value date)	1) дата фактичного здійснення будь-якої операції; 2) дата поставки іноземної валюти.
Дата закінчення строку (expiry date)	1) дата завершення строку контракта; 2) останній день строку опціона.
Дата закінчення строку опціона (exercise date)	— термін, коли утримувач опціона, який вільно обертається може викликатися для використання свого права на виконання опціонної угоди.
Дата поставки (delivery date)	1) один із днів місяця, у якому повинна бути здійснена поставка за ф'ючерсним контрактом; 2) дата поставки іноземної валюти за форвардним валютним контрактом.
Девальвація (devaluation)	— зниження вартості валюти відносно вартості золота або інших валют. Завдання девальвації полягає у тому, щоби зробити експортні товари дешевшими, а імпортні – дорожчими, хоча, без сумніву, негативним аспектом є втрата довіри до країни, яка змушена девальвувати свою валюту. Девальвація – це засіб, на який змушені йти лише країни з фіксованим обмінним курсом національної валюти.
Дельта (delta)	1) відношення зміни ціни премії (опціону) до зміни біржового котирування. 2) ступінь залежності зміни ціни опціона при коливаннях цін базового активу.
Денна торгівля, денний обіг (day trading)	— ситуація, коли протягом одного дня на ф'ючерсному ринку встановлюється, а потім ліквідується та сама позиція (той самий контракт).
День першого повідомлення (first notice day)	— у цей день можна повідомити про намір виконати поставку за ф'ючерсною угодою.

День повідомлення (notice day)	— день, в який повинно надійти повідомлення про те, що товари, передбачені контрактом, укладеним на товарному ринку, надійдуть і контракт не буде анульовано іншим.
День повідомлення про поставку (notice day, first notice days)	— день, коли можна подавати повідомлення про поставку, як правило, за кілька днів до початку місяця поставки.
Депозит (deposit)	— мінімальний вклад, визначений розрахунковою палатою, на всі угоди, укладені на біржі.
Депозитна або товарна розписка (depository or warehouse receipt)	— документ, який випускається банком або товарним складом ф'ючерсної біржі, який підтверджує право його власника на засоби, розміщені на депозиті або відповідальному зберіганні.
Дефляція (deflation)	— загальне зниження рівня цін; протилежність інфляції.
Дефолт – невиконання зобов'язань (default)	— невиконання однією із сторін умов ф'ючерсної угоди: непоставка (неодержання) товару, невиконання вимог щодо маржі.
“Джинні Мей” (G.N.M.A.)	— цінні папери, які випускає американська державна національна асоціація іпотечного кредиту.
Диверсифікація (diversification)	— включення в інвестиційний портфель цінних паперів широкого кола компаній з метою уникнення істотних втрат у випадку спаду, що охопив лише деякі із секторів економіки.
Дивіденд (dividend)	— частина прибутку компанії, яка щорічно розподіляється серед акціонерів після сплати податків, процентів за кредит і відрахувань до резервного капіталу.
Дисконт, скидка (discount)	<ol style="list-style-type: none"> 1) знижка, процент, що його стягують банки під час обліку векселів; обліковий процент; 2) у валютних угодах – знижка з курсу валюти у строкових готівкових операціях; 3) різниця між номінальною вартістю цінних паперів та їх біржовим курсом, якщо останній є нижчим за вартість; 4) різниця між цінами на один і той самий товар з різними термінами постачання; 5) різниця між форвардним і поточним курсами валют; 6) відхилення від офіційного курсу валюти у бік зменшення. 7) знижка ціни на товар у результаті невідповідності його якості, обумовленій у контракті; 8) 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.
Дисконтний цінний папір (discount securities)	— безпроцентний цінний папір, що торгується з дисконтом, тобто зі знижкою до номіналу і погашається за номінальною вартістю по закінченні строку дії.
Дисконтування (discounting)	— зведення економічних показників різних років до порівняльного в часі вигляду. Дисконтування здійснюється за допомогою коефіцієнта дисконтування, в основі якого лежить формула складних процентів.

Диференціал (differential)	— премія або скидка до ціни базового сорту, якщо запропоновані до поставки інші сорти.
Диференціація (differentials)	— різниця між розрахунковою ціною на день укладання угоди і наступними розрахунковими цінами. Це прибуток або збитки при ліквідації позиції, можна використати для сплати маржі.
“До ринку” (pre-market)	— назва угод, укладених до офіційного відкриття ринку.
“Довга” позиція (long position)	1) позиція за строковими угодами при грі на підвищення; 2) 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.
Довгий контракт позиція (long)	— невідшкодований залишок ф'ючерсних контрактів на придбання, контракт, відкритий у розрахунку на підвищення цін у майбутньому.
Довгострокова облигація/ зобов'язання (long-term bond)	— облигація або боргове зобов'язання, строк виплати за якими настане не раніше одного календарного року.
“Дорогі гроші” (dear money)	— кредитно-фінансова політика, що намагається стримувати отримання кредитів встановлюючи високі процентні ставки за ними.
Дорого (expensive)	— вище обґрунтованої, “справедливої” ринкової ціни.
Дохід (yield)	— дохід від інвестицій, що виражається різними способами. Поточний дохід залежить від ринкової ціни цінного паперу.
Дроблення акцій (share splitting)	— поділ акціонерного капіталу компанії на дрібніші частини, його розпорощення серед акціонерів.
Євровалюта (eurocurrency)	— валюта, яка розміщена в одній з європейських країн, але не є національною валютою цієї країни. Наприклад, долари США, депоновані в швейцарському банку, називають євродоларами. Євровалюти використовуються для надання кредитів, позик і займів.
Євродолари (eurodollars)	— долари, які депоновані у фінансових установах за межами США.
Єврооблігація (eurobond)	— облигація, випущена в євровалюті. Євровалютний ринок є одним з найбільших ринків мобілізації капіталів. Існують різні види єврооблігації. Звичайна облигація – “пряма” – є облигацією з фіксованим процентом зі строком оборотності від 3 до 8 років. Крім цього, існують облигації з плаваючою ставкою, ставка процента за якими змінюється залежно від ставки пропозиції на ринку депозитів і “вічні” облигації, строк погашення яких не фіксований.
Європейський опціон (european-style option)	— опціон, який може виконуватися лише в кінці строку його дії.

Європейський Союз – ЄС (European Union – EU)	— 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).
Євrorинок (euromarket)	1) ринок, який виник у 50-х рр. ХХ-го століття для фінансування міжнародної торгівлі. Основними учасниками цього ринку є комерційні банки країн-членів ЄС. Операції проводяться головним чином з єврооблігаціями, “єврокомерційними векселями”, євронотами та “євроакціями” з номіналами у євровалютах; 2) Європейське співтовариство, яке розглядається як єдиний крупний ринок товарів.
Закінчення строку опціону (declaration day)	— 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.
Закрита угода (locked trade)	— опціонна угода, за якою ризик повністю відсутній, якщо тримати опціон до закінчення його дії.
Закриття “короткої” позиції (short covering)	— 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 вже спостерігається пошвавлення і зростання цін.
“Закриття” (close out)	— закриття “відкритої” позиції, як правило на ф'ючерсних ринках, шляхом 1) придбання, яке покриває “короткий” продаж, чи 2) продажу “довгого” придбання.
Замовлення (tender)	— письмова пропозиція, вимога. Повідомлення про намір поставити товар за ф'ючерсним контрактом.
“Захищений ведмідь” (covered bear)	— 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.
Збір кліринговий (clearing day)	— збір, що стягує клірингова палата за реєстрацію ф'ючерсного контракту.
Звичайна угода на строк (outright forward)	— контракт на придбання чи продаж у майбутньому будь-якої валюти за фіксованою ціною без виплати відповідних компенсацій.
Знижка комісійної винагороди, продовження (continuation)	1) договір між інвестором і фондовим брокером, за яким останній поступово знижує ставку своїх комісійних, якщо інвестор протягом певного періоду здійснює кілька аналогічних угод; 2) у технічному аналізі фігура продовження.
Зростання курсів (rally)	— підвищення цін на фондовій біржі чи на товарному ринку після їх спаду. Як правило є результатом зміни настроїв учасників ринку.

Інвертний ринок, “ринок навпаки” (inverted market)	— 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.
Індексні ф’ючерси (index futures)	— ф’ючерсні контракти на ринку фінансових ф’ючерсів, типу Лондонської міжнародної біржі фінансових ф’ючерсів та опціонів, які дають можливість торгівлі ф’ючерсами та опціонами, орієнтовані на індекс 100 акцій фондового ринку “Файненшл таймс” та індекс 100 Європейського фондового ринку “Файненшл таймс”.
Іноземна валюта (foreign exchange)	— валюта іноземних держав. Вона купується та продається на валютних ринках.
Капітал ризиковий (risk capital)	— капітал, який використовують не на поточні потреби, а для майбутніх інвестицій або спекуляцій.
Кліринг (clearing)	<ol style="list-style-type: none"> 1) 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 покупки, і продавці беруть на себе розрахункові зобов’язання не один перед одним, а перед розрахунковою палатою біржі; 2) діяльність щодо визначення взаємних зобов’язань і їх заліку за поставками біржового товару та розрахунків за ними; 3) процедура періодичного взаємозаліку зобов’язань учасників розрахунків певної платіжної системи.
Клірингова палата (clearing house)	— 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 виконувати 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.
Клірингові комісійні (clearing fee)	— плата, що утримується агентством, яке є членом товарної біржі, за проведення розрахунків за біржовими угодами.
Клірингові контракти (clearing contracts)	— виконання розрахунків за угодами через розрахункову палату, а не через принципалів.
Ковзуча середня (moving average, MA)	— послідовність чисел, кожний елемент якої є середнім усіх чисел за попередні n днів, де n – параметр ковзучої середньої.
“Кол” (call)	— вимога сплати маржі; на біржах Англії так називається період сесії, коли торгують контрактами лише з одним місяцем поставки.

Комісійний брокер (commission)	— 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.
Комісійні (commission)	— пропорційна (переважно сумі угоди) винагорода брокерові за роботу в ролі посередника у торговельних операціях на ф'ючерсному ринку або ринку реального товару.
Комісія (commission)	— 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-продажі товарів для свого принципала за кордоном за плату у формі комісії.
Комісія, куртаж (brokerage)	— комісійні брокера.
Комітент (commitant)	— юридична або фізична особа, яка доручає комісіонеру здійснити від свого (комісіонера) імені, але за коштів комітента комісійну операцію. Є власником товару, призначеного до реалізації, а тому може диктувати умови продажу.
Компанія (італ. «compagnia»)	— юридична особа — об'єднання власників капіталу (акціонерів) для здійснення певного виду діяльності: торгівельної, промислової, фінансової, страхової, транспортної тощо. Аналог поняття “акціонерне товариство”.
Контанго (contango)	1) ситуація на ринку, при якій ціни на поставку товару в найближчому майбутньому нижчі від цін на поставку товару в пізніші строки. Наприклад, котирування вовни становить \$4,50 за кг у березні і \$4,80 за кг у липні; отже, контанго — скидка з поточних цін на поставку товару в пізніші строки становить \$0,30 за кг. 2) різниця між ціною наявного товару, включаючи ренту, страхування і процентний дохід, і його форвардною ціною у тих випадках, коли ціна наявного товару нижча.
Контракт, угода (contract)	— документ, який має умови угоди придбання-продажу, чинну обопільну домовленість між продавцем і покупцем.
Контрактний місяць (contract month)	— місяць поставки товару (або готівкового розрахунку за товар) об'єкта ф'ючерсної угоди; місяць, закінчення строку чинності договору.
Контрактний торговельний обіг (contract trading volume)	— загальна кількість договорів (угод) на поставку товару, укладених протягом певного часу (за день, за тиждень тощо).
Контрольний пакет акцій (controlling interest)	— пакет акцій компанії, який дає його власнику можливість контролювати компанію. Для встановлення тотального контролю над компанією акціонеру повинно 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 досить розпорошені серед решти акціонерів.

Корнер (corner)	— дії групи осіб або фірм на створення дефіциту товару на ринку шляхом скуповування ф'ючерсних контрактів та реального товару з визначеним строком поставки.
Коротка позиція (short)	1) позиція торговця при відкритті ф'ючерсного контракту на продаж; 2) торговець, чия чиста позиція на ф'ючерсному ринку відкритих контрактів на продаж перевищує кількість відкритих контрактів на придбання.
“Коротка” позиція (short position)	— позиція, яку займає дилер з цінних паперів, товарів, валют і т.ін. При “короткій” позиції обсяг продаж, здійснених дилером, перевищує обсяг товарів, які є у нього в наявності.
Коротке відшкодування (short covering)	— ліквідація позиції шляхом продажу раніше придбаних контрактів.
Короткий продаж (short selling)	— продаж товару, якого на даний час продавець не має, але хоче купити його пізніше.
“Короткий” продаж (short selling)	— продаж біржових товарів, цінних паперів, валюти та ін., яких немає в наявності у продавця.
Крах (crash)	— швидке й глибоке падіння рівня цін на ринку.
Крива доходності (yield curve)	— графік залежності ставок доходності від строку погашення.
Кросування (cross)	— укладання контракту на придбання товару одночасно з контрактом на продаж цього ж товару в той же контрактний місяць.
Купон (coupon)	— річний процент від номінальної вартості облігації, який гарантує оплату за облігацією.
Лeverедж, “принцип важеля” (leverage)	1) у США цим терміном позначається співвідношення між власним і залученим капіталом; 2) використання компанією власних обмежених активів для гарантії значних позик, які вона бере для фінансування власної діяльності.
Ліквідація (liquidation)	— продаж (закриття) попередньої позиції за ф'ючерсними контрактами або повторне придбання (закриття) досі встановленої позиції. Перше називається довгою ліквідацією, друге – коротким відшкодуванням.
Ліквідація контракту (close out)	— механізм, за допомогою якого довга або коротка позиція закривається або ліквідується укладанням оберненої (офсетної) угоди.
Ліквідний ринок (liquid market)	— ринок, на якому угоди придбання-продажу можуть виконуватися без будь-яких обмежень через наявність великої кількості учасників.
Ліміт, обмеження (limit)	— встановлена клієнтом певна ціна, яку брокер при виконанні замовлення не може змінити ні в бік підвищення, ні в бік зниження.
Лімітний наказ (limit order)	— наказ, яким клієнт встановлює ліміт на мінімальну реалізаційну ціну чи на максимальну купівельну ціну.

Лістинг (listing)	<ol style="list-style-type: none"> 1) 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; 2) угода між емітентом цінних паперів і фондовою біржею чи небіржовими учасниками фондового ринку про передавання частини цінних паперів для продажу чи ринкового котирування.
Локал (local)	— член біржі, який має право укласти угоди в операційній залі біржі за свій рахунок або за дорученням членів біржі, але не від імені клієнтів. Це право має окрема приватна особа.
Лонг (довгий) (long)	— маклер, який закупив ф’ючерсні контракти, або власник нехеджованих фізичних товарів. “Чистий лонг” – маклер, у якого загальна кількість контрактів на придбання більша від кількості контрактів на продаж товарів, яких продавець не має.
Лот, партія (lot)	<ol style="list-style-type: none"> 1) стандартна за кількістю та якістю партія товару, що пропонується для продажу на біржі (аукціоні); 2) одиниця вимірювання товарів або одиниця торгівельної угоди, що дорівнює одному ф’ючерсному контракту; 3) біржовий контракт.
Лямбда (lambda)	— ступінь зміни ціни опціону при зміні її волатильності.
Маклер торговельного поля (floor trader)	— 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.
Максимум (high)	— найвище значення показника за певний період часу.
Маржа, гарантійний внесок (margin, variation margin)	— 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, як тільки нереалізована втрата перевищить 25% його початкового внеску.
Маржа, різниця, межа (margin)	<ol style="list-style-type: none"> 1) різниця між цінами купівлі та продажу цінних паперів або товарів дилером; 2) для угод з товарами і валютою розмір авансу, що вноситься брокеру або дилеру особою, яка грає на біржі, чи інвестором при купівлі ф’ючерса.
Маркетмейкер (market maker)	— 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.

Межі коливань/ зміни ціни (maximum fluctuation)	— максимальне щоденне коливання (відхилення) ціни, що допускається на окремих ринках.
“Метелик” (butterfly)	— 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 опціона. “Метелик” виявляється найбільш прибутковою стратегією в умовах, коли курс цінного паперу коливається у вузьких межах.
Мінімум (low)	— найнижче значення показника за певний період часу.
“Місцевий” (local)	— біржовик, який торгує за власний рахунок. Ця людина має місце на ринку товарних ф’ючерсів і діє від власного імені.
Місяць “spot” (spot month)	— місяць, починаючи з якого може відбуватися поставка товарів, що були придбані за ф’ючерсним контрактом.
Місяць поставки (delivery month)	— місяць, обумовлений для поставки за ф’ючерсним контрактом місяць виконання строкових контрактів, всіх ф’ючерсних контрактах треба вказувати місяць поставки.
Надмірне зростання (overshooting)	— стрибкоподібне підвищення вартості активів з подальшим поступовим відновленням рівноваги, що пояснюється змінами в очікуваннях.
Надмірне придбання (overbought)	1) придбання занадто великої кількості товару порівняно з необхідною чи замовленою кількістю; 2) придбання більшої кількості цінних паперів чи біржових товарів, ніж це може бути покрито гарантійним внеском дилеру чи брокеру; 3) занадто швидке покращення кон’юнктури за рахунок надмірного зростання обсягів придбання.
Надмірний продаж (oversold)	1) продаж товару чи послуги, який перевищує можливості виробника чи продавця; 2) різке погіршення ринкової кон’юнктури внаслідок надмірних продаж.
Наказ, доручення (order)	— наказ клієнта брокерові про виконання біржової операції.
Наказ про продаж для обмеження збитків (stop-loss order)	— 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.
Наказ ринковий (market order)	— наказ продати або купити за ринковою ціною.
Напрямок руху ринку, тренд (trend)	— загальний напрям зміни цін або курсів в одному напрямі.
Націнка (premium)	— підвищення ціни за умови поставки товару вищої якості, ніж передбачено ф’ючерсним контрактом.
Нашийник” (collar)	— 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.

Невиконання умов (default)	1) невиконання будь-яких вимог, визначених законом, особливо невиконання будь-яких правил юридичної процедури; 2) невиконання умов контракта.
Нестійкий ринок (erratic)	— ринок, що характеризується швидкою зміною цін, хаотичністю в роботі та різкою зміною трендів.
Нова емісія (new issue)	1) акція, яка вперше пропонується на фондовій біржі; 2) компанія, яка вперше випустила свої акції на фондову біржу або випускає додаткові акції.
Новація (novation)	— 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.
Нормальний розподіл (normal distribution)	— статистичний розподіл, який описує частоту настання випадкових подій; розподіл має характерну дзвоноподібну, параболічну форму – симетричну, що простирається до нескінченності в обидва боки; відоме також як розподіл Гауса.
Облігація (bond)	— боргове зобов'язання, що видається позичальником кредиту. 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 дострокового погашення чи без нього, коротко- і довгострокові, забезпечені та незабезпечені тощо.
Облігація “бика” (bull note)	— 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 номінальної вартості, якщо індекс або ціна впаде). З облігацією “ведмедя” відбувається зворотне. Отже, облігації “бика” чи “ведмедя” схожі на звичайні, проте вони є ще й опціоном, який відкриває можливості для хеджування і спекуляцій.
Облікова ставка (discount rate)	— ставка процента, під який центральні банки надають кредити іншим банкам.
Обмін (exchange)	1) торгівля готовими та сировинними товарами, цінними паперами, акціями, паперовими грошима та ін.; 2) місце, де відбувається біржова торгівля, тобто фондова або товарна біржа.
Обмін, своп (swap)	— спосіб, за допомогою якого позичальник може обміняти один тип коштів, які він може легко мобілізувати, на інший, який йому потрібен для розрахунків. Своп відбувається, як правило, за посередництвом банку.
Обмінний курс, валютний курс (exchange rate)	— ціна однієї валюти, виражена в іншій валюті. Обмінний курс показує, скільки одиниць валюти будь-якої країни необхідно для придбання однієї одиниці іноземної валюти.
Обсяг (volume)	— показник активності торгівлі, що обчислюється за певний період. На товарних ринках денний обсяг представляє собою кількість придбаних і проданих протягом дня лотів.

Обсяг торговельних угод (volume of trade)	— кількість укладених ф'ючерських контрактів на придбання-продаж за конкретний період. Вказується у біржових котированнях провідних бірж світу.
Операційний/торговий зал (trading floor)	— 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.
Опір (resistance)	— сектор максимальних цін на графіку. Лінія опору будується не менше ніж за двома локальними максимумами цін.
Опціон “кол” (call option)	— 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.
Опціон “пут” (put option)	— опціон на продаж, який дає право на продаж ф'ючерського контракту.
Опціон без грошей (out-of-the-money option)	— опціон, страйкова ціна якого або ціна виконання менша від поточної ринкової ціни ф'ючерського контракту; опціон з негативною внутрішньою вартістю.
Опціон відшкодований (covered option)	— опціон одного напрямку, укладений паралельно одним і тим же учасником ф'ючерського ринку. Наприклад, опціон “кол” і позиція “лонг” за ф'ючерським контрактом.
Опціон європейський (european option)	— опціон, який дає право на реалізацію лише в момент закінчення чинності опціону.
Опціон з нульовою “внутрішньою” вартістю (at-the-money option)	— опціон типу “кол” або “пут”, за яким ціна виконання приблизно дорівнює поточній ринковій вартості даного цінного паперу.
Опціон на своїх (at-the-money option)	— опціон, страйкова ціна якого дорівнює поточній ринковій ціні.
Опціон при грошах (in-the-money option)	— опціон, страйкова ціна якого або ціна виконання, вища від поточної ринкової ціни ф'ючерського контракту.
Опціон, угода з премією (option)	— право (але не зобов'язання) укласти ф'ючерські контракти на придбання-продаж за обумовленою ціною протягом визначеного часу. Це право купує покупець опціону у продавця за визначену плату (премію), що дорівнює його потенційним втратам на ринку.
Осцилятор (oscillator)	— група індикаторів технічного аналізу.
Отримувач (taker)	— покупець опціону.
Оферта (offer)	— формальна пропозиція однієї особи іншій укласти угоду із зазначенням усіх необхідних для її укладення умов. Зокрема, в оферті вказують назву, кількість, ціну товару, умови постачання, термін поставки, умови оплати тощо.
Офсет (offset)	— компенсація за вихід з позиції. Використовують таку термінологію: “довгі” позиції ліквідують, а “короткі” — покривають.

Офсетна угода (offset)	— 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.
Офшор (off-shore)	— центр спільного підприємництва, в якому існує пільговий режим для фінансово-кредитних операцій з чужоземними резидентами і в чужоземній валюті.
“Папір” (paper)	— жаргонна назва цінних папір, які можна купувати, продавати чи утримувати в якості інвестицій/вкладень.
Паритет (par)	— повна відповідність поставленого товару параметрам, закладеним у стандартизованому ф'ючерсному контракті відносно якості та місця поставки.
Паритет (parity)	— рівність у цінах товарів, валют або цінних паперів на окремих ринках.
Переважання продавців (sellers over)	— ринок біржових товарів, цінних паперів і т.ін., на якому після задоволення заявок усіх покупців ще залишилися бажанчі продати. Такий ринок характеризується тенденцією до зниження цін і називається “слабким”.
Переключення (switch)	— закриття контракту на поставку з одним строком з одночасним відкриттям на інший.
“Переключення” (switching)	1) закриття однієї позиції на товарному ринку та відкриття аналогічної позиції за тим самим товаром, але з іншим терміном поставки; 2) інтервенція держави на міжнародному валютному ринку з метою припинення відтоку її валюти за кордон.
Перетинання (crossover)	— перетинання індикаторів, показників або цін на графіку.
Перехідний запас (carry-over)	— 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 врожаю. Таким чином, при певних обставинах, перехідний запас може суттєво впливати на рівень ринкових цін.
Підписуватися (write)	— продавати опціон.
Підтвердження (confirmation)	— ситуація, коли один показник підтверджує сигнал іншого показника.
Підтримка (support)	— сектор мінімальних цін на графіку. Лінія підтримки будується не менше ніж за двома локальними мінімумами цін.
Плаваючий валютний курс (floating exchange rate)	— курс однієї валюти відносно іншої, який вільно коливається залежно від ринкової ситуації. Плаваючий курс сьогодні характерний для більшості провідних валют і країн.
“Плавлення”/ некерований розпад (meltdown)	— катастрофічне, некероване й безконтрольне падіння цін на акції.

Повідомлення про поставку (потис) (notice of delivery)	— повідомлення продавця ф'ючерсного контракту про наміри поставити реальний товар для виконання цього контракту.
Погашення (redemption)	— погашення облігації по завершенню строку її обігу чи іншого документа, що засвідчує заборгованість позичальника перед кредитором.
“Подарунок” (gift)	— на жаргоні трейдерів угода, яка здійснена за цінами набагато сприятливішими за ринкові.
Подвійний аукціон (double auction)	— 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 контракта.
Подвійний опціон (double option)	— комбінація опціона “пут” і опціона “кол”.
Позабіржовий ринок (OTC market)	— аббревіатура поняття “позабіржовий або небіржовий ринок цінних паперів”.
Позиція (position)	1) 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.; 2) відкрита позиція продавця або покупця ф'ючерсних контрактів, не реалізоване зобов'язання на біржі.
Позичковий процент (interest rate)	— сума, що утримується з позичальника за надання кредиту чи позики, яка виражається певним відсотком з обсягу кредиту.
Поставка (delivery, tender, retender)	— завершення ф'ючерсного контракту поставкою реального товару або іншого активу.
Похідний інструмент, похідний (derivative instrument, derivative)	— фінансовий інструмент, вартість якого визначається на основі очікуваних цінових 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.
Премія (fee)	— термін, що вживається для позначення ціни опціона.
Премія/надбавка (premium)	1) ціна, яку покупець сплачує продавцю опціона, 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; 2) різниця між спотовою, наявною ціною при продажі реальних товарів чи валюти та їх форвардною ціною/ціною за угодами на строк.
Прибуток (profit)	1) за разовою угодою – різниця між продажною ціною реалізованого товару чи послуги та витратами на їх виробництво (придбання); 2) за певний період виробничої діяльності – різниця між розміром чистих активів на кінець та початок періоду.

Принципал (principal)	— довіритель; особа, від імені якої діє агент або брокер.
Пролом, пробойна (break-out)	— проходження ціною рівня опору (перевищення) або підтримки (зниження).
Пропозиція (ask)	— пропозиція про продаж банком чи брокером (для іншої сторони – пропозиція купити) певного товару за вказаною ціною.
Пропозиція (offer)	— пропозиція продавця продати товар за визначеною ціною.
Пропозиція ціни, пропозиція укласти угоду (offer)	— ціна, яку продавець хоче отримати, за якою він згоден укласти угоду. Якщо його пропозиція приймається, укладається контракт, що матиме юридичну силу.
Процент (interest, percentage)	— плата позичальника за користування кредитом чи позицією у боргових відносинах. Проценти бувають простими (нараховують з початкового вкладу) і складними (нараховується з наращеної суми попереднього періоду).
Процентний арбітраж (interest arbitrage)	— операції з іноземною валютою між фінансовими центрами, що використовують різницю в процентних ставках та розбіжності між строковими та реальними валютними курсами.
“Процентні ф’ючерси” (interest-rate futures)	— 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.
Пряме котирування (direct quotation)	— котирування курсу іноземної валюти відносно одиниці національної валюти.
Пункт (point)	— мінімальне коливання цін на біржі.
Пункти доставки (delivery point)	— визначаються ф’ючерсними біржами конкретні порти, склади тощо для поставки реальних товарів під ф’ючерсні контракти.
Physical	— наявні товари на строкових товарних біржах.
Рахунок “Омнібус” (omnibus account)	— рахунок, який веде один брокер у іншого, в якому угоди двох чи більше осіб ведуться разом.
Реакція (reaction)	— зміна домінуючої на ринку тенденції/тренду на протилежну в результаті надмірних продаж на спадаючому ринку (коли деякі покупці зацікавлені низькими цінами) або надмірного придбання під час ринкового підйому (коли деякі учасники намагаються отримати прибуток).
Реакція (reaction)	— ситуація, що характеризується спадом цін після періоду зростання або навпаки.
Реальні товари (actuals, physicals)	— товари, які дійсно можна придбати і використати, на відміну від товарів, що продаються і купуються за ф’ючерсними контрактами і представлені лише документами.
Ревальвація валюти (revaluation of currency)	— 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, падіння конкурентоспроможності країни на зовнішніх ринках.

Рейнж, розмах, діапазон (range)	— різниця між найвищими та найнижчими цінами на один ф'ючерсний контракт за встановлений період.
Рента (rent)	— доходи з капіталу, землі або майна, які регулярно одержують їх власники, не займаючись підприємницькою діяльністю.
Рецесія, спад (recession)	— уповільнення чи зниження темпів зростання валового національного продукту. Глибокий занепад називається “депресія”. Спад супроводжується зниженням рівня інвестицій, зростанням безробіття та, іноді, падінням цін.
Ризик (risk)	1) ймовірність втрат від будь-якої форми завдання збитку; 2) можливість отримати негативний, від’ємний результат від комерційної діяльності.
Ринкова ціна (market price)	— ціна сировини, продукту, послуги, цінного паперу та ін. на відкритому ринку (середнє арифметичне між ціною придбання та продажу).
Ринковий наказ (market order)	— розпорядження брокеру фондової чи товарної біржі, дилеру та ін. негайно продати або купити певну кількість товарів чи цінних паперів за переважаючою ринковою ціною.
Ринковий наказ: за найкращою ціною (at best)	— команда брокеру купувати чи продавати акції, цінні папери, товари, валюти тощо за найкращою поточною ціною. Це розпорядження повинно виконуватися негайно незалежно від ринкової ситуації.
Ринок (market)	1) територія, на якій відбувається зустріч продавців і покупців для того, щоб обмінятися тим, що являє вартість; 2) організовані збори/зустріч людей, під час якої відбувається торгівля товарами цінними паперами, валютою тощо; 3) попит на певний товар чи послугу, який часто вимірюється обсягами продаж за певний період.
Ринок “биків” (bull market)	— ринок, на якому зростають ціни в результаті високого попиту.
Ринок “ведмедів” (bear market)	— ринок, на якому знижуються ціни в результаті значної пропозиції.
Ринок капіталів (capital market)	— 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, являють собою залучений капітал. Саме наявність і ступінь розвитку ринку капіталів відрізняє промислово розвинені країни від країн, що розвиваються. В останніх можливості залучення промислового і торгового капіталу або відсутні, або значно обмежені.
Ринок ліквідних товарів (liquid market)	— ринок, на якому трансакції багаточисельні й легкоздійсненні. Велика кількість покупців і продавців, завжди готових до торгівлі, робить цей ринок ліквідним.
Ринок наявного товару (cash market, spot market)	— ринок товарів з негайною поставкою. Ціни спотового ринку є базовими цінами.

Ринок наявної валюти (spot currency market)	— 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.
Ринок похідних (derivative market)	— ринок опціонів та ф'ючерсів.
Рікавері (recovery)	— поживлення ринку, зростання його обсягів.
Ро (rho)	— ступінь зміни ціни опціону при зміні ставки фінансування базового цінного паперу.
Розрахункова ціна (settlement price)	— офіційна біржова ціна закриття для контрактів ф'ючерсного ринку.
Розрив (gap)	— цінний розрив.
Розходження (divergence)	— розходження, віддалення показників один від одного.
Роялті (royalty)	— відрахування автору (ліцензіару) за право користування предметом ліцензійної угоди – винаходу, патенту, ноу-хау та ін. нематеріальних активів (право інтелектуальної власності).
Рух коштів (cash flow)	— суми коштів, отриманих чи сплачених підприємством. Плани і звіти по руху коштів, що містять усі очікувані й фактичні надходження та виплати мають першочергове значення для своєчасних розрахунків з персоналом, кредиторами, постачальниками та ін.
Common stock	— поширена у США назва звичайних акцій.
Свінг (swing)	1) 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; 2) коливання курсу валюти і цінних паперів, а також цін товарів на біржі.
Скалпер (scalper, floor speculator)	— член біржі, біржовий спекулянт, що утримує позиції недовго, як правило, впродовж кількох хвилин.
Спеціаліст (specialist)	— дилер, який уповноважений керівництвом біржі підтримувати ринок деяких цінних паперів. Спеціалісти діють в якості маркетмейкерів і зобов'язані виконувати чотири функції: котирувати ціни, виконувати доручення на придбання чи продаж, підтримувати ліквідність ринку та бути посередниками між продавцями і покупцями.
Спред (spread)	— спекуляція ф'ючерсними контрактами на різниці цін, цінова різниця. Одночасно довга та коротка позиції на однакову кількість контрактів.
Спред “коробка” (box spread)	— комбінація опціонів “кол” і “пут” з однаковою ціною виконання.
Стандартне відхилення (standard deviation, STD)	— статистична характеристика, яка свідчить про величину відхилення у послідовності чисел; дорівнює кореню квадратному із суми квадратів відхилень від середнього.
Стартова ціна	— ціна або різниця цін, що склалися на момент відкриття

(opening price or range)	біржі.
Стоп-наказ (stop order)	— наказ брокеру про відкриття позиції у тому випадку, коли ціна досягне відповідного рівня, використовується для відкриття позицій та обмеження втрат.
Страйкова ціна (striking price)	— ціна виконання опціону.
Стредл (straddle)	— спекулятивна стратегія, при якій замінюються контракт на придбання контрактом на продаж з іншими строками поставки.
Стреп (strap)	— потрійний опціон на фондовому чи товарному ринку, який складається з одного опціону “пут” і двох опціонів “кол” з однаковими цінами і строками виконання.
Стріп (strip)	— потрійний опціон на фондовому чи товарному ринку, який складається з одного опціону “кол” і двох опціонів “пут” з однаковими цінами і строками виконання.
Строк дії контракту (life of contract)	— період часу від укладання контракту до моменту закінчення його чинності.
Строк платежу/погашення (maturity date)	— дата, за якою настає строк платежу за такими документами, як облігація, перевідний вексель або страховий поліс.
Сходження (convergence)	— сходження, зближення між показниками.
Тверда валюта (hard currency)	— валюта, яка приймається як засіб платежу будь-де у світі. Такими є валюти промислово-розвинених країн.
Тендер (tender)	1) особлива форма подання замовлень на постачання товарів і підрядів на виконання робіт, яка передбачає залучення пропозицій кількох постачальників (підрядників) з метою забезпечення найвигідніших комерційних та інших умов угоди для організаторів торгів; 2) письмова пропозиція, заявка щодо намірів поставити товар за строковим контрактом.
Теперішня вартість (time value)	— ринкова вартість опціону, яка відрізняється від його “внутрішньої” вартості. Теперішня вартість показує, скільки би коштував опціон при його негайному, достроковому виконанні.
Тета (theta)	— ступінь зміни ціни опціону при зміні часу, який залишається до закінчення його строку.
Технічний аналіз (technical analysis)	— 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.
“Тік” (tick, point)	1) мінімальне коливання біржового курсу; найменша разова зміна цін; 2) крок, пункт на ринку біржових товарів; мінімально дозволена зміна ціни контракту.

“Тісна” ціна (close price)	— ціна акції чи товару в тих випадках, коли різниця між цінами покупця і продавця незначна.
Товар (commodity)	— сировинні товари (наприклад, зерно, кава, цукор, вовна тощо) або метали та інші фізичні активи, які продаються на товарному ринку.
Товарний брокер (commodity broker)	— дилер, який здійснює угоди з товарами, насамперед той, хто обслуговує операції на товарному ринку від імені принципалів.
Товарний ринок (commodity market)	— ринок, на якому відбувається торгівля товарами. Як правило, головні ринки товарів знаходяться в країнах походження цих товарів.
Торгівля, комерція (trade)	— операції з купівлі-продажу на ринку.
Торговий рівень (trading range)	— сектор цін, в межах якого певний час торгується товар. Як правило, торгівля здійснюється в інтервалі між рівнями опору й підтримки.
Тренд (trend)	— спрямований рух показника, тенденція.
Угода на строк (forward dealing)	— угода з товарами, цінними паперами, валютою, вантажами, що передбачає їх поставку в такий-то день у майбутньому за ціною, яка узгоджена під час укладення контракта, який називається контрактом на строк. Така форма торгівлі дозволяє дилерам і виробникам покривати свої майбутні потреби шляхом хеджування своїх невідкладних купівель.
Угода, що закривається (closing deal)	— операція на товарному ринку чи на фондовій біржі, в результаті якої відбувається закриття короткої чи довгої позиції або припиняється відповідальність власника опціону.
Утримувач опціону (holder, buyer of an option)	— особа, що здобуває право купити або продати цінність, що лежить в основі опціону; покупець опціону.
Ф’ючерси (futures)	— угоди на строк. Зобов’язання прийняти або поставити товар у майбутньому. Паперові угоди у 98-99% випадків завершуються ліквідацією контрактної позиції шляхом укладання оберненої угоди з виплатою (отриманням) цінової різниці.
Фактичне отримання прибутку (profit taking)	— продаж товарів або цінних паперів з прибутком внаслідок поліпшення ринкової кон’юнктури.
Фіксований обмінний курс (fixed exchange rate)	— обмінний курс між різними валютами, який встановлюється урядом і підтримується ним шляхом скуповування чи продажу своєї валюти для підтримки чи зниження її курсу.
Фінансові ф’ючерси (financial futures)	— 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.
Флет (flat)	— рух цін без певного тренда. Як правило, горизонтальний відносно осі часу.

Фондова біржа, ринок (stock exchange, market)	— ринок, на якому купуються і продаються цінні папери, а ціни на них визначаються попитом і пропозицією.
Фондовий брокер (stockbroker)	— агент, який купує і продає цінні папери на фондовій біржі від імені своїх клієнтів та отримує за свої послуги винагороду у вигляді комісії.
Форвардне придбання (buying forward)	— придбання товарів, цінних паперів, валюти та ін. з фіксованим терміном їх поставки на будь-яку дату в майбутньому, щоби відкрити позицію “бика” або закрити “ведмежу” позицію.
Фундаментальний аналіз (fundamental analysis)	— аналіз базових факторів, що впливають на процес ціноутворення на ф’ючерсні контракти.
“Хвіст” (tail)	— ліва та права межа розподілу ймовірності; “хвостами” вони називаються через свою форму.
Хеджування (hedging)	— страхування цінних ризиків на реальних ринках за допомогою укладання ф’ючерсних контрактів.
Хеджування придбанням (buying hedge)	— операція з хеджування цінних ризиків купівлею ф’ючерсного контракту.
Хеджування продажем (selling hedge)	— операція з хеджування цінних ризиків продажем ф’ючерсного контракту.
Ціна (price)	— грошове вираження вартості товару.
Ціна біржова (price exchange)	1) 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 часу (біржовий день)). У біржових бюлетенях публікують ціни пропозиції та середні ціни купівлі; 2) 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.
Ціна використання опціона (exercise price, striking price)	— ціна акції, за якою особа, яка купила опціон, може придбати відповідний цінний папір у випадку опціона “кол” чи продати його – опціон “пут”.
Ціна реального товару (physical price)	— ціна товару, який є в наявності. У більшості форвардних і ф’ючерсних контрактів реальні/ наявні товари ніколи не постачаються, оскільки придбання і продажі взаємозарховуються.
Ціни відкриття (opening prices)	— ціни покупців та продавців, які оголошуються на початку операційного дня на будь-якому ринку цінних паперів або товарів.

Ціни закриття (closing prices)	— ціни, зареєстровані на кінець робочого дня на товарному ринку чи на фондовій біржі.
Цінний папір, забезпечення (security)	— 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.
Чартист (chartist)	— 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 ін. показників окремих компаній з метою прогнозування зміни курсів акцій цих компаній у майбутньому.
“Час і обсяги” (time & sales)	— офіційна біржова реєстрація цін, яка є основою при вирішенні спорів між клієнтом і брокером.
Часова вартість опціону (time value)	— величина, на яку премія за опціоном перевищує внутрішню вартість опціону.
“Числа” (numbers)	— жаргонний термін, що застосовується трейдерами щодо інформаційних випусків економічних показників.
Чистий дохід (net income)	— сума доходу, яка залишається після виплати з отриманого валового доходу податкових платежів, зокрема податку на додану вартість, акцизного збору, митних та деяких інших зборів.
Член розрахункової палати (clearing member)	— фірма або особа, якій гарантується виконання всіх угод, зареєстрованих на її ім'я, всі вони зобов'язані бути членами біржі.
“Швидкий ринок” (fast market)	— 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.
“Що дійшов до виконання” (run to settlement)	— позначення ф'ючерсного контракта 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.
Яма (pit)	— 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.

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>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>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>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).
<i>CSCE</i>	– Нью-Йоркська біржа кави, цукру і какао (The New York Coffee, Sugar and Cocoa Exchange).
<i>CSI</i>	– Канадський інститут цінних паперів (Canadian Securities Institute).
<i>CWT</i>	– стоуни (сто фунтів).
<i>DJIA</i>	– промисловий індекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average).
<i>EDT</i>	– східний час (Eastern Daylight Time).

<i>EST</i>	– стандартний східний час (Eastern Standard Time).
<i>EUREX</i>	– Європейська біржа деривативів.
<i>EURO</i>	– валюта Європейського Союзу.
<i>EURONEXT• LIFFE</i>	– Об'єднана європейська фондова біржа та біржа деривативів (Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів – The London International Financial Futures Exchange).
<i>FIA</i>	– Ф'ючерсна промислова асоціація (Futures Industry Association).
<i>FOREX</i>	– Міжнародний валютний ринок (Foreign Exchange Operations).
<i>FRA</i>	– базова ф'ючерсна ставка (Futures Rate Agreement).
<i>ICCH</i>	– Міжнародна Клірингова палата товарних ф'ючерсів (International Commodities Clearing House Ltd).
<i>IDA</i>	– Асоціація інвестиційних дилерів (Investment Deallers Association).
<i>IMF</i>	– Міжнародний валютний фонд (International Monetary Fund).
<i>IMM</i>	– Міжнародний валютний ринок Чиказької товарної біржі (International Monetary Market Division of Chicago Mercantile Exchange).
<i>INTEX</i>	– Міжнародна ф'ючерсна біржа, Бермуди (The International Futures Exchange, Bermuda).
<i>IOCC</i>	– Міжнародна опціонна клірингова корпорація (International Options Clearing Corp.).
<i>IOM</i>	– зведений валютний індекс опціонів Чиказької товарної біржі (Index and Options Market Division of Chicago Mercantile Exchange).
<i>IPE</i>	– 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>KCBT</i>	– Канзаська торговельна палата (Kansas City Board of Trade).
<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 Stosh Exchange).

<i>MACE</i>	– Центрально-американська товарна біржа (The Mid-America Commodity Exchange).
<i>MATIF</i>	– Паризька біржа фінансових ф'ючерсів (Marché 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 Marché des Options Negociables de Paris).
<i>NASD</i>	– Національна асоціація дилерів для торгівлі цінними паперами, США (National Association of Securities Deallers, US).
<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>NZFE</i>	– Новозеландська ф'ючерсна біржа (The New Zealand Futures Exchange).
<i>OSC</i>	– Комісія з цінних паперів, Онтаріо (Ontario Securities Commission).
<i>RHP</i>	– дохід хеджевого портфеля (Return on Hedged Portfolio).
<i>S&P</i>	– Стандарт енд Пурс (Standart and Pools).
<i>SEC</i>	– Комісія з цінних паперів, США (Securities and Exchange Commission, US).
<i>SFE</i>	– Сіднейська ф'ючерсна біржа, Австралія (The Sidney Australia Futures Exchange).
<i>SIB</i>	– Палата інвестицій та цінних паперів, Лондон (Securities and Investment Board, London, England).
<i>SIMEX</i>	– Сінгапурська міжнародна валютна біржа (The Singapore International Monetary Exchange).
<i>t or / t</i>	– тонна (tonne).
<i>T-BiLL</i>	– вексель державної скарбниці (Treasury Bill).
<i>T-BOND</i>	– облігація державної скарбниці (Treasury Bond).
<i>TCO</i>	– товарний канадський опціон (Trans Canada Options).

<i>TFE</i>	- Ф'ючерсна біржа, Торонто (The Toronto Futures Exchange).
<i>T-NOTE</i>	- казначейське зобов'язання (Treasury Note).
<i>TOCOM</i>	- Токійська товарно-промислова біржа (The Tokyo Commodity Exchange for Industry).
<i>TSE</i>	- Фондова біржа, Торонто (The Toronto Stock Exchange).
<i>VSE</i>	- Фондова біржа, Ванкувер (The Vancouver Stock Exchange).
<i>WCC</i>	- Вінніпезька торговельна клірингова палата (Winnipeg Commodity Clearing Inc.).
<i>WCE</i>	- Вінніпезька товарна біржа (The Winnipeg Commodity Exchange).
<i>WSE</i>	- Вінніпезька фондова біржа (The Winnipeg Stock Exchange).

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>Barrel</i>	– барелі.
<i>Bu</i>	– бушелі (bushels), міра об'єму рідини і сипучих речовин.
<i>1 Btu</i>	– Британська термічна одиниця (therm).
<i>BBAISR</i>	– Асоціація британських банкірів.
<i>BFE</i>	– Балтійська ф'ючерсна біржа (The Baltic Futures Exchange).
<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>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).
<i>CSI</i>	– Канадський інститут цінних паперів (Canadian Securities Institute).
<i>CWT</i>	– стоуни (сто фунтів).
<i>DJIA</i>	– промисловий індекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average).
<i>EDT</i>	– східний час (Eastern Daylight Time).
<i>EST</i>	– стандартний східний час (Eastern Standard Time).
<i>EUREX</i>	– Європейська електронна біржа деривативів.

<i>EURO</i>	– валюта Європейського Союзу.
<i>EURONEXT• LIFFE</i>	– Об'єднана європейська фондова біржа та біржа деривативів (Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів – The London International Financial Futures Exchange).
<i>FIA</i>	– Ф'ючерсна промислова асоціація (Futures Industry Association).
<i>FOREX</i>	– Міжнародний валютний ринок (Foreign Exchange Operations).
<i>FRA</i>	– базова ф'ючерсна ставка (Futures Rate Agreement).
<i>ICCH</i>	– Міжнародна Клірингова палата товарних ф'ючерсів (International Comodities Clearing House Ltd).
<i>IDA</i>	– Асоціація інвестиційних дилерів (Investment Deallers Association).
<i>IMF</i>	– Міжнародний валютний фонд (International Monetary Fund).
<i>IMM</i>	– Міжнародний валютний ринок Чиказької товарної біржі (International Monetary Market Division of Chicago Mercantile Exchange).
<i>IOCC</i>	– Міжнародна опціонна клірингова корпорація (International Options Clearing Corp.).
<i>IOM</i>	– зведений валютний індекс опціонів Чиказької товарної біржі (Index and Options Market Division of Chicago Mercantile Exchange).
<i>ICE</i>	– Міжнародна нафтова біржа, Лондон (The Intercontinental Exchange, London, England).
<i>IPU</i>	– індексний крок (Index participation unit).
<i>ISDA</i>	– Міжнародна асоціація дилерів з торгівлі свопами.
<i>KCBT</i>	– Канзаська торговельна палата (Kansas City Board of Trade).
<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 Stosh Exchange).
<i>MACE</i>	– Центральньо-американська товарна біржа (The Mid-America Commodity Exchange).
<i>MATIF</i>	– Паризька біржа фінансових ф'ючерсів (Marché 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 Marché des Options Negociables de Paris).
<i>NASD</i>	– Національна асоціація дилерів для торгівлі цінними паперами, США (National Association of Securities Deallers, US).
<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>NZFE</i>	– Новозеландська ф'ючерсна біржа (The New Zealand Futures Exchange).
<i>OSC</i>	– Комісія з цінних паперів, Онтаріо (Ontario Securities Commission).
<i>RHP</i>	– дохід хеджевого портфеля (Return on Hedged Portfolio).
<i>S&P</i>	– Стандарт енд Пурс (Standart and Pools).
<i>SEC</i>	– Комісія з цінних паперів, США (Securities and Exchange Commission, US).
<i>SFE</i>	– Сіднейська ф'ючерсна біржа, Австралія (The Sidney Australia Futures Exchange).
<i>SIB</i>	– Палата інвестицій та цінних паперів, Лондон (Securities and Investment Board, London, England).
<i>SIMEX</i>	– Сінгапурська міжнародна валютна біржа (The Singapore International Monetary Exchange).
<i>t or / t</i>	– тонна (tonne).
<i>T-BiLL</i>	– вексель державної скарбниці (Treasury Bill).
<i>T-BOND</i>	– облігація державної скарбниці (Treasury Bond).
<i>TCO</i>	– товарний канадський опціон (Trans Canada Options).
<i>T-NOTE</i>	– казначейське зобов'язання (Treasury Note).
<i>TOCOM</i>	– Токійська товарно-промислова біржа (The Tokyo Commodity Exchange for Industry).
<i>VSE</i>	– Фондова біржа, Ванкувер (The Vancouver Stock Exchange).
<i>WCC</i>	– Вінніпезька торговельна клірингова палата (Vinnipeg Commodity Clearing Inc.).
<i>WCE</i>	– Вінніпезька товарна біржа (The Vinnipeg Commodity Exchange).
<i>WSE</i>	– Вінніпезька фондова біржа (The Vinnipeg Stock Exchange).

Бібліографія

Нормативно-правові акти

1. Закон України “Про господарські товариства” //ВВРУ. –1991. –№49. –С.682.
2. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”. // ВВРУ. –1996. –№51. –С.292.
3. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” //ВВРУ. –1997. – №27. –С.181.
4. Закон України “Про похідні цінні папери” (проект) //Українська інвестиційна газета. –№18(188). –18 травня 1999 р. –С.5.
5. Закон України “Про товарну біржу” зі змінами і доповненнями, внесеними Законом України від 26 січня 1993 р. //www.nabu.kiev.ua.
6. Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг” //Україна-Business. –17-24 липня 2001 р. –№29. –С.5.
7. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” //ВВРУ. –1991. –№38. – С.508.
8. Законопроект “О ценных бумагах и фондовом рынке” //Бизнес. –№29(444). – 6 июля 2001 г. –С.20-21.
9. Концепция функционирования и развития фондового рынка в Украине // Деловая Украина. –1994. –№53. –С.4.
10. Концепція організації біржового сільськогосподарського ринку //Постанова Кабінету Міністрів України від 17 листопада 1995 р. №916.
11. Концепція розвитку біржового ринку //Постанова Кабінету Міністрів України від 5 серпня 1997 р. № 848.
12. Правила біржової торгівлі затверджені наказом Міністерства сільського господарства і продовольства, Міністерства економіки і Міністерства фінансів України від 3.04.1996 р. №103/44/62.
13. Правила випуску та обігу валютних деривативів. Затверджено Постановою Правління НБУ від 07.07.1997 р. №216.
14. Правила випуску та обігу фондових деривативів //Галицькі контракти. –1997. – №36. –С.42.
15. Правила здійснення операцій на міжвалютному ринку України: Затверджено Постановою Правління НБУ №150 від 15.04.1998 р.
16. Правила проведення торгів у секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі. Затверджені Біржовим комітетом УМВБ. Протокол №33 від 17.10.1997 р.
17. Правила проведення торгів у секції строкового ринку Української міжбанківської валютної біржі. Затверджені Біржовим комітетом УМВБ. Протокол №33 від 17.10.1997 р.
18. Проект Закону України “Про строкові фінансові інструменти” //Бизнес. – №27(442). – 2 июля 2001 г. –С.16-17. –www.rada.kiev.ua.

19. Указ Президента України “Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України від 26 березня 2001 р. №198.
20. Указ Президента України “Про заходи щодо забезпечення формування та функціонування аграрного ринку” від 6 червня 2000 р. №767.
21. Указ Президента України “Про невідкладні заходи щодо прискорення реформування аграрного сектора економіки” від 3 грудня 1999 р. №1529.

Література та наукові джерела

22. Адекенов Т.М. Банки и фондовый рынок. Анализ. Практика. Эволюция. –М.: «Ось-89», 1997. –160с.
23. Акелис С.Б. Технический анализ от А до Я. –М.: Диаграмма, 1999. –376с.
24. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. –М.: Финансы и статистика, 1992. –352с.
25. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг: введение в фондовые операции. –М.: Финансы и статистика, 1991. –160с.
26. Аналитика финансового рынка Украины //Бизнес. –№29(444). –16 июля 2001 г. – С.20.
27. Андреев В.К. Рынок ценных бумаг. Правовое регулирование. Курс лекций. –М.: Юридическая литература, 1998. –160с.
28. Анесянц С.А. Основы функционирования рынка ценных бумаг. –М.: Контур, 1998. –368с.
29. Астахов В.П. Ценные бумаги. –М.: «Издательство ПРИОР», 1998. –288с.
30. Барабаш О., Пилипко О. Товарна біржа – не нотаріальна контора //Право України. – 1997. –№7. –С.5-7.
31. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. –М.: Экзамен, 2001. – 608с.
32. Белов В.А. Что читать о векселе. –М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1999. –179с.
33. Белошапка В. Банковские услуги в рамках финансовой инженерии //Финансовые услуги. –1998. –№7-8.
34. Бельх Л.П. Основы финансового рынка. 13 тем. Учеб. пособие. –М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. –231с.
35. Бергер Ф., Беер Р. Без страха перед «черной пятницей». Что делать при понижении биржевых курсов? Пер. с нем. –М.: Интерэксперт, Финстатинформ, 1998. –269с.
36. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Учеб. пособие. –М.: ИНФРА-М, 2000. –270с.
37. Берзон Н.И., Буянова Е.А., Кожевников М.А., Чаленко А.В. Фондовый рынок: Учебное пособие для высших учебных заведений экономического профиля. –2-е изд. –М.: Вита-Пресс, 1999. –400с.
38. Биржевая деятельность. Учебник /Под ред. А.Г. Грязновой, Р.В. Корнеевой, В.А. Галанова. –М.: Финансы и статистика, 1996. –240с.
39. Биржевое дело: Учебник /Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –304с.
40. Биржевой портфель. Книга биржевика. Книга биржевого коммерсанта. Книга брокера. Подписная серия для предпринимателей: Портфель делового человека. – М.: СИМИТЭК, 1993. –704с.

41. Біржі вижили: за матеріалами Мінстату //Галицькі контракти. –1994. –№1. –С.16.
42. Бирючев О.И. О возможности страхования бюджета от падения мировых цен на нефть //Финансы. –2002. –№5. –С.43-47.
43. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. –Т.1. –К.: НИКА-ЦЕНТР, 1999. –592с.
44. Бланк И.А. Торгово-посредническое предпринимательство. Экономические основы биржевой торговли и брокерской деятельности. –К.: АО «Украинская финансовая группа», 1992. –204с.
45. Блэк Дж. Экономика. Толковый словарь. Англо-русский. –М.: ИНФРА-М, Изд-во «Весь Мир», 2000. –840с.
46. Бороздин П.Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок. Учеб. пособие. –М.: Ин-т экономики и права, 1994. –170с.
47. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. –М.: ЗАО «ОЛИМП». –Бизнес, 1997. –С.1037-1041.
48. Бункич М.К. Валютный рынок. –М.: АО «ДИС», 1995. –112с.
49. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. –М.: ИНФРА-М, 1996. –368с.
50. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. –М.: 1-ая Федеративная книготорговая компания, 1998. – 352с.
51. Буренин А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. –М.: Тривола, 1995. – 240с.
52. Бьльцов С.Ф. Настольная книга российского инвестора: Учеб.-практ. пособие. –СПб.: Изд. дом «Бизнес-пресса», 2000. –512с.
53. Бэрд Б. Как выигрывать в электронном дэйттрейдинге. –М.: ИК Аналитика, 2001. –280с.
54. Бэстенс Д.Э., ван-ден Берг В.М., Вуд Д. Нейронные сети и финансовые рынки: принятие решений в торговых операциях. –М.: ТВП, 1997. –236с.
55. Валиев С.Х., Эльтазаров Б.Т. Защита ценных бумаг. –М.: ЧеРо, 1997. –156с.
56. Васильев О.Д. Теорія фінансів: Підручник. –К.: НІОС, 2000. –416с.
57. Васильев Г.А., Каменева Н.П. Товарные биржи: Практическое пособие. –М.: Высшая школа, 1991. –111с.
58. Васильченко З. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів // Банківська справа. –1998. –№1(19). –С.46-53.
59. Введение в Российский фондовый рынок. Учеб. пособие /В.С. Золотарев, Н.Г. Кузнецов, Н.И. Кравцова и др. –Ростов-на-Дону: РГЭА, 1995. –228с.
60. Вильямс Л. Долгосрочные секреты краткосрочной торговли. –М.: ИК Аналитика, 2001. –312с.
61. Воеводская Т.П. Из истории биржи //Деньги и кредит. –1991. –№10. –С.63-64.
62. Воловик А.М., Голда З.К. Основы биржевой деятельности. Курс лекций. –М.: Финансы и статистика, 1994. –88с.
63. Воловик А.М., Семенов А.В. Три эпохи биржи в России. –М.: Финансы и статистика, 1993. –94с.
64. Вэйтилингэм Ромеш. Руководство по использованию финансовой информации Financial Times. Пер. с англ. –М.: Финансы и статистика, 1999. –400с.
65. Гаврилов В.В. Рынок ценных бумаг. Вопросы теории и практики. –Воронеж: Изд-во Воронеж, ун-та, 1995. –108с.

66. Галкин В.В., Шанидзе Н.П. Биржи в структуре экономики. –Воронеж: Центр.-Чернозем, кн. изд-во, 1995. –113с.
67. Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. –М.: ОАО «Издательство «Экономика»», 1998. –222с.
68. Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій з ф'ючерсами та опціонами //Вісник НБУ. –№6. –2000. –С.44-48.
69. Германчук Г.Н., Шнига А.Н. Ценовой механизм и реализация продукции в АПК. –К.: Украина, 1997. –56 с.
70. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. Пер. с англ. –М.: Дело, 1999. –1008с.
71. Глущенко В.В. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: системный подход. –М.: «Крылья», 1999. –216с.
72. Гольцберг М.А., Хасан-Бек Л.М. Основы финансового инвестирования. –К.: МЦПМ, 1995. –114с.
73. Горбатова Л., Губанова И. Российские биржи на рынке зерна //АПК: Экономика и управление. –1994. –№4. –С.44-47.
74. Гордон В. Основні фінансові інструменти міжнародного валютного ринку та перспективи їх розвитку в Україні //Финансовые услуги. –1999. –№3-4. – С.30-34.
75. Гришаев С.П. Что нужно знать о ценных бумагах. –М.: Юристъ, 1997. –280с.
76. Губський Б.В. Біржові технології ринку. –К.: Наука, 1995. –278с.
77. Губський Б.В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. –К.: Наукова думка, 1998. –308с.
78. Гудков Ф.А., Makeev A.B. Вексель. Практическое пособие по применению /Под ред. Д.А. Равкина. –М.: Банковский Деловой Центр, 1996. –132с.
79. Гутник В.П. Порядок организации и функционирования акционерных обществ (на примере ФРГ). –М.: ИНИОН, 1992. –175с.
80. Дараган В.А. Игра на бирже. –М.: УРСС, 1998. –232с.
81. Дегтярева О.И. Биржевое дело: Учебник для ВУЗов. –М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2000. –679с.
82. Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело: Учебник для ВУЗов.– М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. –504с.
83. Демарк Т.Р. Технический анализ – новая наука /Пер. с англ. –М.: Диаграмма, 1997. –282с.
84. Денисов С.А. Управление развитием биржевой деятельности. Автореф. диссертации канд. экон. наук: 08.00.05. –М.: МГУ, 1993. –18с.
85. Джонс Р. Биржевая Игра: сделай миллионы – играя числами. –М.: ИК Аналитика, 2001. –264с.
86. Диго С.Н., Диго С.С. Биржевая деятельность. Учеб. пособие. –М.: Изд-во УРАО, 1997. –200с.
87. Дилинг и ценные бумаги. Англо-русский словарь терминов и определений /Составитель А.В. Королькевич. –М.: «Ось-89», 1996. –237с.
88. Дмитрук Б.П. Організація біржової діяльності в агропромисловому комплексі: Навчальний посібник. –К.: Либідь, 2001. –342с.
89. Долан Э. Дж., Линдсей Д. Рынок: микроэкономическая модель /Пер. с англ. В. Лукасевича и др.; Под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукасевича. –СПб., 1992. –402с.

90. Доунс Дж., Гудман Дж. Финансово-инвестиционный словарь: Пер. 4-го перераб. и доп. англ. изд. –М.: ИНФРА-М, 1997. –586с.
91. Дякин Б.Г. и др. Энциклопедия рынка. Многоотомный пятиязычный словарь-справочник. Термины – эквиваленты – дефиниции – регистры. Том 2. Биржи. Финансовая отчетность. –М.: ROSBI – РОСБИ, 1995. –684с.
92. Дякин Б.Г. и др. Энциклопедия рынка. Многоотомный пятиязычный словарь-справочник. Термины – эквиваленты – дефиниции – регистры. Том 3. Глобальный бизнес. Интеллектуальная и промышленная собственность. –М.: ROSBI – РОСБИ, 1996. –668с.
93. Едророва В.Н. Методические аспекты анализа доходности предпринимательских операций с ценными бумагами. –Н. Новгород: Изд-во ННГУ, 1997. –326с.
94. Едророва В.Н., Мизиковский Е.А. Регулирование и учет операций с векселями. – М.: Финансы и статистика, 1996. –128с.
95. Економічна енциклопедія: У 3-х томах. /Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. Т.1. (3093 статті, А–К), 2000. –864с.; Т.2. (1968 статей, К–П), 2001. –848с.; Т.3., (3295 статей, П–Я), 2002. –920с.
96. Єщенко Е.П. Біржа: функції і засади //Економіка України. –1994. –№3. –С.16.
97. Жваколюк Ю.В. Внутрідневна торгівля на ринку ФОРЕКС. –СПб.: Изд-во «Питер», 2000. –192с.
98. Жваколюк Ю.В. Дилінг для починаючих. –СПб.: Питер, 2001 –160 с. –(Серія «Наука делать деньги»).
99. Жуков Р.А. Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебник для ВУЗов. –М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. –224с.
100. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. –4-те вид., випр. та доп. –К.: Т-во «Знання», КОО; Л.: Вид-во Львів. банк. ін-ту НБУ, 2002. –566с.
101. Загорський В.С. Ринок цінних паперів. –Львів: Львівська комерційна академія, 1995. –171с.
102. Задоя А.О., Ткаченко І.П. Структура та функції сучасного фінансового ринку // Фінанси України. –1999. –№5. –С.3-11.
103. Зайцева Л. Биржа в России, или Падение Святой Руси. –М.: Институт экономики РАН, 1993. –188с.
104. Зудин Ю.М. Английский для дилеров системы Рейтер: English for Reuters Dealers. Учебник английского языка. –М.: ИНФРА-М, 1997. –98с.
105. Иванов А.Н. Обращение и регистрация ценных бумаг. –М.: ИНФРА-М, 1996. –144с.
106. Игнатушенко В.Н., Шитов А.М. Государственные облигации. Как вкладывать деньги и получать доход. –М.: ИНФРА-М, 1996. –96с.
107. Институты рынка ценных бумаг в России. Справочник. 1997. –М.: АФПИ ЭИЖ, 1997. –336с.
108. Казин Н. Сведения о бумагах, оплачиваемых, конвертируемых и выпускаемых государственным банком и его учреждениями. –СПб., 1917. –47с.
109. Как закрывали биржу //Украинский биржевой вестник. –1993. –№46. –С.3.
110. Как продать акции. Практические рекомендации. –М.: Дело, 1997. –72с.
111. Как работает биржа. –М.: ТОО «Виант», фирма «ЭкоПрог», 1991. –76с.
112. Калашников А.В. Сегодня и завтра агропромышленной биржи //АПК: экономика, управление. –1992. –№6. –С.44.
113. Калина А.В., Корнеев В.В., Кошечев А.А. Рынок ценных бумаг (теория и практика). Учеб. пособие. –2-е изд., перераб. и доп. –К.: МАУП, 1999. –256с.

114. Кандинская О.А. Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии. –М.: Изд-во АО «Консалтбанкир», 2000. –272с.
115. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. Учеб. пособие. –М.: Русская Деловая Литература, 1997. –247с.
116. Карликов Е.И., Тарачев В.А. Ценные бумаги субъектов РФ и муниципальных образований. –М.: Рейтинг, еженед. «Экономика и жизнь», 1996. –304с.
117. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. –М.: Юрайт, 1998. –144с.
118. Катания П.Д. Руководство по биржевому делу. Товарные сделки и ценные бумаги /Пер. М.И. Сороко и А.С. Каменского. –М.: МФСП «Аспект», 1991. –256с.
119. Кац Дж.О., МакКормик Д.Л. Энциклопедия торговых стратегий /Пер. с англ. –М.: Альпина Паблишер, 2002. –400с.
120. Кашпір Р., Матвієнко П. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків //Банківська справа. –1998. –№2(20). –С.8-16; –№3(21). –С.50-55.
121. Кещан В.Г. Биржевой рынок. Страницы истории и становления в современных условиях. –М.: РЭА, 1996. –352с.
122. Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги. –СПб.: Издательство «Питер», 2000. –752с.
123. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. –М.: Юристъ, 2000. –704с.
124. Киреев А. Международная экономика. В 2-х частях. Часть II. Международная макроэкономика: Открытая экономика и макроэкономическое программирование. –М.: Международные отношения, 1999. –484с.
125. Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. –М.: ИНФРА-М, 1996. –208с.
126. Колб Р.У. Финансовые деривативы: Учебник. –Изд. 2-е: Пер. с англ. –М.: Информ.-изд. дом «Филинь», 1997. –360с.
127. Колби Р.В., Мейерс Т.А. Энциклопедия технических индикаторов рынка. Пер. с англ. –М.: Издательский дом «АЛЬПИНА», 1998. –581с.
128. Колесник В.В. Введение в рынок ценных бумаг. –К.: А.Л.Д., 1995. –176с.
129. Колесников В.И. Ценные бумаги. –М.: Финансы и статистика, 1997. –416с.
130. Колтынюк Б.А. Рынок ценных бумаг. Учебник. –СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2000. –427с.
131. Колтынюк Б.А. Ценные бумаги. Учебник. –СПб.: Изд-во Михайлова В.А., 2000. –304с.
132. Кон Дж. Введение в ценные бумаги и инвестиции. Персональный конспект-учебник. Пер. с англ. –М.: Ин-т ценных бумаг, 1995. –105с.
133. Коннолли К.Б. Покупка и продажа волатильности. –М.: ИК Аналитика, 2001. –264с.
134. Кофман А. Тайны биржевых спекуляций. –М.: Изд. журнала “Торговое дело”, 1898. –40с.
135. Кравцова Н.И., Лубнев Ю.П. Ценные бумаги и механизм сделок на фондовом рынке. Текст лекций. –Ростов н/Д: Рост. гос. экон. акад., 1995. –65с.
136. Кравченко П.П. Как не проиграть на финансовых рынках. –М.: Информационно-аналитический и учебный центр НАУФОР, 1999. –208с.
137. Кравченко П.П. Образовательный курс финансового управляющего //Финансовый менеджмент. –2001. –№6. –С.98-120.
138. Кравченко Ю.Я. Рынок ценных бумаг: Курс лекций. –К.: ВИРА-Р, 2002. –368с.

139. Крамаренко Я. Валютні деривативи: сутність, класифікація, призначення //Економіст. –2000. –№19. –С.44-47.
140. Красавин А.В. Фермер на товарной бирже //Степные просторы. –1993. –№12. –С.20.
141. Кроммэ О.А. Биржевой механизм в рыночной экономике: Создание и перспективы развития. –Ленинград, 1990. –58с.
142. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов /Пер. с нем. Под общ. Ред. В.В. Ковалева и З.А. Сабова. –СПб.: Издательство «Питер», 2000. –400с.
143. Кудряшов В.В. Как провести эмиссию акций в акционерном обществе. Справочное пособие. –М.: Центр экономики и маркетинга, 1998. –224с.
144. Кузнецов М.В., Овчинников А.С. Технический анализ рынка ценных бумаг. –М.: ИНФРА-М, 1996. –122с.
145. Кузнецова Е. Российский рынок фьючерсов: гарантии редки //Деловые люди. –1993. –№5. –С.39.
146. Кузьмін О., Колісник М. Перехід на ф'ючерсні рейки //Діло. –1993. –№14(121). –С.3.
147. Кураков В.Л. Правовое регулирование рынка ценных бумаг РФ. –М.: Пресс-Сервис, 1998. –288с.
148. Лагнер И. Правила и правовые основы торговли на бирже //АПК: Экономика, управление. –1992. –№10. –С.53.
149. Лактіонов О.В. Економічний механізм біржової торгівлі в управлінні цінним ризиком /Автореферат дисертації канд. екон. наук. –Харків: ХДТУБА, 2001. –19с.
150. Лапко О.О. Проблеми фінансування інноваційної діяльності в Україні //Вісник Національного університету «Львівська Політехніка» “Менеджмент та підприємництво в Україні”. –2001. –№417. –С.339-342.
151. Лебо Ч., Лукас Д.В. Компьютерный анализ фьючерсных рынков. Пер. с англ. –М.: Издательский дом «АЛЬПИНА», 1998. –304с.
152. Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта /Пер. с англ. Б. Пинскера. –М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. –544с.
153. Липилина С.В. Рынок производных ценных бумаг //Фондовый рынок. –2000. –21 января. –№3. –С.43-44.
154. Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П. Рынок государственных облигаций. Учеб. пособие /Под ред. Е.Ф. Жукова. –М.: Финстатинформ, 1997. –110с.
155. Литтл Дж., Роудс Л. Как пройти на Уолл-стрит. Пер. с англ. /Под ред. Н.Н. Барышниковой. –М.: ЗАО «Олимп-бизнес», 1998. –368с.
156. Лихтерман С.С., Щукин В.К., Лимитовский М.А., Назарова Н.В. Операции с ценными бумагами. Учеб. пособие. –М.: Изд-во Моск. гос. ун-та, 1997. –182с.
157. Луцишин З.О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практична філософія і реалії української економіки. –Тернопіль: Збруч, 1997. –333с.
158. Луцишин З.О. Сутність і тенденції розвитку світового фінансового середовища // Вісник НБУ. –2001. –№4. –С.38-43.
159. Лысенков Ю.М., Рымарук А.И., Музыченко О.В. Фондовый рынок. Терминологический словарь справочник. 1997. –266 с.
160. Лысенков Ю.М., Рымарук А.И., Педь И.В. Договорно-правовое регулирование фондового рынка. 1998. –374с.
161. Лысенков Ю.М., Рымарук А.И., Педь И.В., Поважный А.С. Участники фондового рынка: функции, организация деятельности. 1998. –288с.

162. Лысенков Ю.М., Фетюхина Н.В., Зельцер Е.Р. Международный фондовый рынок. Инструментарий. Участники. Информационное обеспечение. –К.: Киев, ин-т банкиров банка «Украина», 1995. –140с.
163. Лялин В.А., Воробьев П.В. Ценные бумаги и их обращение. –СПб.: Филиал журнала «Юность», альманах «Петрополь», 1996. –180с.
164. Лялин В.А., Воробьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа. Изд. 2-е, перераб. и доп. –М.: Информационно-издательский дом «Филинг», Рилант, 2000. –248с.
165. Ляшенко В. И. Фондовые индексы и рейтинги. –Донецк: Сталкер, 1998. –320с.
166. Ляшенко В.И. Фондовые индексы и рейтинги. –Донецк: Сталкер, 1998. –320с.
167. Макеев А.В., Павлодский Е.А. Вексельное право. Основные положения и юридический комментарий. –М.: Банковский Деловой Центр, 1997. –144с.
168. Максимова Л.М., Носкова И.Я. Международные экономические отношения. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. –152с.
169. Малер Г. Производные финансовые документы. Прибыли и убытки / Пер. с нем. –М.: ИНФРА-М, 1996. –160 с.
170. Малу́га Н. Проблеми сумісності понятійної бази інвестиційних процесів в Україні та Європейському Союзі //Матеріали четвертої міжнародної конференції “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський союз: інвестиційні аспекти”. –14-16 вересня. –1999. –Ялта-Форос. –С.70-75.
171. Маршалл Дж.Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1998. –784с.
172. Матросов С. Рынок деривативов Западной Европы //Рынок ценных бумаг. – 2001. –№19(202). –С.29-34.
173. Матюхин Г.Г. «Горячие деньги». Проблемы спекулятивного «блуждающего» капитала. –М.: Наука, 1974. –176с.
174. Машлій Г.Б. Організація і регулювання діяльності товарних бірж /Дисертація на здобуття наукового ступеня канд. екон. наук: 08.02.03. –Тернопіль-Львів: Держ. університет “Львівська політехніка”. –2001. –195с.
175. Международная торговля: финансовые операции, страхование и другие услуги. Пер. с англ. –К.: Торгово-издательское бюро ВНУ, 1994. –480с.
176. Мельник В.А. Ринок цінних паперів. Довідник керівника підприємства. Спеціальний випуск. –К.: А.Л.Д., ВІРА-Р, 1998. –560с.
177. Мендрул О.Г, Шевчук І.А. Ринок цінних паперів: Навчальний посібник. –К.: КНЕУ, 1998. –150с.
178. Меньшиков И.С. Финансовый анализ ценных бумаг. Курс лекций. –М.: Финансы и статистика, 1998. –360с.
179. Мертенс А.В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. –406с.
180. Мерфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. –М.: Сокол. –1996. –836с.
181. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. –М.: Перспектива, 1995. –550с.
182. Мировая лига спекулянтов //Капитал. –№5. –1998. –С.80-82.
183. Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок. Тенденции и инструменты. –М.: Экзамен, 2000. –768с.
184. Михайлов Д.М. Современные долговые и производные финансовые инструменты мирового рынка ссудных капиталов. –М.: Фин. акад. при Правительстве РФ, 1998. –385с.

185. Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: Пер. з англ. –К.: Основи, 1998. –963с.
186. Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник /А.С. Філіпенко В.І. Мазуренко, В.Д. Сікора та ін. /За ред. А.С. Філіпенка. –К.: Либідь, 1997. –208с.
187. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Організація ф'ючерсного валютного ринку //Фінанси України. –1998. –№10. –С.60-69.
188. Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. –К.: УАННП “Феникс”, 1997. –276с.
189. Мэрфи Дж. Межрыночный технический анализ. Торговые стратегии для мировых рынков акций, облигаций, товаров и валют /Пер. с англ. –М.: Диаграмма, 1999. –317с.
190. Мэрфи Дж. Руководство по изучению книги «Технический анализ фьючерсных рынков». Самоучитель /Пер. с англ. –М.: Диаграмма, 1999. –150с.
191. Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков. Теория и практика. –М.: Диаграмма, 1998. –592с.
192. Мэрфи Дж.Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика. –М.: Сокол, 1996. –836с.
193. Назиров В.Р. Биржевое дело: из опыта США и Японии. –М.: Финиздат, 1994. –160с.
194. Найман Э.Л. Мастер-трейдинг: секретные материалы. –М.: Альпина паблишер, 2002. –320с.
195. Найман Э.Л. Малая Энциклопедия Трейдера. –К.: ВИРА-Р, 2001. –296с.
196. Найман Э.Л. Трейдер-Инвестор. –К.: ВИРА-Р, 2000. –635с.
197. Нидерхоффер В. Университеты биржевого спекулянта /Пер. с англ. О. Блейз. – М.: КРОН-ПРЕСС, 1998. –352с.
198. Николаев В. Словарь-справочник брокера. –М.: OXIR Financial services LTD, 1997. –95с.
199. Нисон С. Японские свечи: графический анализ финансовых рынков. Пер. с англ. Дозорова Т., Волкова М. –М.: Диаграмма, 1998. –336с.
200. Нікбахт Е., Гроппеллі А. Фінанси. – К.: Основи, 1993. – 383 с.
201. Овчинников О. Г. Игры на рынке валютных фьючерсов: основные факторы курса фьючерсов, оптимизация принятых решений. –М.: ИНФРА-М, 1995. –64с.
202. Организованный рынок государственных ценных бумаг РФ. –М.: МЦ ФЭР, 1997. – 352с.
203. Оскольский В.В. Фондовый рынок республики Корея: Учебное пособие. –К., 1999. –120с.
204. Основы биржевой деятельности. Учебно-методическое пособие /Составитель Брызгалин О.Р. –К.: МАУП, 1995. –80с.
205. Павлов В.І., Кривов'язюк І.В. Ринок цінних паперів: Курс лекцій. –Луцьк: Надстир'я, 1999. –342с.
206. Павлова Л.Н. Корпоративные ценные бумаги: эмиссия и операции предприятий и банков. –М.: ЗАО «Бухгалтерский бюллетень», 1998. –528с.
207. Павлова Л.Н. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг. Практическое пособие. –М.: Бухгалтерский бюллетень, 1997. –192с.
208. Пантелеев П.А. Рынок ценных бумаг. –М.: ИНФРА-М, 1996. –110с.
209. Пензин К. EUREX – слагаемые успеха //Рынок ценных бумаг, 2001. –№ 3(186). – С.75-78.
210. Пензин К. Современное состояние и тенденция развития мирового рынка биржевых опционных контрактов //Рынок ценных бумаг. –2001. –№15(198). –С.46-50.
211. Перар Ж. Управление международными денежными потоками. –М.: Финансы и статистика, 1998. –208с.

212. Перевод фьючерсной торговли в РТС повысил надежность срочного рынка // Рынок ценных бумаг. –2001. –№21(204). –С.12-13.
213. Пилипчук В. Товарні біржі в процесі оптової торгівлі //Економіка України. – 1993. –№9. –С.62.
214. Позельский Ю. Фьючерсы на биржах США: механизм защиты цен //Деловые люди. –1993. –№5. –С.38.
215. Правила торговли фьючерсными контрактами на Киевской универсальной бирже. –К.: КУБ, 1996. –22с.
216. Практикум по биржевым играм и финансовой деятельности западных банков. – М.: МП ФОСКОМ, 1992. –224с.
217. Практические рекомендации для работы с фьючерсными контрактами в секции срочного рынка УМВБ. –К.: УМВБ, 1998. –11с.
218. Практическое руководство по биржевым операциям с нефтью и топочным топливом. –М., 1991. –110с.
219. Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навчальний посібник. –К.: КНЕУ, 1998. –108с.
220. Примостка Л.О. Операції хеджування на строкових фінансових ринках // Банківська справа. –1999. –№1(25). –С.40-44.
221. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія. –К.: КНЕУ, 2001. –263с.
222. Пятков М.Л. Вексель. Вопросы учета, анализа и налогообложения. –М.: Финансы и статистика, 1997. –208с.
223. Региональный рынок ценных бумаг: особенности, проблемы и перспективы. Учебно-практическое пособие /Под ред. Т.Б. Бердниковой. –М.: Финстатинформ, 1996. –175с.
224. Роде Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма: Пер. с нем. /Под рук. В.Н. Шенаева. –М.: Финансы и статистика, 1986. –341с.
225. Розенберг Дж.М. Бизнес и менеджмент. Терминологический словарь. –М.: ИНФРА-М, 1997. –464с.
226. Розенберг Дж.М. Международная торговля. Терминологический словарь. –М.: ИНФРА-М, 1997. –368с.
227. Романенко А.А. Прошлогодние ошибки украинского финансового рынка // Фондовый рынок. –1999. –июль. –№28. –С.14-16.
228. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: Навчальний посібник. –К.: КНЕУ, 2000. –240с.
229. Рудько-Селиванов В., Афанасьев А. Определимся в понятиях: производные инструменты или срочные сделки //Рынок ценных бумаг. –№10. –2000. –www.rcb.ru.
230. Руководство по биржевому делу, товарные сделки, ценные бумаги: Пер. с англ. / Под ред. А.Н. Голубовича. –М.: Агропромиздат, 1991. –286с.
231. Русские биржевые ценности 1914-15г. Общая часть. Справочная часть 2. –1915. –332с.
232. Рут Ф.Р., Філіпенко А. Міжнародна торгівля та інвестиції. Пер. з англ. –К.: Основи, 1998. –743с.
233. Рынок ценных бумаг. Учебник /Под ред. В.Н. Галанова, А.И. Басова. –М.: Финансы и статистика, 1998. –352с.
234. Рынок ценных бумаг. Шаг России в информационное общество /Н.Т. Клещев, А.А. Федулов, В.М. Симонов и др.; Под ред. Н.Т. Клещева. –М.: Экономика, 1997. –560с.

235. Рынок ценных бумаг: механизмы и способы его функционирования. Материалы к Международному симпозиуму «Современный фондовый рынок Украины: способы и механизмы его внедрения» 26-27 января 1995 г. –К.: Центр «Рынок», 1995. –116с.
236. Рынок ценных бумаг: Учебное пособие для вузов /Под ред. В.С. Золотарева. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2000. –352с.
237. Рэй К.И. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками. Пер. с англ. –М.: Дело, 1999. –600с.
238. Савельев С.В., Куриляк В.С. Нова економіка і моделі її формування в Україні // Журнал європейської економіки. –2002. –Т.1. –№1. –С.25-37.
239. Савицкий К.Л., Перцев А.П., Капитан М.Е. Инструментарий инвестора. –М.: ИНФРА-М, 2000. –112с.
240. Салыч Г.А. Опционные, фьючерсные и форвардные контракты: Сверхприбыльные инвестиции в период инфляции. –М., 1994. –160с.
241. Саркисянц А.Г. Мировой рынок капиталов и система его регулирования // Финансы и кредит. –2000. –№5(65). –С.30.
242. Сборник материалов по курсу “Основы торговли на товарных и фондовых биржах”. –М.: Международный институт бизнеса, 1991. –256с.
243. Семенов Н. Зерновая биржа //Степные просторы. –1992. –№10,12. –С.8.
244. Серия «Энциклопедия фондового рынка» /Под общей ред. Ю.М. Лысенкова, А.И. Рымарука. –Киев.
245. Сидорович В. Биржевая организация срочной торговли //Рос. экон. журнал. – 1993. –№9. –С.43.
246. Ситар В. Товарный фьючерс как инструмент биржевого рынка //Рынок ценных бумаг. –1994. –№16. –С.37.
247. Сільченко М.В. Математичні ризики у хеджуванні ризиків у ринку опціонів // Фінанси України. –2000. –№11. –С.100-105.
248. Смит А. Биржа – игра на деньги: Пер. с англ. –М.: Изд. дом “АЛЬПИНА”, 2000. – 285с.
249. Смит Г. Как я играю и выигрываю на бирже. –М.: ИК Аналитика, 2002. –344с.
250. Советская товарная биржа, 20-тые годы. –М.: Дело, 1992. –342 с.
251. Соколов А.Ф. Эффективность деятельности российских товарных бирж /Авто-реферат диссертации канд. экон. наук: 08.00.05. –М.: МГУ, 1993. –С.24.
252. Сорос Дж. Кризис современного капитализма. Открытое общество в опасности. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –262с.
253. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура //Вопросы экономики. – 2000. –№12. –С.58.
254. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1996. –333с.
255. Сохаська О.М. Теоретичні основи функціонування ф’ючерсних ринків //Економіка України. –2001. –№12. –С.55-61.
256. Сохаська О. Застосування опціонів у корпоративному управлінні //Економіст. – 2001. –№3. –С.33-39.
257. Сохаська О. Процедура поставки за ф’ючерсними та опціонними контрактами на зарубіжних біржових ринках //Вісник Тернопільської академії народного господарства. –1999. –Вип. 6. –С.213-223.

258. Сохацька О. Ринок похідних фінансових інструментів: зарубіжний досвід та реалії України //Економічний часопис. –1998. –№11-12. –С.17-23.
259. Сохацька О.М. Біржова справа: Навчальний посібник. –К.: Тріада-Плюс, 1994. –187с.
260. Сохацька О.М. Зарубіжні біржові ринки //Фінанси України. –2000. –№4. –С.59-67.
261. Сохацька О.М. Інструменти фондового ринку: зарубіжний досвід та практика України. Серія “Бібліотечка менеджера”. –Проект д. е. н., проф. Савельєва Є.В. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –46с.
262. Сохацька О.М. Комерційні банки на ринку цінних паперів України //Формування економічних відносин в умовах ринку: Збірник наукових праць. Випуск 1. Наук. ред., д. е. н. Фаріон І.Д. –Тернопіль: ІОА, 1997. –С.19-22.
263. Сохацька О.М. Концептуальні засади ціноутворення на ф'ючерсних ринках //Банківська справа. –№5. –2000. –С.29-32, 63.
264. Сохацька О.М. Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти: Монографія. –Тернопіль: Карт-бланш, 2002. –454с.
265. Сохацька О.М. Ретроспектива та перспектива державного регулювання ф'ючерсних ринків //Економіка і управління. –2000. –№1. –С.23-29.
266. Сохацька О.М. Ф'ючерсний контракт як інструмент інвестиційного менеджменту //Вісник ТАНГ. –Спеціальний випуск №5, 1998. –С.21-28.
267. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. –Тернопіль: Економічна думка, 1999. –408с.
268. Становление и деятельность украинской фондовой биржи как организационно оформленного рынка капиталов //Деловая Украина. –1994. –№87. –С.7.
269. Студентский М. Биржа, спекуляция и игра. –СПб. –1892. –210с.
270. Суторміна В.М., Федосов В.М., Рязанова Н.С. Фінанси зарубіжних корпорацій: Навчальний посібник /За ред. В.М. Федосова. –К.: Либідь, 1993. –247с.
271. Таранков В.И. Ценные бумаги государства Российского. –Тольятти: Интер-Волга, 1992. –648с.
272. Тарнавська Н., Сохацька О. Проблеми відновлення і розвитку інвестиційного потенціалу в системі антикризового управління підприємством //Персонал. –№1(55). –2000. –С.151-155.
273. Технический анализ для начинающих (Серия «Reuters для финансистов») /Пер. с англ. –М.: Альпина Паблишер, 2001. –184с.
274. Товарні біржі в Україні: аналіз діяльності, законодавче поле, перспективи розвитку /За ред. Саблука П.Т. та Шпичака О.М. –К.: ВІПОЛ, 1997. –278с.
275. Токмаков В.Н., Демьянов П.В., Калугин С.Б. Рынок ценных бумаг. –М.: Экология, 1993. –335с.
276. Токмакова І.В., Краснов В.Г. Сутність і структура фінансового ринку //Фінанси України. –2001. –№12. –С.112–120.
277. Томсетт М.С. Торговля опционами: спекулятивные стратегии, хеджирование, управление рисками /Пер. с англ. –М.: Издательский Дом «АЛЬПИНА», 2001. –360с.
278. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. –6-е изд. Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1997. –648с.
279. Улыбин К.А., Андрюшина И.С., Харисова Н.Л. Брокер и биржа. Пособие для брокеров и их клиентов. –М.: Информ-бизнес, 1991. –156с.
280. Ульрих Х., Егорова И.Б., Новицкий В.Г. Брокер и товарная биржа: принципы работы, терминология, документы. –К.: Фирма “ВІПОЛ”, 1992. –160с.
281. Умански С., Максимов А. Фьючерсный рынок США //Рынок ценных бумаг. –1994. –№5. –С.57.

282. Успенко В., Лактионов О. Опціонне хеджування як один із засобів пониження впливу та управління ризиками //Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. Володимира Гнатюка. Серія: “Економіка”. –2000. –№5. –С.58-69.
283. Уткин Э.А. Новые финансовые инструменты рынка. –М.: Бизнес-школа «Интел-Синтез», 1997. –112с.
284. Фабочки Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 2000. –932с.
285. Фединский Ю.И., Юлдашев Р.Т. Биржа: вчера, сегодня, завтра. –М.: Знание, 1991. –64с.
286. Федоров А.В. Вексель. Историко-юридическое исследование. –М.: Банковский Деловой Центр, 1997. –96с.
287. Фельдман А.Б. О производных финансовых инструментах //Финансы. –1998. – №11. –С.45-48.
288. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. –М.: ИНФРА-М, 1996. –С.5.
289. Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. Учебно-практическое пособие. –М.: ИНФРА-М, 1996. –96с.
290. Финансовый рынок. Учебно-методическое пособие /Составитель: Сутормина В.Н. –К.: Національна академія управління, 1999. –80с.
291. Фондовый рынок. Курс для начинающих (Серия «Reuters для финансистов») /Пер. с англ. –М.: Альпина Паблишер, 2002. –277с.
292. Формы защиты прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг /Под ред. М.К. Треушникова. –М.: Городец, 2000. –400с.
293. Франк Бергер. Что Вам надо знать об анализе акций / Пер. с нем. –М.: АОЗТ «Интерэксперт». ЗАО «Финстатинформ», 1998. –206с.
294. Харрис Дж. Мэнвилл. Международные финансы /Пер. с англ. –М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1996. –296с.
295. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. –М.: Издательская группа «Прогресс», «Универс», 1993. –С.244.
296. Ценные бумаги в России. Практическое пособие для руководителей предприятий, бухгалтеров и частных инвесторов /В.Н. Савенков. –М.: Банковский Деловой Центр, 1998. –136с.
297. Ценные бумаги. Словарь / Составители: В.С. Анфимов, Г.А. Анфимова, А.В. Анфимов. –Тюмень: СофтДизайн, 1996. –468с.
298. Ценные бумаги. Учебник /Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Таркановского. –М.: Финансы и статистика, 1999. –416с.
299. Цивільне право України: Підручник: У 2-х кн. /Д.В. Боброва, О.В. Дзера, А.С. Довгерт та ін.; За ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнецової. –Кн.1. –К.: Юрінком Інтер, 2001. –С.183-211.
300. Цикл статей з технічного аналізу Кравченко Ю. //Українська інвестиційна газета від 26.10, 2.11, 16.11, 7.12, 21.12.1995 р.; 21.03, 4.04, 4.06, 24.10, 4.07. 1996 р.; 16.01.1997 р.
301. Черников Г.П. Фондовая биржа: международный опыт. –М.: Международные отношения, 1991. –192с.
302. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. –М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. –288с.
303. Чухно А.А., Селиванов С.А. Фондові ринки країн-членів Європейського Союзу та України //Фінанси України. –1999. –№2. –С.3-10.

304. Чухрай Н.І. Прогнозування дифузії інновацій у підприємницькій діяльності // Вісник Національного університету «Львівська Політехніка» «Менеджмент та підприємництво в Україні». –2001. –№417. –С.383-388.
305. Шаповалов Є.А. Використання в Україні світового досвіду похідних фінансових інструментів /Автореф. дисертації канд. екон. наук: 08.05.01 –К.: НАН України, Інститут світової економіки та міжнародних відносин. –2001. –17с.
306. Шаповалов Є.А. Перспективи входження фінансового ринку України в світову систему торгівлі деривативами //Вісник НБУ, 2001. –№4. –С.58-60.
307. Шаповалов Є.А. Сучасні тенденції розвитку ринку опціонів у країнах Центральної та Східної Європи //Збірник наукових праць. Вип. 29. –К.: ІСЕМВ НАН України, 2001. –С.203-209.
308. Шаров О. М. Тенденції розвитку європейського фондового ринку //Вісник НБУ. –2001. –№10. –С.38-43.
309. Шаров О.М. Європейський фондовий ринок у період глобалізації //Журнал європейської економіки. –2002. –Т.1. –№1. –С.128-139.
310. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бейли Дж.В. Інвестиції: Пер. с англ. –М.: ИНФРА-М, 1999. –1024с.
311. Шварц Ф. Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, системы работы и алгоритмы анализа): Пер. с англ. –М.: Ай Кью, 1992. –172с.
312. Швецов Н.П., Шаповал Ю.И., Буша Ю.А., Константинов А.А. Депозитарная деятельность на фондовом рынке (опыт ОАО «Межрегиональный фондовый союз»). 1998. –224 с.
313. Штиллих О. Биржа и ее деятельность /Переиздание книги под общ. ред. И.М. Биккермана. Пер. с нем. М.М. Биккермана. –Изд-во «Брокгауз-Ефронь», 1912. –СПб.: «Братство», 1992. –304с.
314. Эволюция Интернет-трейдинга в России //Рынок ценных бумаг. –2001. – №19(202). –С.79-82.
315. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже /Пер. с англ. М. Волковой, А. Волкова. –М.: КРОН-ПРЕСС, 1996. –336с.
316. Элдер А. Как играть и выигрывать на бирже. Психология. Технический анализ. Контроль над риском. –М.: Диаграмма, 2001. –336с.
317. Элдер А. Основы биржевой игры. Психология. Тактика торгов. Денежный механизм. Учеб. пособие. –М.: Светочь, 1995. –276с.
318. Энг М.В., Лис Ф.А., Мауэр Л.Дж. Мировые финансы: Пер. с англ. –М.: ООО Издательско-консалтинговая компания «ДеКа», 1998. –768с.
319. Энджел Л., Бойд Б. Как покупать акции: Пер. с англ. –М.: ПАИМС, 1992. –352с.
320. Энциклопедический словарь. В 86 томах. –СПб.: Издательство Брокгауз-Ефронь, 1892.
321. Эрлих А. Технический анализ товарных и финансовых рынков. –М.: ИНФРА-М, 1996.
322. Якимкин В.Н. Рынок ФОРЕКС – Ваш путь к успеху. –М.: Светочь, 1999. –256с.
323. Action Future. –2001. –№3.
324. Belletante B. La Bourse: temple de la speculation on marche financier. –Paris, 1987. –251p.
325. Black F., Sholes M.J. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy. –1973. –3(81). –P.637-654.
326. Blau G. Some Aspect of the Theory of Futures Trading Review of Economic Studies, 12. –1944.

327. Brealey R.A., Myers S.C. Principles of corporate finance: Irwin McGaw-Hill. – Boston, London, Madrid... –2000. –1093p.
328. Chandler Beverly Investing with the Hedge Fund Glants. –London. –1998. –Financial Times Professional Limited. –209p.
329. Commodity Trading Manual. Chicago Board of Trade. Editor Lloyd Besant. – Chicago, 1985. –385p.
330. Соловьев Д., Фролова И. Производная ценная бумага в законодательстве США и России //Рынок ценных бумаг. –№6. –2000. –www.rcb.ru.
331. Futures Markets Modelling, Management and Monitoring Futures Trading. –Edited Manfred E. Streit, Florence. –1983. –324p.
332. Horn F.F., Fink R.E. Trading in Commodity Futures. –New York: Institute of Finance, 1984. –364p.
333. Horne J.E. Trading on Canadian Futures Markets. –Toronto: Canadian Securities Institute, 1989. –190 p.
334. Khoury S.K. Investment Management. Theory and application. –New York, London. –1983. –674p.
335. Reilly Frank K. Investments. The Dryden Press, 1992. –672p.
336. Speculating Workbook. Chicago Board of Trade, 1986. –44p.
337. The Wall Street Journal Europe, Friday, September 13, 2002.
338. www.cftc.gov
339. www.bourse-de-paris.fr
340. www.bullbear.ru
341. www.bis.org
342. www.cbot.com
343. www.cbt.com
344. www.cme.com
345. www.crb.com
346. www.dis.org
347. www.e-reports.hut.ru
348. www.eurexchange.com
349. www.eurexchange.com
350. www.finwin.com
351. www.futuresmag.com
352. www.kmu.gov.ua
353. www.lme.co.uk
354. www.londonstockexchange.com
355. www.minagro.gov.ua
356. www.msdw.com
357. www.micex.ru
358. www.nabu.kiev.ua
359. www.nybot.com
360. www.nymex.com
361. www.nyse.com
362. www.online.wsj.com
363. www.pfts.com
364. www.rada.gov.ua
365. www.spbfe.futures.ru

366. www.ssmc.gov.ua
367. www.theice.com
368. www.tse.or.jp
369. www.uame.com.ua
370. www.uice.com.ua
371. www.ukrstat.gov.ua
372. www.utsb.aaa.ua
373. www.uice.com.ua
374. www.worldcrisis.ru
375. www.wsj.com

Термінологічний показчик

Акція:	74,75	Вартість опціону	410
▪ іменна (на пред'явника)	75	Варіаційна маржа	91
▪ звичайна	75	Варрант	64
▪ привілейована	75,77	“Ведмеді”	481
Арбітражери	232,435	Вексель	81
Арбітражний коридор	160	Величина базису	513
Арбітражна теорія	160	Вертикальна стратегія	398
Арбітражне хеджування	517	Види бірж	21
Арбітражні спреди	489	Види спредів	485
Базис	313	Види біржових контрактів	62
Базисний ризик	517	Випереджувальне хеджування	517
Базисний пункт	437	Витрати поставки	321
Баланс вільного попиту і пропозиції	178	Відсотковий своп	455
Баланс готівкових коштів	298	Власник опціону	390
Барель	90	Волатильність	150
Беквордейшн	529	Гарантійний внесок (маржа)	406
Бек-офіс	267	Гарантійний фонд	300
“Бики”	481	Глибина контракту	313
Біноміальна модель оцінки вартості опціонів	408	Горизонтальна (календарна) стратегія	399
Біржа	15,18,251	Грошовий коефіцієнт	432
Біржовий арбітраж	256	Дельта-нейтральна угода	400
Біржова спекуляція	466	Депозитний внесок	112
Біржовий спекулянт	498	Депозитний сертифікат	81
Біржові жести	266	Державний контроль біржової діяльності	353
Біржові контракти	62	Державні комісії	347
Біржові посередники	233	Джоббери	483
Біржові товари	58,67,72	Дилер	233
Боргові цінні папери	80	Дистрибуція	234
Британська термічна одиниця	90	Довга («long») позиція	481
Брокер	233	Додатковий фонд	301
Брутто-принцип нарахування маржі	300	Досконалий хедж	535
Бушель	90	Доходність до погашення	442
		Економічна сутність біржі	18

<i>Електронна торгівля</i>	262	<i>Маржа операційна</i>	291
<i>Емітент опіону</i>	391	<i>Маржа першочергова</i>	436
<i>Ефект “важеля”</i>	435	<i>Маржева застава</i>	291
<i>Ефективність хеджування</i>	545	<i>Маркет-мейкери</i>	406
<i>Життєвий цикл тренду</i>	207	<i>Моделі державного регулювання ф'ючерсних ринків</i>	345
<i>Засоби технічного аналізу</i>	196	<i>Нараховані проценти</i>	443
<i>Звичайне (чисте) хеджування</i>	517	<i>Недооцінений актив</i>	167
<i>Звуження базису</i>	536	<i>Непереказні повідомлення</i>	316
<i>Інвертний ринок</i>	151	<i>Неповне хеджування</i>	495
<i>Інвестиційний сертифікат</i>	78	<i>Непокритий опіон “кол”</i>	406
<i>Індекс акцій</i>	444	<i>Нетто-принцип нарахування маржі</i>	300
<i>Індексний контракт</i>	432	<i>Новація</i>	302
<i>Казначейська облигація</i>	442	<i>Нормальний ринок</i>	530
<i>Календарний/часовий спред</i>	491	<i>Нотис</i>	311
<i>Кеш та керрі спред</i>	487	<i>Нотис поставок</i>	284
<i>Кількість відкритих позицій</i>	320	<i>Обернена (офсетна) угода</i>	400
<i>Кліринг</i>	278,294	<i>Облигація</i>	81
<i>Кліринг біржовий</i>	279	<i>Обсяг торгівлі ф'ючерсними контрактами</i>	320
<i>Клірингова установа</i>	258	<i>Одиниця контракту</i>	90
<i>Коефіцієнт дисконтування</i>	442	<i>Одноденні спекулянти</i>	483
<i>Коефіцієнт конверсії</i>	443	<i>Операція своп</i>	454
<i>Коефіцієнт хеджування</i>	523	<i>Опціон</i>	387,388
<i>Комбінація</i>	414	▪ опціон з правом купити (option call)	388
<i>Конверсійна угода</i>	399	▪ опціон з правом продати (option put)	388
<i>Концепції ціноутворення</i>	156	▪ подвійний опціон (double option; put and call option)	388
<i>Контанго</i>	498,530	▪ нульовий, паритетний, або опціон “при своїх”	392
<i>Контракти за прибуттям</i>	281	▪ програшний опціон, або опціон “без грошей”	392
<i>Коротка («short») позиція</i>	481	▪ “опціон в грошах”	392
<i>Котирувальна комісія</i>	258	<i>Опціонний спред</i>	491
<i>Котирування ф'ючерсного контракту</i>	374	<i>Організований ринок</i>	16
<i>Кросхеджування</i>	527	<i>Ознаки організованого ринку</i>	16
<i>Кутовий коефіцієнт регресії</i>	522	<i>Основні значення біржі</i>	15
<i>Лімітні ордера</i>	478	<i>Осцилятори</i>	209
<i>Лінії Фібоначчі</i>	212	<i>Офіційне котирування цін</i>	173
<i>Лістинг</i>	82	<i>Первинний, вторинний та третинний ринки</i>	138
<i>Лот</i>	95	<i>Перевернутий ринок</i>	529
<i>Маржа</i>	289	<i>Переказні повідомлення</i>	316
▪ початкова маржа	289		
▪ варіаційна (підтримуюча маржа)	289,295,436		
▪ біржова маржа	290		
▪ клірингова маржа	290		
<i>Маржа брокерського дому</i>	293		

<i>Переоцінений актив</i>	167	<i>Спредери</i>	483
<i>Повідомлення про поставку</i>	316	<i>Спредова різниця</i>	483
<i>Повне хеджування</i>	516	<i>Спред “метелик”</i>	488,493
<i>Повторне виставлення нотису</i>	316	<i>“Спредовий” хедж</i>	518
<i>Подвійний аукціон</i>	329	<i>“Стрічковий” хедж</i>	518
<i>Позиція</i>	312	<i>Статутний капітал</i>	75
<i>Повний (загальний) баланс попиту і пропозиції</i>	178	<i>Стелажні стратегії:</i>	495
<i>Поточна ф'ючерсна ціна</i>	155	▪ <i>спредл</i>	484,495
<i>Позиційні трейдери</i>	483	▪ <i>спрен</i>	495,496
<i>Покритий опціон “кол”</i>	406	▪ <i>стріп</i>	495,497
<i>Покупець опціону</i>	391	<i>Стерлінговий депозит</i>	438
<i>Правила біржової торгівлі</i>	283	<i>Страйкова ціна</i>	390
<i>Продавець опціону</i>	392	<i>Стренгл</i>	485
<i>Прості стратегії</i>	489	<i>Строкові біржові угоди</i>	38
<i>Публічні торги</i>	17	<i>Структурні теорії</i>	211
<i>“Раціо-купівля”</i>	497	<i>Теорія адаптивних сподівань</i>	141
<i>“Раціо-продаж”</i>	497	<i>Теорія динамічної нерівноваги</i>	210
<i>Реальний ринок</i>	313	<i>Теорія ефективності ринку</i>	138,142,156
<i>Ринок свопів</i>	454	<i>Теорія перспективних сподівань</i>	138
<i>Ринок чистої конкуренції</i>	18	<i>Технічний аналіз</i>	173,191
<i>Рівень опору</i>	194	<i>Тік</i>	90,263
<i>Рівень підтримки</i>	194	<i>Товарні опціони</i>	400
<i>Розпад часу в ціні опціону</i>	395	<i>Товарні ф'ючерсні контракти</i>	368
<i>Розрахункова ціна</i>	173	<i>Товар-похідні</i>	488
<i>Розширення базису</i>	536	<i>Торгівля пошепки</i>	262
<i>Свопові зобов'язання</i>	457	<i>Тренд:</i>	168,196
<i>Селективне хеджування</i>	517	▪ <i>тренд “бика”</i>	195,482
<i>Серія Воxx</i>	448	▪ <i>тренд “ведмедя”</i>	195,482
<i>Серія DJ STOXX</i>	448	▪ <i>“бічний” тренд</i>	195
<i>Синтетичний ф'ючерс</i>	413	<i>Трейдери</i>	375,435
<i>Система “маркет-мейкерів”</i>	329	<i>Трейдери-спекулянти</i>	375
<i>Система клірингу (взаємозаліку)</i>	299	<i>Тримачі лімітних книг</i>	406
<i>Скалпери</i>	483	<i>Угоди в кільці</i>	280
<i>Складні стратегії</i>	489	<i>Угоди з переробкою</i>	488
<i>Спекулянти</i>	232,463,483	<i>Угоди з преміями</i>	387
<i>Сподівана спотова ціна</i>	155	<i>Умови становлення бірж:</i>	51
<i>Спотові ринки</i>	124,345	<i>Учасники ф'ючерсної торгівлі:</i>	348
<i>Спотхеджування</i>	527	▪ <i>ф'ючерсні комісійні торговці</i>	348
<i>Спред:</i>	89,485	▪ <i>брокери у торговій залі</i>	348
<i>Спред “бика”</i>	490	▪ <i>асоційовані особи</i>	348
<i>Спред “ведмедя”</i>	490	▪ <i>брокери-консультанти</i>	348
		▪ <i>оператор товарного пулу</i>	348
		▪ <i>брокери-приймальники замовлень</i>	348

<i>Фаза консолідації</i>	195	<i>Хеджери</i>	232,375
<i>Фігури технічного аналізу</i>	204	<i>Хеджинг</i>	375
<i>Фінансові інструменти</i>	72	<i>Хеджери на ф'ючерсній біржі</i>	514
<i>Форвард</i>	59,63	<i>Хеджування</i>	513
<i>Форвардний контракт</i>	63,345	<i>Хеджування варіаційної маржі</i>	545
<i>Фронт-офіс</i>	267	<i>Хеджування купівлю</i>	
<i>Функції ф'ючерсної торгівлі</i>	98	<i>або “довге”</i>	533
<i>Фундаментальний аналіз</i>	173,178	<i>Хеджування продажем</i>	
<i>Функції біржі:</i>	20	<i>або “коротке”</i>	530
▪ <i>ціноутворююча</i>	20	<i>Ціна базисна</i>	389
▪ <i>стабілізаційна</i>	20	<i>Ціна виконання</i>	389
▪ <i>інформаційна</i>	20	<i>Ціна зіткнення</i>	389
▪ <i>хеджева</i>	20	<i>Ціна облігації</i>	442
<i>Ф'ючерс</i>	59,74	<i>Ціна опіону</i>	410
▪ <i>товарний ф'ючерс</i>	427	<i>Ціна поставки</i>	443
▪ <i>фінансовий ф'ючерс</i>	428	<i>Цінова змінність</i>	150
▪ <i>відсотковий ф'ючерс</i>	428	<i>Цінова стабільність</i>	150
▪ <i>валютний ф'ючерс</i>	429	<i>Ціновий спред:</i>	491
<i>Ф'ючерсна ціна</i>	346	▪ <i>ціновий спред “бика”</i>	492
<i>Ф'ючерсний контракт</i>	88,379	▪ <i>ціновий спред “ведмедя”</i>	493
<i>Ф'ючерсні ринки</i>	124,360	<i>Ціна виконання</i>	388
<i>Хвильова теорія Еліота</i>	211	<i>Чартисти</i>	193
<i>Хедж “без одного”</i>	517	<i>Часова вартість</i>	395
<i>Хедж “стрічка, що згортається”</i>	518	<i>Числа Фібоначчі</i>	212
<i>Хедж, що згортається (“безперервний” хедж)</i>	518	<i>Широта ринку</i>	210
		<i>“Японські свічки”</i>	197,199,201,222

Навчальне видання

Сохацька Олена Миколаївна

Біржова справа

Підручник

*Затверджено Міністерством освіти і науки України
як підручник для студентів вищих навчальних закладів
(лист № 14/18-Г-1366 від 25 грудня 2006 р.)*

Додрукова підготовка – видавництво «Карт-бланш»

46011, м. Тернопіль, вул. Дорошенка, 16.

Тел./факс: (0352) 43-55-44; тел.: 43-54-98, 24-47-98.

E-mail: cb@ukr.net. Web: www.carte-bl.narod.ru

Свідоцтво Державного комітету інформаційної політики, телебачення та радіомовлення України на видавничу діяльність серія ТР № 4 від 10.01.2001 р.

Спільно з видавництвом «Кондор»

м. Київ, вул. Гарматна, 29/31, тел.6 (044) 408-76-25, 204-76-24.

Свідоцтво ДК № 1157 від 17.12.2002 р.

Керівник видавничого проекту – Пушкар Роман.

Технічний редактор – Шараварник Андрій.

Комп'ютерна верстка і макетування – Соломончук Вікторія.

Дизайн обкладинки – Казанцев Влад.

Видавничий договір укладено 25.X.2007 р.

Підписано до друку з оригінал-макету 28.XI.2007 р.

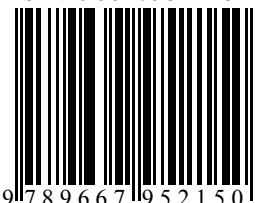
Формат 70x100¹/₁₆. Гарнітура *Times*.

Тираж (наклад) 1000. Папір офсетний. Друк офсетний.

Умовн.-друк. аркушів 39,43.

Обл.-вид. аркушів 39,5. Замовлення № 338.

ISBN 966-7952-15-0



9 789667 195215 0