



Олена СОХАЦЬКА

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ СВІТОВИХ Ф'ЮЧЕРСНИХ РИНКІВ: УРОКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Резюме

Досліджено сучасні тенденції розвитку ф'ючерсних ринків як термінових сегментів світового фінансового ринку. Підкреслено, що вони є ринками цінних ризиків базових активів, що формують не лише цінні прогнози, а й через хеджовий механізм ціни реальних активів, тобто майбутній профіль економіки. Звернуто увагу на випереджуюче зростання європейських ф'ючерсних ринків за обсягами, інструментами та учасниками порівняно з американськими та азійськими. Запропоновано відносити ф'ючерсні ринки до третинного сектору фінансового ринку. Піднято питання щодо адекватного оцінювання обсягів ф'ючерсних ринків порівняно з обсягами інших сегментів фінансового ринку. Запропоновано внести зміни до існуючих в Україні концепцій розвитку товарного біржового та фондового ринків щодо становлення їх термінових складових ф'ючерсних ринків.

Останнім часом світова економічна спільнота вказує на значне зростання масштабів, зміцнення єдності та підвищення ролі світового фінансового ринку. Суттєво активізувалися дослідження зарубіжних і особливо вітчизняних вчених та фінансистів-практиків, які називають ці явища формуванням глобальної фінансової архітектури. Ці явища, зокрема, аналізують американський біржовик Дж. Сорос [19: 58], російський банкір та науковець Д. М. Михайлов [13: 11–119]. В Україні вивченням цієї проблематики займаються Е. Л. Найман [15: 9–104], О. М. Шаров [23], З. О. Луцишин [10], Є. А. Шаповалов [22].

Названі та інші дослідники вивчають загалом тенденції формування світового фінансового ринку та його окремих сегментів: фондового, валют-

© Олена Сохацька, 2002.

Сохацька Олена, кандидат економічних наук, професор кафедри менеджменту, Тернопільська академія народного господарства, Україна.

ного, ринку похідних фінансових інструментів, а також шляхи адаптації світового досвіду до українських умов. Більше того, значна кількість дослідників вводить у наукову лексику поняття «термінового (строкового) сегмента фінансового ринку», який більше не ототожнюють з ринком грошей.

Аналіз попереднього періоду становлення та розвитку окремих складових світового фінансового ринку свідчить про те, що будь-яка його окремо взята частина починає розвиватися в міру виникнення потреби у ній. Світова практика показала, що зародження ринку було пов'язано з виникненням його позабіржових форм. Біржова торгівля з'являється значно пізніше. Запровадження термінових контрактів із товарними активами також значно випереджувало у часі використання інструментів, аналогічних до фінансових.

Цілі (мета) спекулятивного характеру мали підпорядковане значення, основним мотивом широкого застосування термінових контрактів на позабіржових, а пізніше на біржових ринках була потреба у страхуванні цінкових ризиків. Так виникли форвардні контракти, а після їх повної стандартизації на біржових ринках – ф'ючерсні, що, в свою чергу, стали привабливим інструментом для здійснення особливо прибуткових та ризикових інвестицій, тобто їх почали використовувати й зі спекулятивною метою.

Спекулянти, купуючи ризики окремо від базових активів, почали брати їх на себе, даючи можливість виробникам та торговельним організаціям страхуватися від негативних змін цін і курсів у майбутньому.

Нині світовий глобальний фінансовий ринок дає змогу:

- хеджувати ризики, пов'язані з присутністю на конкретному ринку, використовуючи кореляційний зв'язок з іншими ринками;
- обирати найвигідніші варіанти інвестування з оптимальним співвідношенням дохідності та ризику;
- глибше аналізувати суть ринкових явищ, яку не завжди можна виявити під час аналізу одного, окремо взятого сегмента ринку.

Термінові складові, у першу чергу біржові ф'ючерсні ринки, відіграють суттєву роль у досягненні макроекономічної стабілізації фінансової сфери, даючи учасникам змогу використовувати інноваційні технології та інструменти в системі управління фінансовими ризиками. Терміновий ринок, особливо його біржовий сегмент – ф'ючерсний, належить до ринку чистої (досконалої) конкуренції, на якому щодня відбувається взаємодія попиту та пропозиції через максимальну їх концентрацію. Саме цей ринок зарубіжні вчені використовують для вивчення та ілюстрації сучасних економічних теорій, які, у свою чергу, служать продавцям та покупцям базою для прийняття стратегічних і тактичних рішень на основі аналізу та прогнозування майбутніх цін і курсів базових активів.

Становлення цих сегментів ринків в Україні за період реформ практично не відбулося, укладання термінових контрактів майже не практикують ні на біржових, ні на позабіржових ринках. Більше того, ще від кризового 1998 р. діє «тимчасова» заборона Національного банку України щодо укладання термінових контрактів з валютою. Одна з основних причин такого стану справ – відсутність комплексного дослідження сучасних теорій і практики їх функціонування у країнах Заходу.

Саме це, на наш погляд, призвело до фрагментарного, безсистемного вивчення суті термінових фінансових інструментів, а точніше – лише ф'ючерсних та опціонних контрактів з базовими активами від зернових культур до валюти та відсоткових ставок з одночасними безуспішними спробами їх упровадження у біржову торговельну практику.

Українські науковці та законодавці, як, зрештою, й у всіх країнах колишнього СРСР, у перший період ринкових перетворень проводили поверхневі, дещо ажіотажні дослідження біржових ринків, причому вони вивчали, як правило, російськомовну літературу, переважно написану до 1917 р. і часів ведення нової економічної політики Радянського Союзу поч. 20-их рр. XX ст. Саме це дало змогу відроджувати характерні для XX ст. універсальні товарні біржі, на яких було дозволено здійснювати торгівлю різними товарами на умовах негайної поставки. Аналогічні процеси спостерігалися при становленні біржового фондового та валютного ринків.

У результаті цього на державному рівні були запроваджені, як нині виявилось, безперспективні заходи щодо організації бірж як потужних гуртових товарних ринків, які на Заході на сучасному етапі перетворилися у центри вивчення кон'юнктури та укладання термінових фінансових контрактів. Такий перебіг подій зумовлений прийняттям недосконалого біржового законодавства, яке не передбачало використання у біржовій торговельній практиці термінових контрактів [3], [2].

Наступний період становлення та функціонування бірж в Україні довів, що 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 можливо та доцільно на початку XX ст., у XXI ст. уже виникає гостра необхідність створення бірж у вигляді ринків цінних та курсових ризиків, що функціонують окремо від ринків реальних активів, даючи змогу високо-ефективно управляти фінансовими потоками на макро- та мікрорівнях в умовах підвищеної цінової змінності.

Для створених у 1991–1992 рр. бірж упродовж наступних років виникла проблема впровадження термінових контрактів. Одночасно на державному рівні приймали дещо несподівані для біржовиків та органів державного регулювання ринку цінних паперів недосконалі законодавчі акти, такі як відомий Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» [1], в якому вперше можна натрапити на визначення термінових контрактів: товарних, валютних, фінансових ф'ючерсів, форвардів та опціонів.

Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР) випускає свої нормативні документи [18] та готує Законопроект «Про похідні цінні папери» [4], який, однак, не виносять на розгляд Верховної Ради України. Проте 21 грудня 2001 р. у першому читанні ухвалюють Законопроект «Про строкові фінансові інструменти», який запропонував голова підкомітету з питань господарського законодавства Комітету з питань економічної політики, управління народним господарством, власності та інвестицій С. О. Москвін [5]. За цим законопроектом до термінових фінансових інструментів належать лише ф'ючерси та опціони, причому біржові, але у ньому не введено поняття «*термінового ф'ючерсного ринку*», «*термінових ф'ючерсних цін*», не подано вичерпного переліку учасників тощо.

Автор статті вивчає процеси функціонування ф'ючерсних ринків упродовж 10 останніх років. Варто зазначити, що саме на сучасному етапі, коли ці ринки на Заході, особливо в Європі, переживають революційний етап свого розвитку, спостерігалася втрата інтересу до проведення аналогічних досліджень в Україні. Вищевказане призвело не лише до зменшення кількості захищених дисертаційних робіт з біржової проблематики, а й до вилучення із нормативної частини навчальних планів підготовки економістів у вузах курсів «Біржова справа», «Ринок цінних паперів», «Похідні фінансові інструменти» тощо.

Для спеціальності «Біржова діяльність» було передбачено підготовку фахівців лише першого рівня акредитації. Нині можна констатувати, що в Україні не відбувається відновлення ринкової біржової культури та наукової школи, не ведеться підготовка нового покоління фахівців, здатних діяти у динамічному середовищі. І це тоді, коли, як твердять фінансові інженери, професори Сент-Джонського університету (штат Нью-Йорк) Дж. Ф. Маршал та В. К. Бансал, сучасні корпорації, передусім багатонаціональні, відчувають початкову потребу в талантах такого типу, які досі зосереджувалися в колах біржових ділків. Такі фірми дедалі частіше усвідомлюють свою потребу в аналізі ризиків, в управлінні ризиками та в здатності зменшити фінансові витрати за рахунок проникнення на нетрадиційні ринки. Попит з боку корпорацій на талановитих людей такого типу, без сумніву, зростатиме [11].

На цьому фоні неодноразові спроби становлення термінових сегментів на валютному та зерновому біржових ринках України були приречені на провал. Такий стан справ зумовив суттєве відставання вітчизняної науки з проблематики новітніх технологій управління фінансовими ризиками в умовах підвищеної цінової змінності, визначення місця та ролі термінових фінансових ринків у прогнозуванні майбутнього профілю економіки тощо.

Показовим є те, що саме у цей час суттєво активізують свою діяльність європейські ф'ючерсні біржі, більшості з яких 10 років тому ще не існувало. Нині ж Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів (LIFFE), Паризька біржа фінансових ф'ючерсів (MATIF) суттєво наростили обсяги

торгівлі, причому річні темпи зростання кількості укладених контрактів становлять понад 500%.

Спостерігається процес злиття та інтеграції європейських термінових бірж, які успішно конкурують з американськими. Так, за 2000 р. на перше місце у світі за обсягами укладених контрактів вийшла створена лише у 1998 р. у результаті злиття німецької Deutsche Terminborse (DTB) та Швейцарської SOFFEX електронна біржа EUREX (European Derivatives Exchange). Цей процес супроводжується активізацією досліджень, вивченням нових інструментів і технологій науковцями та фінансистами-практиками біржових і позабіржових ринків. У цьому напрямку наукової діяльності ми суттєво відстали і від країн Східної Європи та Росії, чий ф'ючерсні майданчики нині належать до світової мережі.

Сучасна ф'ючерсна товарна біржа – це фінансовий інститут, що істотно спрощує торгівлю, здешевлює її. Деякі економісти Заходу вважають виникнення такої біржі комерційною революцією, вбачають у ній організаційну та планувальну силу, що динамізує всю економіку.

Завдяки діям транснаціональних корпорацій (ТНК) як торговельних, так і промислових, концентрується і централізується виробництво, особливо сільськогосподарської та промислової сировини, що 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 в цьому випадку знайшла оптимальне вирішення даної проблеми через запровадження одночасних електронних торгів у різних фінансових центрах у режимі реального часу, що дало змогу під час американської трагедії здійснювати операції на європейських та азійських торговельних майданчиках.

Роль ф'ючерсного ринку в економіці постійно змінюється. Це питання викликає не лише теоретичний інтерес, воно має практичне значення. Однак його вирішення є надзвичайно складним і багатоплановим. Будучи специфічним фінансовим інститутом, що обслуговує потреби товарного та відносна і фінансового ринку, ф'ючерсна біржа – *ринок цін*, вона формує біржові котирування, а через хеджовий механізм – фактичні ціни реального товару або фінансового інструменту.

Ф'ючерсна біржа нині є фінансовим закладом, що доповнює банківське кредитування на стадії реалізації та зберігання товару. Це інструмент перерозподілу виробленої додаткової вартості з інвестиційною сферою. Фірма, що постійно використовують ф'ючерсний механізм, більш конкурентоспроможні через можливість оптимізації цін на товари, капітал і валюту.

Останнім часом роль ф'ючерсних бірж зростає, куди й переливається капітал. У сучасних умовах одна з найважливіших причин змін в економіці – знецінення паперових грошей, що актуально і для біржової торгівлі. Характерний для такої економіки «відплив» грошей у товари сприяє вкладанню останніх у термінові контракти. Вкладання грошей, що знецінюються, у право на товар відіграє в очах інвестора позитивну роль.

Необхідно підкреслити також зростаючу взаємодію ф'ючерсної біржової торгівлі з банківською сферою. За останніх 10–15 років банки розвинутих країн світу беруть активну участь у розширенні ф'ючерсної торгівлі, їх приваблює висока прибутковість наданих з цією метою кредитів, які видають спекулянтам і хеджерам. Відсотки за такими кредитами перевищують звичайні норми. Деякі банки самі активно грають на біржах, зберігають й обслуговують біржові запаси золота та інших коштовних металів ф'ючерсних товарних бірж.

В Україні досі гострою проблемою залишається страхування цінкових та курсових ризиків при здійсненні експортно-імпоротної діяльності, оскільки основні міжнародні ринки мають високу амплітуду кон'юнктурних коливань. Це однаковою мірою стосується товарних, сировинних і фінансових ринків. Варто офіційно дозволити українським експортерам та імпортерам хеджуватися на міжнародних ф'ючерсних ринках, оскільки деякі з них і так уже здійснюють ці операції через свої офшорні філії.

Не менш гострою є проблема прогнозування цін і курсів. Тому, на нашу думку, процес становлення вітчизняного термінового фінансового ринку, в тому числі ф'ючерсного, доцільно розглядати у широкому контексті. Завдання полягає у створенні відповідної для потреб товарних та фінансового ринків номенклатури похідних фінансових інструментів, формуванні професійної спільноти її учасників і сучасної біржової інфраструктури, створенні сприятливих умов для участі українських інвесторів на зарубіжних ринках.

У 90-их рр. ХХ ст. розвиток світової економіки характеризувався підвищеною ціновою нестабільністю. Причому цінова змінність (volatility) набула небувалих розмірів, зросли швидкість, частота й амплітуда цінкових коливань. Час від часу трапляються так звані цінові «шоки», наприклад, у 1987, 1997, 2000 р. різке зростання цін на нафту призвело до кризових явищ на всіх ринках, у тому числі фінансових. Після краху бретон-вудської системи стабільних валютних курсів інфляційні процеси почали відбуватися значно швидше, призводячи до змінності відсоткових ставок.

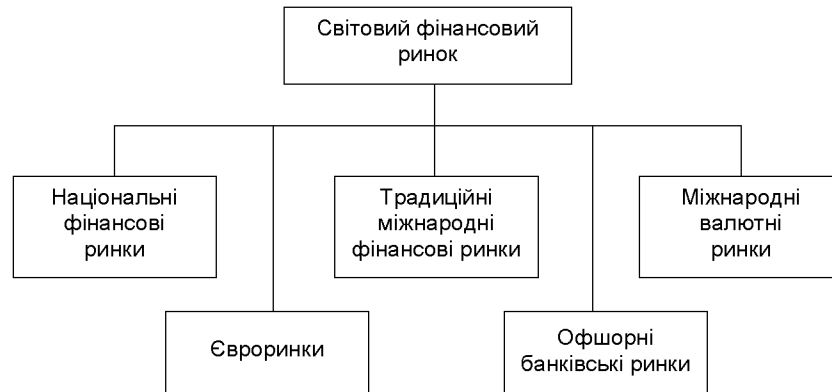
Складність прогнозування цих процесів пояснюється тим, що вони відбуваються в період глобалізації ринків. Глобальні процеси в економіці виникли в результаті становлення глобального виробництва та маркетингу, коли конкретна фірма перестала залежати лише від ринків капіталу країни, звідки вона походила, навчившись мобілізувати його в інших країнах і на інших ринках.

На думку автора, необхідно визначити місце ф'ючерсних ринків у структурі фінансового ринку. Це дасть змогу глибше зрозуміти їх економічну суть, показати роль та значення для економіки загалом. Більшість вітчизняних дослідників світового фінансового ринку поділяє його на сегменти, використовуючи як класифікаційну ознаку терміни виконання контрактів. Як правило, за цією ознакою фінансовий ринок поділяють на ринок грошей і ринок капіталу [6], [7], [21].

Однак у зарубіжній літературі можна натрапити на дещо інший підхід. Так, доволі нетрадиційну структуру запропонували професори Сент-Джонського університету (штат Нью-Йорк) М. В. Енг, Ф. А. Ліс та Л. Дж. Мауер [24]. За їх версією фінансовий ринок складається з п'яти частин, а саме: національних фінансових ринків, традиційних міжнародних фінансових ринків, міжнародних валютних ринків, євrorинків та офшорних банківських ринків (рис. 1).

Рисунок 1

Схема світового фінансового ринку [24]



Національні фінансові ринки складаються з ринків грошей, короткотермінового та довготермінового позичкового капіталу, валютного ринку, а також у розвинутих ринкових країнах до їх складу ще входить ринок похідних фінансових інструментів (ф'ючерсних та опціонних контрактів). На цих ринках діють певні обмеження, встановлені урядовою економічною політикою.

Традиційні міжнародні фінансові ринки надають послуги щодо здійснення позик та інвестицій між резидентами двох країн із використанням однієї валюти. Наприклад, «Укрексімбанк» у 1998 р. отримав позичку в німецьких марках від Кредитної установи для відбудови в сумі 30 млн. під гара-

нтію Кабінету Міністрів України на фінансування розвитку малого та середнього бізнесу [9]. Такі операції проводять згідно з правилами, встановленими між двома контрагентами.

Міжнародні валютні ринки дають змогу здійснювати одночасну торгівлю різними валютами у провідних валютних центрах, таких як Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Франкфурт-на-Майні, Париж, Чикаго тощо. Укладання угод на цих ринках здійснюється за правилами, встановленими національними законодавствами та саморегулювальними організаціями валютних ринків.

Євроринки складаються з ринків євровалют, ринків єврооблігацій, євродоларових ф'ючерсів та опціонів, валютних і відсоткових свопів.

Офшорні банківські ринки поділяють на «паперові» та «функціональні». Через перші здійснюється процес оформлення документації: операцій там проводять небагато або не проводять зовсім; а другі – активно займаються депозитними операціями і наданням позичок. Банки використовують такі «паперові» центри, як Багамські та Кайманові острови, з метою уникнення регулювання своєї діяльності та мінімізації податкових платежів. На цих ринках укладають величезну кількість термінових контрактів, продають і купують похідні фінансові інструменти.

Як бачимо, наведена структура світового фінансового ринку базується на такій класифікаційній ознаці, як державне регулювання. Але кожен з елементів даної структури має в обігу термінові фінансові інструменти.

Як зазначалося раніше, більшість українських вчених пропонує структурувати фінансовий ринок за критерієм часу виконання угод з фінансовими інструментами. У цьому контексті О. М. Мозговий [14], О. Д. Василик [6], А. О. Задоя, І. П. Ткаченко [7], А. А. Чухно, С. А. Селінков [21], І. В. Токмакова, В. Г. Краснов [20] відносно умовно поділяють фінансовий ринок на ринок грошей та інших платіжних засобів терміном дії до 1 року, ринок капіталів, який, у свою чергу, включає середньотермінове і довготермінове банківське кредитування, та ринок цінних паперів. Деякі автори у цій структурі виділяють валютний ринок з огляду на специфіку регулювання, хоча у цьому випадку використовують інший класифікаційний критерій. О. Д. Василик [6: 322] виділяє окремо ринок фінансових послуг.

Необхідно звернути увагу на дещо поверхневий аналіз цієї проблеми, зокрема у працях І. В. Токмакової та В. Г. Краснова [20: 112]. На наш погляд, досліджуючи конкретний економічний процес, не варто обмежуватися лише навчальними посібниками і підручниками, не враховуючи монографії та дисертаційні дослідження як вітчизняних, так і зарубіжних вчених. Тим більше, що деякі підручники, зокрема недавно виданий у Росії за авторством А. А. Килячкова та Л. А. Чалдаєвої [8], містять різне трактування одних і тих же категорій та понять. Так, спочатку вищеназвані автори наводять традиційну структуру фінансового ринку, подаючи його як систему взаємопов'язаних валютного, кредитного та ринків цінних паперів [8: 13], а через кілька сторінок кредитний ринок поділяють на ринок грошей, капіталів і фі-

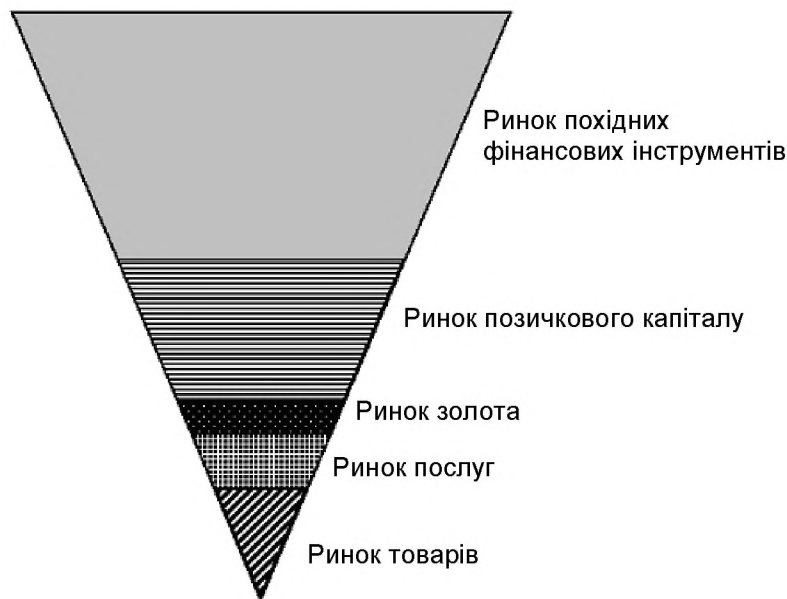
нансовий, причому останній абсолютно без аргументації ототожнюють з ринком цінних паперів [8: 18].

Не вдалося уникнути неточностей і названим вище українським науковцям І. В. Токмакові та В. Г. Краснову [20]. Так, їх дослідження містить ряд суттєвих похибок у наведеній структурі фінансового ринку. По-перше, поняття «*риннок боргових зобов'язань*» включає в себе *риннок цінних паперів*, оскільки навіть акція одночасно є титулом власності та борговим зобов'язанням емітента перед акціонерами. По-друге, риннок фінансових деривативів згадується фрагментарно і його включено до ринку цінних паперів, тоді як валютні свопи, форварди, ф'ючерсні контракти не є цінними паперами, хоча належать до похідних фінансових інструментів.

Далі вказані автори наводять схему світового фінансового ринку у вигляді перевернутого трикутника (рис. 2), де обсяги ринку товарів і послуг показано надзвичайно малими порівняно з ринком позичкового капіталу й особливо з ринком похідних фінансових інструментів, що свідчить про те, що ці дослідники підтримують певну групу економістів, у тому числі зарубіжних, які вважають, що таке співвідношення ринків – попередження про кризові явища в економіці.

Рисунок 2

Структура світового фінансового ринку [8]



Трейдер-практик і фінансовий аналітик українського фондового ринку, автор популярних в Україні та Росії книг з проблем інвестування Е. Л. Найман [15] підкреслює, що сучасна економічна думка виділяє чотири основних інвестиційних ринки, які надають учасникам широкі можливості щодо страхування ризиків та здійснення особливо прибуткових інвестицій. Ці ринки найповніше відображають світові економічні, політичні та соціальні процеси. До них належать:

- ринок акцій;
- ринок боргових зобов'язань (у більшості країн його ще поділяють на ринок облігацій і комерційних цінних паперів);
- товарний ринок (переважно товарних ф'ючерсів, опціонів та індексів товарних цін);
- валютний ринок.

Кожен сегмент має значну кількість ліквідних інструментів, які дають змогу формувати високоефективні інвестиційні стратегії. Найпрозорішим є біржовий терміновий сегмент цих ринків, що дає змогу використовувати різні термінові контракти, реалізовувати власні торговельні стратегії у процесі аналізу подій, які відбуваються в світі. Якщо ж учасник термінового ринку захищає інтереси реальних виробників або споживачів, то це дає йому змогу вирішувати конкретні завдання (страхування, прогнозування майбутніх доходів тощо).

Звертає увагу на себе те, що професійні учасники названих ринків постійно отримують інформацію щодо динаміки цін і курсів як у режимі реального часу (on-line), так і зведену з коментарями аналітиків. Ця інформація друкується у багатьох виданнях на економічну тематику (газетах, журналах, біржових бюлетенях), передається через Internet. Крім відомих щоденних фінансових газет, таких як «The Wall Street Journal», «Financial Times», у кожній із країн ринкової економіки щодня можна купити понад десяток видань, що аналізують різну інформацію з названих ринків.

Наприклад, у Франції до таких джерел належать масова газета «Bourse plus», що виходить з епіграфом «Біржа для всіх» [16], журнал для професійних інвесторів «Action future» [26], спеціалізований фінансовий журнал «Finances magazine» [25] та багато інших публікацій, серед яких значну кількість видають з навчальною метою. Особливо популярними нині є статті, в яких досліджують проблеми технічного аналізу, навчають окремих інвесторів використовувати такі інноваційні для французького ринку похідні фінансові інструменти, як опціони і варанти. І це у країні, де кілька років тому обсяги ринку похідних були мізерними. В Україні аналогічні публікації відсутні. Інформацію про функціонування фінансового ринку та його складових публікує тижневик «Бізнес», журнал «Фондовий ринок», «Вісник Національного банку України», вона наявна також на відповідних сайтах в Internet.

На глобальному фінансовому ринку сьогодні є термінові фінансові інструменти, що відображають динаміку товарних ринків. Це ф'ючерсні та опціонні контракти на індекс цін товарних ф'ючерсів. Найвідоміший із таких індексів – The Goldman Sachs Commodity Index (GSCI), до бази розрахунку якого входять 26 найбільш ліквідних ф'ючерсних контрактів на основні сировинні товари, що є об'єктами міжнародної торгівлі. Цей індекс відображає зміну цін основних товарних ф'ючерсів найближчих місяців поставки. Його використовують інституційні інвестори для портфельних спекуляцій, хеджування від інфляції та товарних цінових ризиків у сукупності з відсотковими, валютними та ф'ючерсами на фондові індекси.

Покажемо, що динаміка зміни названого та інших аналогічних індексів, як правило, збігається з індексом інфляції [27] (рис. 3). Проілюстрований графік показує суттєве зростання цін на основні сировинні товари за 1982–1998 рр., їх різке падіння у 1999 р., зростання у 2001 р., і знову понижувальну тенденцію на початок 2002 р. Таким чином, спостерігаємо унікальну властивість термінових фінансових інструментів, до яких належать ф'ючерсні та опціонні контракти на сировинні товари, бути індикатором світового товарного ринку.

Рисунок 3

Динаміка зміни цін ф'ючерсного контракту на GSCI [20]



Аналогічним показником ринку акцій та облігацій є ф'ючерсні контракти на індекси акцій, зокрема один із найбільш презентативних із них, який розраховує широковідома рейтингова компанія «Standard and Poors – S&P 500», – на 500 акцій Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE) (рис. 4). На рис. 3 і 4 проілюстровано динаміку зміни ринкового індексу цін на акції з жовтня 1997 р. по листопад 2001 р. [30].

На графіках за 2 останніх роки чітко простежується тенденція до падіння цін на американські акції, що свідчить про сповільнення темпів економічного зростання економіки США, хоча до того спостерігався, особливо з 1992 р., різкий зростаючий тренд. На ринку боргових зобов'язань упродовж усього названого періоду падала дохідність.

У контексті глобального фінансового протистояння Європи та США останнім часом спостерігається значне похвалення на всіх сегментах фінансового ринку, про що свідчить динаміка зміни основних європейських індексів, ф'ючерсні контракти з якими стали надзвичайно популярними в результаті запровадження євро (рис. 5) [31]. Лише зміни індексу Лондонської фондової біржі були незначними, що підтверджує успіх країн-членів Європейського Союзу. За період від лютого 2000 р. до лютого 2002 р. пан'європейські індекси на порядок зросли. Так, лише Dow Jones Euro STOXX, що вперше з'явився на ринку у 1998 р. на біржі EUREX, нині складає гідну конкуренцію національним індексам.

Рисунок 4

Динаміка зміни ціни ф'ючерсного контракту на фондовий індекс «S&P500» [30]

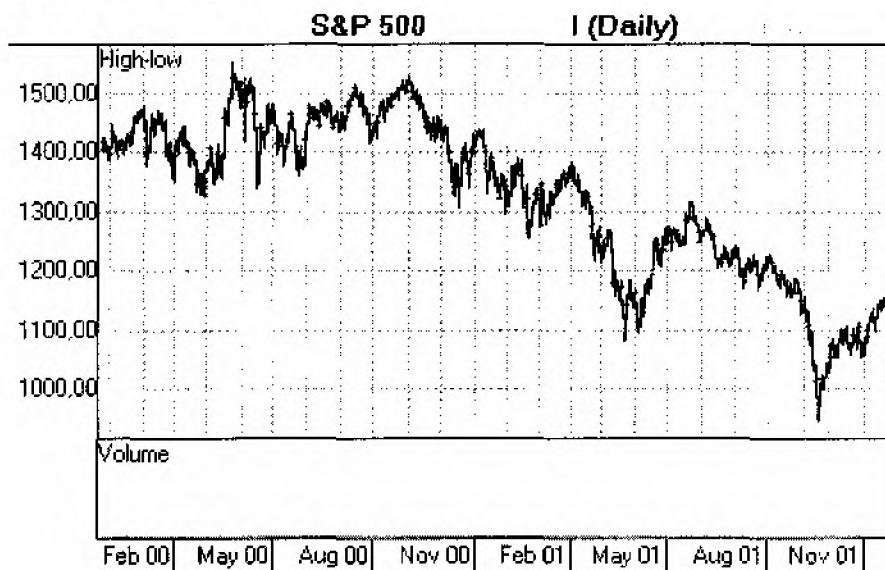
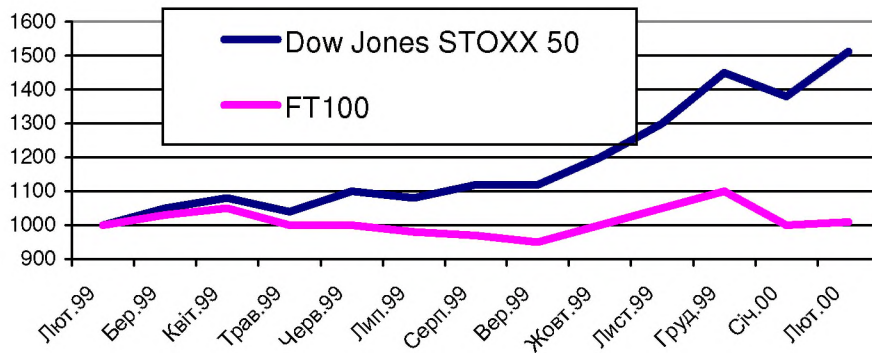


Рисунок 5

**Динаміка змін цін на ф'ючерсні контракти
з європейськими індексами**



Як бачимо, терміновий фінансовий ринок наочно репрезентує динаміку реальних сегментів товарного та фінансового ринків. У цьому контексті корисність його важко переоцінити, тобто можна стверджувати, що процес функціонування термінових ринків може бути не лише окремим об'єктом дослідження – це окремий напрямок фінансової науки.

Ми цілком поділяємо точку зору Д. М. Михайлова [13: 47–51], який, опираючись на праці відомого зарубіжного дослідника Дж. Крістофера (J. Christopher) [28], пропонує, крім відомого поділу фінансового ринку на **первинний**, що забезпечує випуск фінансових інструментів на ринок, та **вторинний**, що забезпечує їх ліквідність, ввести для ідентифікації термінового сегмента поняття **третинного ринку**.

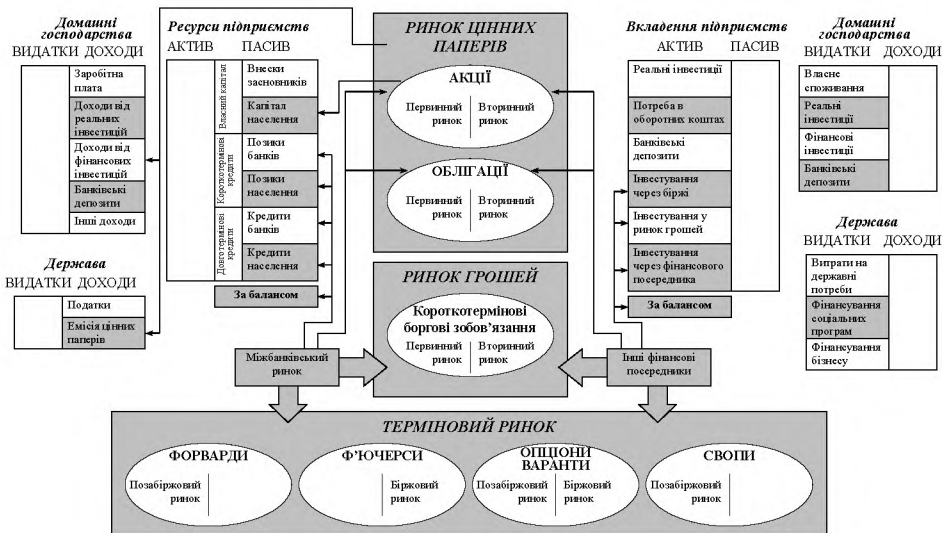
Підтримуючи сформовану цим автором позицію, творчо розвиваючи її, ми пропонуємо своє бачення фінансового ринку, виділяючи в його структурі наш об'єкт дослідження, а саме – організовані (біржові) термінові ринки. На рис. 6 ми схематично показали модель фінансового ринку з виділенням основних суб'єктів (домашніх господарств, держави, підприємств, банків, інших фінансових посередників), які вступають у відносини купівлі-продажу фінансових інструментів як з метою інвестування, так і фінансування інвестицій. На схемі показано джерела фінансування всіх учасників ринку безпосередньо і через фінансових посередників на біржовому та позабіржовому сегментах ринку. Особливо підкреслено те, що інструменти термінового ринку є, як правило, позабалансовими, що значною мірою підвищує їх ризиковість.

Доцільність виділення термінових ринків у третинний ринок підтверджує окрема статистика щодо їх функціонування, яку ведуть міжнародні фінансові організації. У кварталних і річних звітах Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Банку міжнародних розрахунків тощо вже впродовж багатьох років діяльності термінових похідних ринків приділяється цьому дедалі більша увага.

Так, у звіті за третій квартал 2001 р. Банк міжнародних розрахунків BIS [29: 29] виділив значний за обсягом розділ, що має назву «Ринки похідних фінансових інструментів». За розрахунками цього міжнародного органу, приріст загальної вартості біржових ф'ючерсних та опціонних контрактів на 1 жовтня 2001 р. відповідно до другого кварталу цього ж року становив 139700 млрд. дол., або 3%, що стало новим рекордом, зареєстрованим останнім часом.

Рисунок 6

Схема фінансового ринку



На наш погляд, потрібно одразу внести певні корективи щодо сприйняття цих достовірних статистичних даних. Багато дослідників зарубіжних ринків (а користуючись їх висновками – і вітчизняні вчені), порівнюють обороти реальних фінансових ринків та ринків похідних фінансових інструментів, причому отримані від цього результати змушують робити дуже сумнівні висновки.

Так, науковець З. О. Луцишин [10: 50] порівнює фінансові агрегати, не пояснюючи суті цього поняття, з фінансовими «бульбашками», що висмоктують сили з реальної економіки, лише на основі порівняння капіталізації економіки США в обсязі 16 трлн. дол. з обсягом деривативів у сумі 55 трлн. дол. Такі порівняння, на нашу думку, не мають сенсу, оскільки обсяг укладених контрактів, наприклад біржових ф'ючерсів та опціонів, не може служити орієнтиром для оцінювання дійсних інвестицій у третинний ринок. Під час укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів інвестується лише від 2 до 10% реальних коштів і ліквідних цінних паперів як маржових внесків або премії, що й є інвестиціями з найвищим ризиком. Інвестовані у ф'ючерсні або опціонні контракти маржові внески можуть принести значні доходи або спричинити до втрат, які значно перевищують їх розміри.

Доволі переконливо цей аспект демонструє К. Пензин [17], експерт Московської міжбанківської валютної біржі – одного з ліквідних термінових майданчиків російського біржового ринку. Порівнюючи обсяги ринку деривативів лише однієї Чиказької товарної біржі (CME), які у 2000 р. становили 155 трлн. дол., з обсягами ринку акцій Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE) та позабіржової системи комп'ютерного котирування Асоціації дилерів з торгівлі цінними паперами США (NASDAQ), що за 1999 р. становили 13 трлн. дол., можна підтвердити гіпертрофований розвиток третинного ринку.

Однак К. Пензин, досконало розуміючи суть ф'ючерсних та опціонних контрактів, спробував самостійно підрахувати обсяги реально інвестованих сум в опціонні контракти, здійснивши справді коректне порівняння обсягів ринку акцій з обсягами ринку опціонів на акції, укладених за той самий час на Чиказькій біржі опціонів (CBOE) та Американській фондовій біржі (AMEX). За його приблизними підрахунками та статистичними даними названих бірж, реальний обсяг ринку опціонів у вигляді сплачених премій і розрахунків при їх виконанні становив близько 530 млрд. дол., тобто лише 4% від обсягів ринку акцій. То чи можна вести мову про фінансові «бульбашки»?

Таким чином, адекватне відображення обсягів третинних ринків нині є гостро необхідним і для країн Заходу. Більше того, основні показники статистичної звітності бірж та інших фінансових інституцій щодо проведення операцій на позабіржовому ринку термінових похідних фінансових інструментів були свого часу прийняті на основі того, що ці операції обліковували учасники за балансами, а біржі не бажали відкривати інформацію щодо маржових внесків за ф'ючерсними контрактами та сплаченими преміями за опціонними. Замість цього була введена статистика щодо кількості та обсягів укладених угод, щодо обсягу відкритих позицій за контрактами на біржах, приріст яких є справді вражаючим, особливо за останніх 10 років.

Цей аспект, на нашу думку, потрібно врахувати в Україні у процесі формування термінових, особливо біржових, ф'ючерсних ринків. *Варто одразу ввести обов'язкову звітність бірж щодо обсягу маржових внесків*

плюс розрахунки при виконанні або ліквідації ф'ючерсних контрактів та обсяг премій плюс розрахунки при виконанні опціонних контрактів. Поряд із загальноприйнятою на світових ринках ця статистика дасть змогу одразу достовірно відображати частку особливо ризикових інвестицій та витрати на хеджування у загальному обсязі фінансового ринку і не створювати неправильної конфігурації фінансового ринку загалом.

На рис. 7 та 8 показано обсяги світової біржової торгівлі основними терміновими похідними фінансовими інструментами, до яких належать контракти з довготерміновими та короткотерміновими відсотковими ставками, біржовими індексами, валютою з 1997 по перше півріччя 2001 р. загалом і за економічними зонами земної кулі. Наведені діаграми показують суттєве зростання обсягів укладених біржових угод у першому півріччі 2001 р., переважно на короткотермінові відсоткові ставки, що свідчить про зростання кредитного ризику на світовому фінансовому ринку. Невеликий обсяг валютних контрактів підтверджує існування тенденції до зменшення валютних ризиків, що стало можливим завдяки запровадженню євро. Аналіз другої діаграми показує, що Європі належить близько половини світового термінового ринку.

Рисунок 7

Обсяг торгівлі ф'ючерсними й опціонними контрактами відповідно до їх типів

(за даними BIS на 1 жовтня 2001 р.) у тис. млрд. дол. [30].

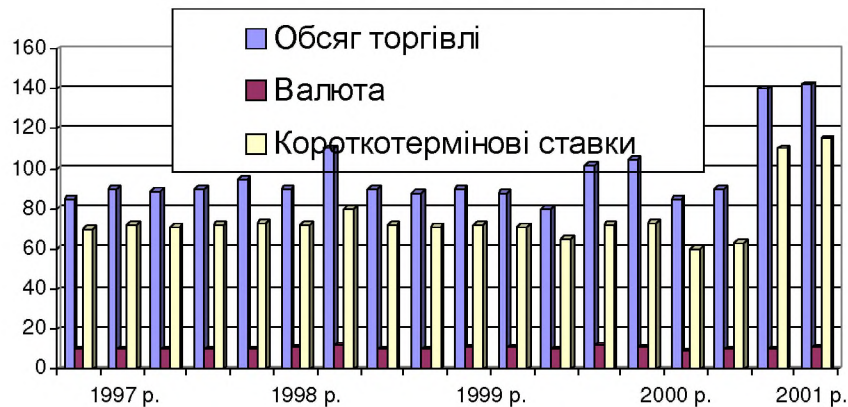
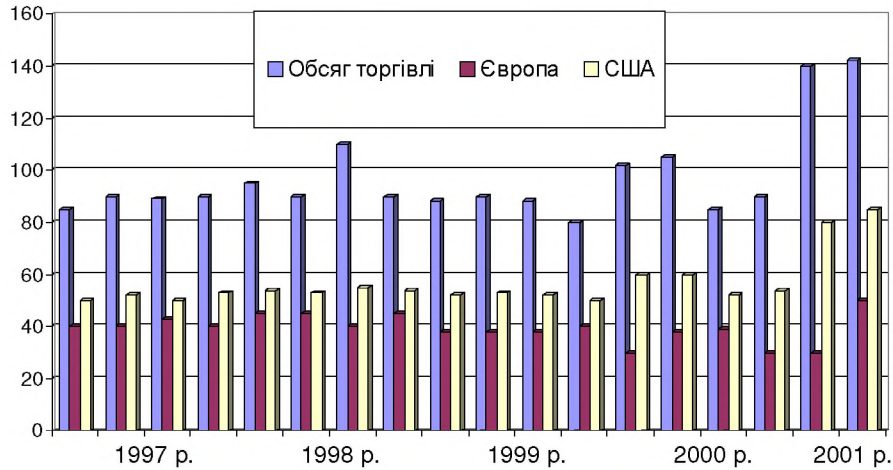


Рисунок 8

Обсяг торгівлі ф'ючерсними й опціонними контрактами відповідно до економічних зон
(за даними BIS на 1 жовтня 2001 р.) у тис. млрд. дол. [29].



Більше того, на основі результатів аналізу, здійсненого Асоціацією ф'ючерсної торгівлі (Futures Industry Association) за той самий період, видно, що приріст обсягів термінових контрактів на світових біржах був забезпечений за рахунок європейських бірж. Приріст відбувався переважно на контрактах із відсотковими ставками. Цей процес свідчить про деяке монетарне послаблення на ринку грошей як у США, так і в Європі (падіння відсоткових ставок), а також про зміни в управлінні фінансовими ризиками. Азійські біржі, зокрема в Японії, так і не змогли повернути собі втрачені під час фінансової кризи 1997–1998 рр. позиції.

Характерна риса європейського термінового ринку – те, що контракти, пов'язані з управлінням кредитним ризиком, стають різноманітнішими. Зростає ліквідність і прозорість ринків базових активів у результаті стандартизації фінансових інструментів. На ринку ф'ючерсних контрактів з акціями деякі географічні індекси замінюють індексами, зорієнтованими на економічні сектори, так звані пан'європейськими індексами, що, у свою чергу, дає змогу здійснювати арбітражні операції всередині сектору та між секторами. При цьому створення індексів за секторами пов'язане з потребами інвесторів, які кардинально змінили стратегію портфельного менеджменту,

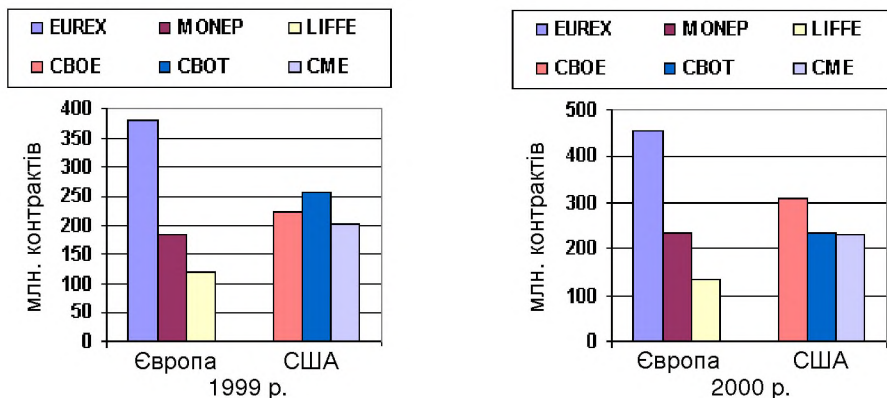
що на даний час орієнтується на загальноєвропейський ринок, переважно на сектори, а не на окремі країни [29].

На рис. 9 показано у порівнянні обсяги біржової торгівлі 3 (із 7) найбільших американських бірж, а саме Чиказької торговельної палати (Chicago Board of Trade – CBOT), Чиказької товарної біржі (Chicago Mercantile Exchange – CME) та Чиказької біржі опціонів (Chicago Board Options Exchange – CBOE) з 3 найбільшими європейськими терміновими біржами (з 25), а саме з Лондонською міжнародною біржею фінансових ф'ючерсів (London International Financial Futures Exchange), MONEP та EUREX. Наведені на рис. 9 дані підтверджують те, що на перше місце у світі вийшли європейські біржі, яких 10 років тому не існувало взагалі.

На основі вищесказаного можемо стверджувати, що терміновий ринок та його біржовий сегмент після 150 років свого існування (перший форвард було укладено у Чиказькій торговельній палаті в 1875 р.) практично змінив структуру. Нині цей ринок переважно має термінові контракти на фінансові активи, біржові індекси; частка контрактів із товарними активами незначна.

Рисунок 9

**Порівняння обсягів торгівлі інструментами
3 найбільших європейських та 3 американських бірж
за 1999–2000 рр.**

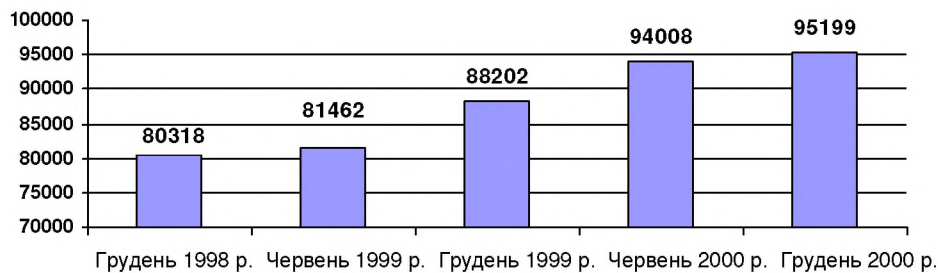


Особливість функціонування світового термінового ринку – швидкий розвиток позабіржового сегмента. На рис. 10 показано динаміку позабіржового ринку термінових фінансових інструментів загалом з 1998 р. – року фінансової кризи – до грудня 2000 р.; на ньому видно, що на кінець 2000 р. загальний обсяг укладених контрактів становив 95199 млрд. дол., причому найбільше контрактів укладають на відсоткові ставки, які за обсягом у 95–97 разів перевищують контракти з товарними активами.

Наведений вище аналіз свідчить про те, що цілі (мета) спекулятивного характеру мають підпорядковане значення на ринках, основним мотивом широкого використання похідних є вирішення суперечностей між циклічністю коливань ринкової кон'юнктури та необхідністю забезпечення стабільного фінансового стану учасників товарного і фінансового ринків.

Рисунок 10

Динаміка позабіржового ринку похідних фінансових інструментів
(всього контрактів у млрд. дол.)*

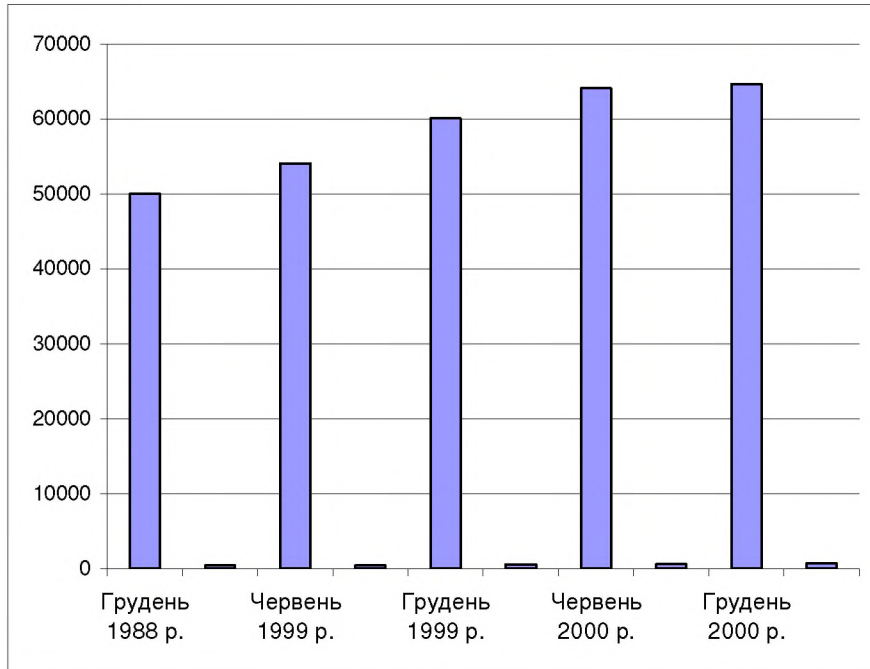


*Автор складала за даними [29: 89].

На рис. 11 показано, як політика уряду та центральних банків щодо облікових відсоткових ставок впливала на зростання ринку термінових контрактів у США та Європі. Якщо облікові ставки змінювалися, незалежно в який бік, то зростала кількість укладених ф'ючерсних контрактів з коротко-терміновими відсотковими ставками, зокрема на 13-тижневі казначейські векселі, депозитні сертифікати банків, євро-доларові депозити тощо. Наприклад, лише у другому півріччі 2001 р. обсяг укладених ф'ючерсів на інструменти грошового ринку зріс порівняно з першим кварталом на 4% і досягнув 111300 млрд. дол. [12: 30].

Рисунок 11

Порівняння позабіржового ринку термінових контрактів із відсотковими ставками (форварди, свопи, опціони) та термінових контрактів на товари, золото та інше (форварди і свопи)*



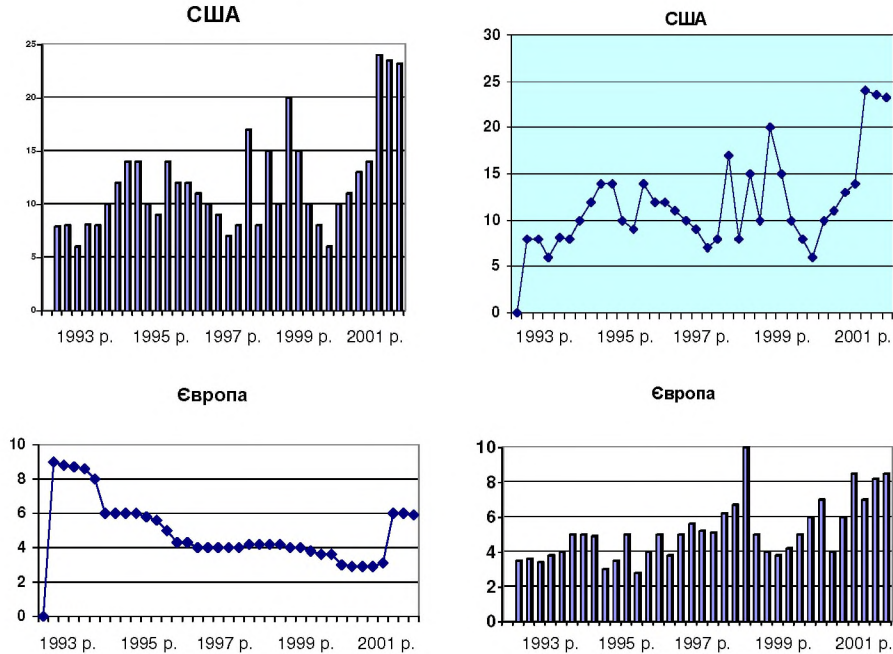
*Автор склала за даними [26: 89].

Змінність відсоткових ставок, особливо їх різке падіння у 2001 р. як у США, так і в Європі, призвела до зменшення обсягів укладених ф'ючерсних контрактів на державні облігації США та Японії і збільшення їх у Європі (рис. 12).

Зазначені тенденції підтверджують динамічний зв'язок ринку похідних фінансових інструментів із ринком реальних активів. Так, нині на терміновому ринку активно впроваджують нові біржові ф'ючерсні контракти на свопові зобов'язання (Swapnote). Обсяг ф'ючерсних контрактів на ставки обмінних контрактів у євро терміном на 2, 5 та 10 років лише у другому кварталі 2001 р. становив 99 млрд. дол.

Рисунок 12

Порівняльна динаміка обсягів термінових контрактів та відсоткових ставок у США і Європі за 1994–2001 рр.



Ці контракти терміново стали потрібні інституційним інвесторам, зокрема банкам, для хеджування відсоткових ризиків при здійсненні свопових контрактів, що є винятково позабіржовими, а отже, і надзвичайно ризиковими. Крім цього, як зазначалося вище, значного прогресу на ринку ф'ючерсних контрактів було досягнуто завдяки впровадженню у торговельну практику ф'ючерсів на індивідуальні акції.

Вищезазначене дало змогу Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів (LIFFE) дещо наростити обсяги торгівлі, що було гідною відповіддю на запровадження євро, оскільки саме на ній донедавна котирувалися ф'ючерси на облігації країн Європи у відповідних валютах, які нині стали непотрібними на ринку. На заміну названим облігаційним ф'ючерсам доволі успішно почали використовувати ф'ючерсні контракти на облігації Євросоюзу (d'Etat EUREX), обсяги яких лише за перший квартал 2001 р. зросли до 16600 млрд. дол., тоді як за 2000 р. вони становили 3300 млрд. дол.

Одночасно у Чиказькій торговельній палаті (СВОТ) восени 2001 р. були запроваджені ф'ючерси й опціони на ставки обміну доларових контрактів на контракти в євро терміном на 5 та 10 років. Створення таких контрактів одночасно в Європі та США свідчить про їх широкі можливості, що й приваблюють на ці ринки нових учасників.

На рис. 13 показано тенденцію стрімкого зростання кількості укладених ф'ючерсних та опціонних контрактів на індивідуальні акції й індекси акцій фондових бірж і позабіржових торговельних майданчиків за 1995–2000 рр. у кількісних параметрах та різних економічних зонах. Отже, по-перше, поряд зі зростанням кількості укладених угод з опціонами на акції з'являються ф'ючерси на індивідуальні акції; по-друге, обсяги торгівлі опціонами на акції в Європі майже дорівнюють обсягам торгів цими інструментами на терміновому ринку США.

На LIFFE наприкінці 2001 р. почали котируватися 25 контрактів на акції європейських і американських емітентів (Contrats Universal Stock Futures), на Euronext – 8 контрактів на акції відомих нідерландських емітентів.

У США в грудні 2000 р. новим законодавчим актом Комісії з ф'ючерсної торгівлі скасовано заборону Шада–Джонсона (Shad–Johnson) щодо використання ф'ючерсних контрактів на індивідуальні акції, що позитивно вплинуло на конкурентні можливості американських термінових бірж, які на даному етапі можуть змагатися за клієнтів з європейськими.

Потребу у цих інструментах можна пояснити впливом кількох факторів, серед яких:

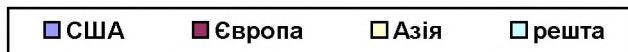
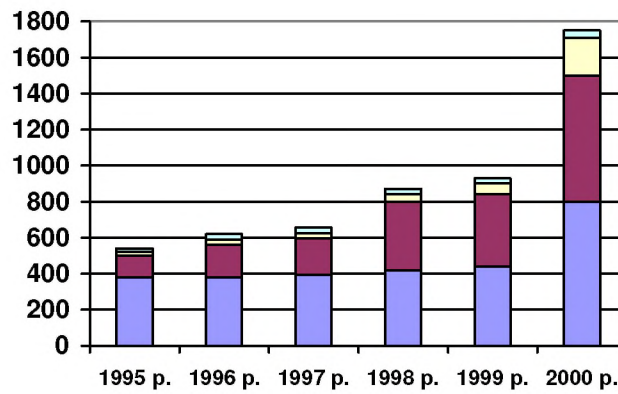
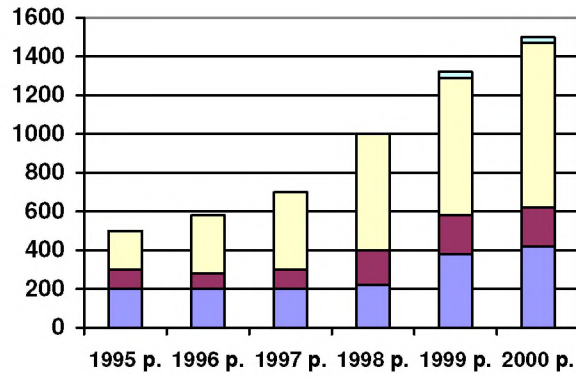
- інструменти на індекси акцій (ф'ючерси й опціони) не завжди можна використати з позицій страхування ризиків;
- індексні інструменти не враховують такі суттєві характеристики індивідуальних акцій, як зв'язок між дохідністю та кількістю дрібних акціонерів, пенсійними системами тощо.

Зміна структури ринку похідних фінансових інструментів, виникнення абсолютно нових продуктів зумовили розширення кола учасників. До них нині належать:

- державні та приватні організації, що хеджують свої інвестиції;
- банки, банківські організації, корпорації та фірми, що використовують похідні у системі ризик-менеджменту і для отримання доходів завдяки високому рівню фінансового важеля;
- інституційні інвестори для реалізації стратегій хеджування портфелів;
- інвестиційні фонди для отримання додаткових доходів і хеджування;

Рисунок 13

Обсяг біржових контрактів з акціями
(за видами та відповідно до регіонів)



- хедж-фонди і фонди грошового ринку для інвестування винятково на цьому високодощодному секторі ринку;
- торговці, дилери (трейдери) реальних ринків сировини, капіталу та валюти для отримання інформації про ціни базових активів, прийняття рішень щодо здійснення операцій хеджування або спекуляції.

Отже, підсумовуючи вищевикладене, можна визначити такі тенденції розвитку термінового ринку як третинного сегмента світового фінансового ринку:

- суттєве зростання обсягів торгівлі (за кількістю контрактів та інвестованих маржових внесків і премій відповідно до опціонів плюс розрахунки на момент виконання угод);
- хеджовий характер ринку (близько 70% учасників ринку становлять хеджери);
- кардинальні зміни у біржовій інфраструктурі (перехід до електронних торгів, консолідація та злиття бірж, створення пан'європейського торговельного термінового майданчика, відхід від статусу бірж як некомерційних організацій, випуск біржових акцій на умовах вільної підписки, уніфікація клірингових систем);
- переважаючий розвиток особливо ризикового позабіржового сегмента;
- зростання кількості учасників і суттєве розширення їх складу;
- лібералізація і запровадження нових підходів до державного регулювання, делегування регулюючих функцій біржам;
- створення незалежних електронних систем з інтернет-доступом для акумулювання замовлень та їх сортування, здійснення електронного трейдингу;
- концентрація позабіржового, майже не регульованого ринку в кількох учасників;
- запровадження міжнародного регулювання, гармонізації та уніфікації за участю Міжнародної організації регулюючих комісій (IOSCO);
- зближення біржового та позабіржового ринку через використання системи біржового клірингу;
- неспроможність офіційної статистики відображати реальний обсяг інвестицій у термінові фінансові інструменти.

Над вирішенням зазначених проблем інтенсивно працюють зарубіжні науковці спільно з учасниками, вдосконалюючи інструменти та інфраструктуру ф'ючерсних ринків і вносячи корективи з метою підвищення ефективності їх функціонування. В Україні, на нашу думку, настав час вносити суттєві корективи до ухвалених нещодавно концепцій розвитку біржового сировинного та фондового ринків щодо внесення до них розділів, присвячених визначенню шляхів і напрямків становлення високоефективних термінових ринків. Варто провести повний аналіз чинних законодавчих актів та законопроектів, де згадані термінові контракти, з метою їх узгодження.

Щоб терміновий (ф'ючерсний) ринок виконував свою функцію акумулювання та поширення інформації, необхідно зберегти баланс між доступом до *інформаційної винагороди та її зменшенням через конкуренцію*. На думку автора, в Україні нині термінові складові товарних і фінансових ринків не зможуть розвиватися успішно саме через надзвичайно високу монополію на інформацію, якою володіє кілька учасників ринку, в тому числі корумпованих чиновників, що через відсутність конкуренції дає їм змогу отримувати надприбутки і не спотворювати процес прогнозування майбутніх цін та курсів.

Для кардинальної зміни стану справ потрібно приймати рішення не лише у площині економічній, 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 мають допомогти стати на ноги великому бізнесові на законних підставах, даючи змогу працювати в умовах більшої інформаційної визначеності щодо майбутніх цін та курсів і активно використовувати фінансові інновації, як це успішно роблять нині їх зарубіжні партнери у всіх без винятку потужних корпораціях та фінансових установах.

Література

1. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств // ВВР. – 1997. – № 27. – С. 181.
2. Закон України «Про цінні папери і фондові біржі» // ВВР. – 1991. – № 38. – С. 508.
3. Закон України «Про товарну біржу» // ВВР. – 1992. – № 10. – С. 139.
4. Проект Закону України «Про похідні цінні папери» // Українська інвестиційна газета. – № 19 (189). – 18 травня. – 1999. – С. 5.
5. Проект Закону України «Про строкові фінансові інструменти» // Бизнес. – 2001. – № 27 (442). – С. 16–17.
6. Василик О. Д. Теорія фінансів: Підручник. – К.: НІОС, 2000. – 416 с.

7. Задоя А. О., Ткаченко І. П. Структура та функції сучасного фінансового ринку // Фінанси України. – 1999. – № 5. – С. 3–11.
8. Киячков А. А., Чалдаева Л. А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юрист, 2000. – 704 с.
9. Корякін І. М. Співробітництво Укрексімбанку з міжнародними фінансовими організаціями щодо підтримки малого та середнього бізнесу // Матеріали міжнародної наукової конференції «Валютно-фінансові проблеми ринкової трансформації (приклад України)», м. Київ, 19–20 листопада 1998 р. – С. 136–137.
10. Луцишин З. О. Сутність і тенденції розвитку світового фінансового середовища // Вісник НБУ. – 2001. – № 4. – С. 38–43.
11. Маршалл Дж. Ф., Бансал В. К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
12. Матросов С. Рынок деривативов Западной Европы // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 19 (202). – С. 29–34.
13. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок. Тенденции и инструменты. – М.: Экзамен, 2000. – 768 с.
14. Мозговой О. Н. Фондовый рынок Украины. – К.: Феникс, 1997. – 276 с.
15. Найман Є. Л. Треjder-Инвестор. – Киев: ВИРА-Р, 2000. – 640 с.
16. Найман Э. Л. Малая энциклопедия Трейдера. – К.: Логос, 1997. – 236 с.
17. Пензин К. Современное состояние и тенденции развития мирового рынка биржевых опционных контрактов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 15 (198). – С. 46–50.
18. Правила випуску та обігу фондових деривативів // Галицькі контракти. – 1997. – № 36. – С. 42.
19. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С. 58.
20. Токмакова І. В., Краснов В. Г. Сутність і структура фінансового ринку // Фінанси України. – 2001. – № 12. – С. 112–120.
21. Чухно А. А., Селиванов С. А. Фондові ринки країн-членів Європейського Союзу та України // Фінанси України. – 1999. – № 2.
22. Шаповалов Є. А. Використання в Україні світового досвіду похідних фінансових інструментів / Автореф. дис. кан. екон. наук: 08.05.01. – Київ: НАН України, Інститут світової економіки та міжнародних відносин, 2001. – 17 с.
23. Шаров О. М. Тенденції розвитку європейського фондового ринку // Вісник НБУ. – 2001. – № 10. – С. 38–43.

24. Энг М. В., Лис Ф. А., Мауэр Л. Дж. Мировые финансы / Пер. с англ. – М.: ДеКА, 1998. – 768 с.
25. Action Future. – 2001. – № 3. – Septembre–octobre–novembre.
26. Bourse plus. – 2001. – № 87. – Samedi. – 8 decembre.
27. Finances magazine. – Dec. 01-jan. – 2002.
28. Johnson Ch. New Players, New Rules Financing the 1990s. – Dublin: Lafferty Publications Ltd, 1992. – 347 p.
29. Rapport trimestriel BRI, septembre. – 2001. – P. 29–35.
30. www.finwin.com.
31. www.crb.com.
32. www.bourse-de-paris.fr.