

Demchenko M.V.

Methodological approaches to the assessment of the insurance companies' efficiency in endowment insurance

The existing methodological approaches to the assessment of the insurance companies' activities were analyzed. The system of indicators that comprehensively characterize their financial reliability, organizational effectiveness and performance results for a particular type of insurance were proposed. The set of the most significant indicators for assessment of the life insurance companies' activities in endowment insurance was defined.

Key words: *life insurance companies, endowment insurance.*

Демченко Максим Володимирович – аспірант Інституту регіональних досліджень НАН України, м. Львів.

УДК 336.768

I. М. Бурденко

**ОСНОВНІ ЕТАПИ РОЗВИТКУ КЛІРИНГУ ЧЕРЕЗ ЦЕНТРАЛЬНИХ
КОНТРАГЕНТІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ**

Наведено огляд ранніх форм клірингу, які дають уявлення про те, яким чином розвивався інститут центральних контрагентів. При цьому розглянуто основні еволюційні етапи та особливості здійснення клірингу на цих етапах, виділено значні досягнення у сфері клірингу на кожному етапі його розвитку.

Ключові слова: *кліринг, неттинг, інститут центрального контрагента, клірингові палати, строкові біржі, ринок похідних фінансових інструментів.*

Постановка проблеми і її зв'язок із найважливішими науковими та практичними завданнями. Загальновідомо, що похідні фінансові інструменти (ПФІ) забезпечують економічну цінність своїм користувачам, зокрема дозволяють отримати позитивний ефект для хеджування різних фінансових ризиків. Проте аналіз причин світової фінансової кризи свідчить, що однією із її причин були неконтрольовані операції з позабіржовими ПФІ, які призвели до різкого зростання рівня системного ризику. Однак синергетичний вплив на кризу мали недоліки безпосередньо в інфраструктурі ринків ПФІ. Для запобігання у подальшому такого негативного впливу країни-учасниці G20

© I. М. Бурденко, 2014

стимулюють глобальний перехід на розрахунки через центральних контрагентів або на біржові майданчики.

Світовий досвід створення та функціонування центрального контрагента тривалий час демонструє високу надійність і ефективність цього інституту [6]. Саме позитивний досвід призводить до необхідності розробки дієвого механізму здійснення клірингу через центрального контрагента для ринку ПФІ України. Досягнення цієї мети неможливе без дослідження еволюції інституту центрального контрагента на світовому фінансовому ринку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У вітчизняній економічній літературі останнім спостерігається зростання інтересу до інфраструктури фінансового ринку. У роботах О. М. Сохацької, І. О. Школьник, В. Г. Федоренко, В. П. Ходаківської, О. М. Іваницької, І. І. Рекуненка розглядаються питання щодо особливостей розвитку та функціонування окремих її інститутів, зокрема торгових і фінансових посередників.

Дослідженнями еволюції, значення, організації діяльності, проблем регулювання клірингу в основному займалися зарубіжні науковці: П. Норман, Р. Блісс, Р. Стейгервалд, Д. Даффі, В. Уткін, С. Майоров, С. Соловійов. Зауважимо, що вітчизняні науковці приділяли певну увагу проблемам клірингу та функціонування центрального контрагента. Однак не набуло належного розвитку питання історичного розвитку центрального контрагента, його ролі у сучасній архітектурі фінансового ринку регулювання їх діяльності тощо.

Метою статті є дослідження ключових етапів розвитку інституту центрального контрагента і виокремлення основних здобутків, що вплинули на його формування.

Виклад основного матеріалу. Археологічні розкопки доводять, що перші торги ф'ючерсами і опціонами відбувалися приблизно за 1750 років до Різдва Христового у стародавніх містах-державках Месопотамії. Якщо трое купці збиралися разом, щоб купити або продати товари та послуги, то виникала потреба в забезпеченні їх угод і платежів. На той час саме храми виконувати функції клірингових палат.

В епоху раннього середньовіччя, з розвитком ярмаркової торгівлі (X–XIII ст.) купці почали активно застосовувати такі інструменти як вексель, товарний кредит, угоди про поставку товару через визначений строк на наступному ярмарку, із стандартами якості, що встановлюються за зразками. Векселі дозволяли торговцям уникнути ризику пограбування, пов'язаного із торговими операціями в далеких країнах [3], та компенсувати недостатню кількість металевих грошей.

Торгові ярмарки в Європі, крім того, що були одним із способом обміну товарами, формували практику сучасних безготівкових розрахунків та забезпечували купцям можливість клірингу векселів при укладанні угод.

Купці середньовічної Європи розробили надзвичайно складні неттінгові технології обігу векселів, які були основним видом безготівкових платежів між комерсантами аж до XX століття [3]. Так, наприклад, ярмарки в Шампані (XII-XIII ст.) сформували практику надання певного часу для розрахунків між купцями після закінчення торгового періоду.

У кінці XVI – початку XVII ст. почали проводити «обмінні ярмарки». Суть таких ярмарок полягала у клірингу векселів, саме тут учасники могли вести переговори і врегульовувати попередні транзакції з векселями, строк дії, яких закінчувався з закінченням ярмарку, шляхом «взаємних компенсацій і готівкової оплати непогашених залишків». Клірингові операції здійснювали банки [3].

У XVI ст. торговим центром з 1469 р. стала біржа Антверпена, де вперше стала практикуватися торгівля за зразком: замість всієї партії товару покупцеві пред'являлася якась його частина.

У XVII ст. у Голландії виникли перші строкові угоди і похідні інструменти на тюльпанові цибулини, що активізувало клірингову діяльність у Європі. Торгові клуби зі штаб-квартирами в готелях перетворилися на пункти клірингу операцій з цибулинами тюльпанів. Урегулювання рахунків проводилося після заліку взаємних вимог, так що трейдери повинні були виплатити один одному тільки «різницю» або решту суми боргу, яка виникала через різницю в цінах на цибулини в ході торгової сесії. Щоб покрити витрати, з угод бралася невелика комісія [3].

Торгові клуби являли собою зародок клірингових палат у країні, яка до того часу стала батьківщиною першою в світі компанією, що привернула велику кількість приватних інвесторів. У березні 1602 р. заснована Голландська Ост-Індська компанія (ГОІК), акції якої торгувалися на Амстердамській біржі, яку було відкрито 1608 р. Звичайні акції з повною виплатою компанії надходили на торги кожного місяця 20-го числа і оплачувалися 25-го. На біржі існували особливі брокери, або «рескаунтери». Їх бізнес полягав у тому, щоб «врегулювати зобов'язання, оплачуючи і отримуючи різницю», яка виникала в процесі торговельних угод [3].

Отже, торгові клуби (XVI-XVII ст.), розрахунки та виплати різниць, «рескаунтери», фіксування котирувань за акціями Голландської Ост-Індської компанії стали праобразами майбутніх клірингових процедур, які здійснювали перші товарні клірингові палати у XIX ст.

У 1874 р. Лондонська фондова біржа заснувала клірингову палату для брокерів, яка, повинна була займатися клірингом «не грошових сум, а акцій». Клірингова палата усунула необхідність у численних двосторонніх операціях з цінними паперами, зобов'язавши кожного зі своїх членів готувати звіт про загальну кількість акцій, які вони мали отримати або представити іншому

члену клірингової палати. Загальним результатом подібної практики стало зниження обсягів транзакцій [3].

Незважаючи на бурний розвиток торгових клубів, які забезпечували залік взаємних вимог та виплати різниць у Європі у XVII–XIX ст., праобразом сучасних європейських клірингових палат стала японська система розрахунків за ф'ючерсними контрактами на рис, яка була введена в Європі тільки в 1853 р.

У 1730 р. в Осаці було створено офіційну біржу, яка займалася продажем складських розписок в рахунок майбутніх поставок рису. Торгівля цими розписками дала початок розвитку ринку ф'ючерсних поставок рису в Японії. Біржею було прийнято правила торгівлі складськими розписками аналогічні сучасним правилам ф'ючерсних торгів. Згідно з цими правилами, невід'ємною частиною ринкової інфраструктури були клірингові палати, де для кожного торговця заводили кредитну історію.

Клірингові палати не могли самостійно здійснювати власні торговельні операції. Замість цього вони брали комісію і маржу на відкриті позиції, а отримуючи торгівлю різницею, брали на себе зобов'язання з виконання умов контракту. Отже, торговці могли «проводити розрахунки за ринковими позиціями в кліринговій палаті, незалежно від кредитоспроможності кінцевого контрагента» [3].

Таким чином, правила функціонування біржі в Осаці, дозволяють стверджувати, що рисовий ринок став праобразом клірингових палат, які відіграють роль сучасних центральних контрагентів, приймаючи на себе ризики контрагентів за операціями з угодами і гарантуючи їх закриття.

Але саме в Лондоні з його процвітаючим банківськими установами проведення клірингу через клірингову палату стало загальноприйнятною практикою. У 1773 р. банкіри створили Лондонську розрахункову палату (London Banker's Clearing House, LBSH). У 1854 р. до числа її членів увійшов Англійський банк, і розрахунки між банками-учасниками стали здійснюватися шляхом переказу грошей між рахунками, відкритими в центральному банку. Це нововведення ознаменувало собою значний крок вперед в області організації платіжно-клірингової системи, ставши передвісником тієї вельми активної ролі, яку Банк та інші центральні банки грають у кліринговій діяльності в наші дні [3].

У жовтні 1853 р. була заснована Нью-Йоркська клірингова палата (New York Clearing House Association, NYCHA), яка наслідувала традиції Лондонської клірингової палати, мета створення її полягала у необхідності упорядкування системи взаємозаліків і платежів між 57 банками міста [2].

Подальший розвиток фінансового ринку вимагав нових методів здійснення системи клірингу. Найзначніший внесок в становлення сучасної форми інституту центрального контрагенту внесла Товарна біржа Чикаго

(Chicago Board of Trade, СВOT), заснована в 1848 р. У березні 1863 р. члени Чиказької товарної біржі прийняли перші правила форвардних біржових торгів, які передбачали тимчасове позбавлення членства за недотримання умов контракту. У наступні роки СВOT вводила нові правила, націлені на захист від контрагентських дефолтів. З травня 1865 р. вступили в силу вимоги до маржування, яке у цей період було обов'язковим, а в 1873 р. були введені обов'язкові варіаційна і початкова маржа, а також правило, за яким будь-який учасник, який не виконав умови контракту, повинен зробити заяву «правлінню біржі про свій фінансовий стан під присягою» під страхом виключення з асоціації [3].

Клірингова палата Чиказької товарної біржі була заснована у 1883 р. і була структурним підрозділом біржі. Клірингова палата сприяла розвитку нетінгу, клірингу та розрахунків за зустрічними угодами. Проте клірингова палата при СВOT не в повній мірі була центральним контрагентом, вона більше сприяла зниженню транзакційних витрат шляхом «підрахунку чистих зобов'язань його членів, для внесення депозиту і укладення договорів» [5].

Однак, тільки в 1925 р. із створенням Клірингової корпорації товарної біржі СВOT (Board of Trade Clearing Corporation, BOTCC), вона стала справжнім центральним контрагентом, що здійснює діяльність як контрагент до всіх операцій на біржі. У разі невиконання своїх зобов'язань членом біржі, відповідальність за розрахунки за угодою члена біржі, що не виконав свої зобов'язання, переходила на клірингову палату. Клірингова палата покривала збитки, понесені в результаті виконання зобов'язань її члена за рахунок використання його забезпечення [5].

У 2007 р. відбулося злиття компаній Чиказької торгової палати (СВOT) з СМЕ. Нова холдингова компанія отримала назву СМЕ Group (СМЕ/Chicago Board of Trade Company). При цьому клірингові палати цих бірж були об'єднані і створений кліринговий центр СМЕ Clearing.

У лютому 1888 р. була заснована Лондонська продуктова клірингова палата – попередник Лондонській кліринговій палати (London Clearing House, LCH). Ця установа була створена для гарантування угод за ф'ючерсними контрактами на ринках кави і цукру. Однак на відміну від системи «повного клірингу», Лондонська клірингова палата у цей час не була справжнім контрагентом відносно інших учасників двох відповідних угод.

Пізніше LCH стала обслуговувати ринок опціонів, надаючи послуги з взаємної компенсації вимог і зобов'язань (netting), укладанню і ліквідації угод, а також виступає центральним контрагентом за угодами, що укладаються її членами. У такій якості Палата приймає ризик неспроможності своїх членів, який вона покриває, збираючи з них маржу. Повноцінним центральним контрагентом LCH стала тільки у 2003 р. після злиття Лондонської клірингової палати і французької Clearnet SA та утворення LCH.Clearnet.

Процес формування клірингових палат як в Європі, так і в США, вплинув на зростання ролі клірингових палат та формування сучасної архітектури фінансового ринку. У 1894 р. Макс Вебер, німецький авторитет в галузі політекономії і соціології, визначив роль клірингових палат, які надавали гарантії торговельним угодам проти контрагентських ризиків, ініціювали новий виток економічного росту [1].

У 1792 р. було створено Нью-йоркську фондову біржу (New York Stock Exchange, NYSE). У 1882 р. біржа організувала свою клірингову палату. Клірингова палата не була корпорацією. Вона була неформальною організацією, якою управляв комітет з п'яти членів біржі. У 1920 році ця неформальна організація була замінена Фондовою кліринговою корпорацією (Stock Clearing Corporation - SCC).

У 1977 р. почала роботу Національна клірингова корпорація з цінних паперів ((National Securities Clearing Corporation, NSCC). Вона вирішувала всі завдання, які вирішувалися Фондовою кліринговою корпорацією Нью-йоркської фондової біржі, Національною кліринговою корпорацією Національної асоціації дилерів з цінних паперів (National Association of Securities Dealers Inc.) та кліринговою палатою Американської фондової біржі (American Stock Exchange, AMEX)

Національна клірингова корпорація з цінних паперів (NSCC) здійснює взаємозалік всіх угод, визначає чисті позиції з цінних паперів та грошових сум. Національна клірингова корпорація з цінних паперів (NSCC) – дочірня компанія Депозитарної трастової та клірингової корпорації (DTCC), яка заснована в 1999 р. – виступає єдиним центральним контрагентом більш ніж для 50 американських бірж та інших торгових платформ за акціями і іншими цінними паперами. Опціонна клірингова корпорація (ОСС) надає послуги центрального контрагента для всіх ринків, які торгують опціонами на акції в США. Вони є найбільшими центральними контрагентами такого типу в світі [3].

Подальший розвиток клірингової справи пов'язаний з розвитком технологій, що дозволило кліринговим палатам США в 1988 р. представити систему SHAMIS (система інформації про ринки, які спільно використовуються) для центральних контрагентів, які обслуговують ф'ючерсні біржі. Дана система мала у своєму розпорядженні і надавала кліринговим палатам інформацію про ризики та фінансовий стан учасників клірингу, відомості про «ринкову переоцінку руху грошових коштів, виплати опціонної премії, інформацію про те, чи була маржа профіцитною або дефіцитною, і інформацію з історії торгів, щоб встановити, чи не відхиляється компанія від нормальної схеми торгівлі» [3].

Криза на фінансовому ринку у 1987 р. виявила слабкі місця у системі клірингу США. Комісія з цінних паперів і біржам і Комісія з торгівлі товарами ф'ючерсами вимагала від американських клірингових компаній ужити

заходи для зменшення ризику, пов'язаного з кліринговими операціями. Шостого жовтня 1989 р. OCC і CME оголосили про партнерство на базі крос-маржування, що було першим кроком до крос-маржування на внутрішньому ринку. Крос-маржування передбачає розрахунок єдиного підсумку маржі для тих членів клірингової палати, які беруть участь у торгах на декількох окремих біржах або ринках, що дозволяло цим учасникам врівноважити грошові потоки. Нескоординовані грошові потоки гарантійного забезпечення поглибили системну кризу у 1987 р.

Послідовно у 1990 р. було укладено двосторонню угоду про крос-маржування між OCC і BOTCC, тристоронню угоду для CME, OCC і ICC, а в 1998 році було укладено угоду про крос-маржування і загальний банкінг для CME, BOTCC і CBOT. У 2001 р. CME, LCH і LIFFE уклали угоду про міжнародне крос-маржування, щоб скоротити маржу для компаній – учасників клірингу та їх філій за позиціями на євродоларові контракти на CME, на Euribor або на EuroLibor на LIFFE.

Ризиковість клірингової діяльності вимагала від провідних клірингових палат удосконалювати технології з управління ризиками. Так, OCC і CME незалежно один від одного розробили дуже схожі комп'ютерні алгоритми для оцінки ризику та розрахунку маржі. У 1986 році OCC ввела Теоретичну систему Міжринкової маржі (TIMS) – методологію розрахунку маржі, засновану на оцінці ризиків портфеля. У грудні 1988 р. CME представила програму аналізу ризику стандартного портфеля (SPAN) [3].

Система SPAN здійснює розрахунок депозитної маржі на основі оцінки сукупного ризику портфеля. У процесі розрахунку SPAN моделює ефекти від змін ринкових умов і використовує стандартні моделі ціноутворення опціонів для визначення сукупного ризику за портфелем. У моделях ціноутворення три фактори чинять найбільш істотний вплив на вартість опціонів: ціна базового ф'ючерсу, волатильність ціни ф'ючерса і час до закінчення опціону [4].

Висновки. Історія виникнення і розвитку клірингу в світі підтверджує, що основною передумовою виникнення інституту центрального контрагента є ризики: спочатку ризик нестачі реальних засобів оплати (металевих грошей), потім ризик пограбування, а на пізніших етапах – ризик невиконання зобов'язань (контрагентський ризик). Зауважимо, що перші клірингові палати виникли саме на ринку ПФІ, який характеризується як найбільш ризиковий. Незважаючи на тривалу історію розвитку клірингових палат, тільки у ХХ ст. вони стали повноцінно виконувати функцію центрального контрагента, і з'явилися на ринках країн, що розвиваються. Наявність центрального контрагента на фінансовому ринку дозволяє мінімізувати ризики та трансакційні витрати його учасників. Процес формування клірингових палат як в Європі, так і в США, вплинув на зростання ролі клірингових палат

та формування сучасної архітектури фінансового ринку. Світовий досвід у побудові архітектури інфраструктурних холдингів та визначення в них місця центрального контрагента істотно розрізняється на різних сегментах фінансового ринку. Це зумовлено як історією виникнення центральних контрагентів на цих ринках, так і особливостями локального законодавства [6]. Розвиток глобалізаційних процесів на фінансовому ринку стає передумовою та об'єктивним результатом поглинання, об'єднання і інтеграції як строкових бірж, так і клірингових палат на різних континентах і країнах. Отже, інтернаціоналізація строкових ринків і клірингових установ актуалізує подальші дослідження реалізації клірингового механізму та основних проблем діяльності центральних контрагентів у цій сфері.

Список використаних джерел

1. Вебер М. История хозяйства. Биржа и ее значение / Макс Вебер. – М : Кучково поле, Гиперборья, 2007. – 432 с.
2. Крахмалев С. В. Современная банковская практика проведения международных платежей [Электронный ресурс] / С. В. Крахмалев. – М. : ГроссМедиа, РОСБУХ, 2007. – 208 с.
3. Норман П. Управляя рисками. Клиринг с участием центральных контрагентов на глобальных финансовых рынках / Питер Норман. – М. : Манн, Иванов и Фербер, 2013. – 704 с.
4. Соловьев П. Системы управления рисками фьючерсных бирж [Электронный ресурс] / Павел Соловьев. – Режим доступа : <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=4485>.
5. Уткин В. С. Исторический аспект возникновения и становления института центрального контрагента в России и за рубежом / В. С. Уткин // Финансы и Кредит. – 2009. – № 47 (383). – С. 32–36.
6. Уткин В. С. Методологическое обеспечение внедрения и развития института центрального контрагента на российском финансовом рынке : автореф. дис. на соискание уч. степени д-ар. экон. наук : спец. 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит / Уткин Виктор Сергеевич. – М., 2012. – 53 с.

Бурденко І. Н.

Основные этапы развития клиринга через центральных контрагентов на финансовом рынке

Приводится обзор ранних форм клиринга, которые дают представление о том, каким образом развивался институт центральных контрагентов. При этом автором рассмотрены основные эволюционные этапы и особенности осуществления клиринга на этих этапах, выделены значительные достижения в сфере клиринга на каждом этапе его развития.

Ключевые слова: *клиринг, неттинг, институт центрального контрагента, клиринговые палаты, срочные биржи, рынок производных финансовых инструментов.*

Burdenko I.

Main stages of development of cleared through Central counterparties in the financial market

The article is about overview of the early forms of clearing, which give an design about developed the Institute of Central counterparties. Author reviewed the main evolutionary stages and special features of realization of clearing on these stages, selected significant achievements of clearing at each stage of its development.

Key words: clearing, netting, central counterparty, clearing houses, futures market, the derivatives market.

Бурденко Ірина Миколаївна – доцент, кандидат економічних наук, доцент кафедри бухгалтерського обліку і аудиту ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ», м. Суми.

УДК 336.748

Р. Р. Голуб

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА МІЖНАРОДНОГО ВАЛЮТНОГО РИНКУ ТА ВПЛИВ ВІДСОТКОВИХ ДИФЕРЕНЦІАЛІВ НА ВАЛЮТНЕ КУРСОУТВОРЕННЯ

У наш час валюти стали невід'ємною складовою портфелів багатьох інвесторів, давно перетворившись у самостійний клас активів банківських інвестиційних продуктів. І хоча динаміці валютних курсів, а також теоріям, які пояснюють вказану динаміку, присвячено багато наукових праць, залишається цілий пласт інформаційного потоку, неврахування якого суттєво збіднює розуміння причин і наслідків волатильності, яка має місце на ринку валютних активів. Ідеться про фундаментальні (у т.ч. міжринкові) чинники, які визначають поведінку валют залежно від динаміки: зайнятості / безробіття; споживчих витрат і довіри; обсягу національного виробництва і товарно-матеріальних запасів; показників житлового будівництва, міжнародної торгівлі, рівня цін, продуктивності праці і величини заробітної плати; динаміки відсоткових ставок, цін акцій, облігацій і сировинних товарів (золота, нафти).

Ключові слова: валюта, валютний курс, облігаційний спред, відсотковий диференціал.

Вступ. У пост-Бреттон-Вудський період, валютний курс вважається одним з найважливіших макроекономічних показників. В умовах глобалізації існуюча світова економічна система характеризується: посиленням

© Р. Р. Голуб, 2014