

УДК 336.76

Калашник І.О.

аспірант кафедри «Фінансові ринки»  
Київського національного економічного університету  
імені Вадима Гетьмана

## РИЗИК-ФАКТОРИ УКРАЇНСЬКОГО ФОНДОВОГО РИНКУ В ДІЯЛЬНОСТІ ТОРГОВЦІВ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

Стаття присвячена дослідженню впливу ризиків українського фондового ринку на діяльність торговців цінними паперами. Досліджено та охарактеризовано основні фактори, що впливають на ризикованість операцій з цінними паперами. Визначено основні загрози у процесі брокерської та дилерської діяльності, андеррайтингу і управління цінними паперами.

**Ключові слова:** андеррайтер, брокер, дилер, кредитний ризик, операційний ризик, ризик ліквідності, ринковий ризик, управління цінними паперами.

### Калашник И.А. РИСК-ФАКТОРЫ УКРАИНСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ТОРГОВЦЕВ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ

Статья посвящена исследованию влияния рисков украинского фондового рынка на деятельность торговцев ценными бумагами. Исследованы и охарактеризованы основные факторы, влияющие на рискованность операций с ценными бумагами. Определены основные угрозы в процессе брокерской и дилерской деятельности, андеррайтинга и управления ценными бумагами.

**Ключевые слова:** андеррайтер, брокер, дилер, кредитный риск, операционный риск, риск ликвидности, рыночный риск, управление ценными бумагами.

### Kalashnyk I.O. INFLUENCE OF UKRAINIAN STOCK MARKET'S RISKS ON SECURITIES TRADERS

The article is about the impact of the Ukrainian stock market's risks on securities traders. The author investigated and characterized the main factors influencing riskiness of operations with securities. The main threats in the process of brokerage and dealership, underwriting and securities management were identified.

**Keywords:** underwriter, broker, dealer, credit risk, operational risk, liquidity risk, market risk, securities management.

**Постановка проблеми.** Для забезпечення ефективного функціонування ринкової економіки важливим є перерозподіл ресурсів через фондовий ринок. Обслуговуванням цього процесу в Україні займаються торговці цінними паперами. У процесі своєї діяльності вони стикаються з рядом ризиків. Ці ризики загалом є універсальними, проте також набувають регіональної специфіки в результаті існування особливостей вітчизняного фондового ринку. Для успішного управління ризиками торговцями цінними паперами важливим є їх ідентифікація та вивчення, що пояснює актуальність даної статті.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вивченням ризиків та їх особливостей на вітчизняному фондовому ринку займався ряд дослідників, серед яких можна виділити Є. Боброва, М. Гапонюка, Л. Гриценко, К. Іванову, Г. Калача, А. Пересаду, В. Поворозник та багато інших. Проте більш детального дослідження вимагає вплив ризиків українського фондового ринку на торговців цінними паперами.

**Постановка завдання.** Метою даної статті є дослідження впливу ризик-факторів вітчизняного фондового ринку на діяльність торговців цінними паперами. Для реалізації мети були поставлені наступні завдання: визначити основні ризики вітчизняного фондового ринку; розкрити шляхи та ступінь впливу ризиків на брокерську та дилерську діяльність, андеррайтинг і управління цінними паперами.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Ризики, які безпосередньо пов'язані з функціонуванням фондового ринку, можна розбити на кілька груп:

- Ринкові ризики. Вони характеризують зміни фінансового становища особи, що сталися в результаті коливань ціни або іншого сутнісного параметру біржового активу, що слугує кількісною оцінкою його вартості (наприклад, спреду кредитно-дефолтних свопів). Є спекулятивними, тобто можуть спричинити як втрати, так і доходи.

- Ризики ліквідності. Відображають можливість та швидкість перетворення біржового активу у більш ліквідний без втрати вартості.

- Кредитні ризики. Характеризують можливість втрат у результаті невиконання контрагентом своїх зобов'язань.

- Операційні ризики. Найбільш широка група, складові якої часто є суб'єктно-специфічними (характерними для окремих складових інфраструктури фондового ринку чи компаній, що на ньому працюють). До її складу входять ті ризики, що пов'язані з можливістю технічних збоїв у обладнанні, яке обслуговує функціонування фондового ринку та роботу його учасників. Також ця група включає ризик-фактори втрат внаслідок помилок чи недобросовісної поведінки працівників фондового ринку та його учасників. Ще однією підгрупою виступають юридичні ризики.

Торговці цінними паперами в Україні можуть отримати ліцензії на здійснення кількох видів діяльності: брокерської, дилерської, андеррайтингу та управління цінними паперами. Ризики, з якими матиме справу компанія, залежать від конфігурації видів діяльності, на які отримана ліцензія та якими активно займається торговець.

Перший вид діяльності з торгівлі цінними паперами – брокеридж – безпосередньо не пов'язаний з ризиками фондового ринку. Зазвичай дохід компанії формується за рахунок комісійних платежів. Ці платежі залежать не від успішності діяльності клієнта, а від обсягів або кількості виконаних операцій. Проте реалізація ризиків, що призводять до втрат клієнта, може зменшити обсяг клієнтської бази, що, у свою чергу, зменшить доходи компанії.

На рис. 1 показано динаміку кількості відкритих рахунків клієнтів на одній з провідних вітчизняних бірж – Українській біржі, – яка надає можливість здійснювати торгівлю широким колом фінансових інструментів через мережу Інтернет. Біржа розпочала роботу в 2009 році і швидко нарощувала клієнтську

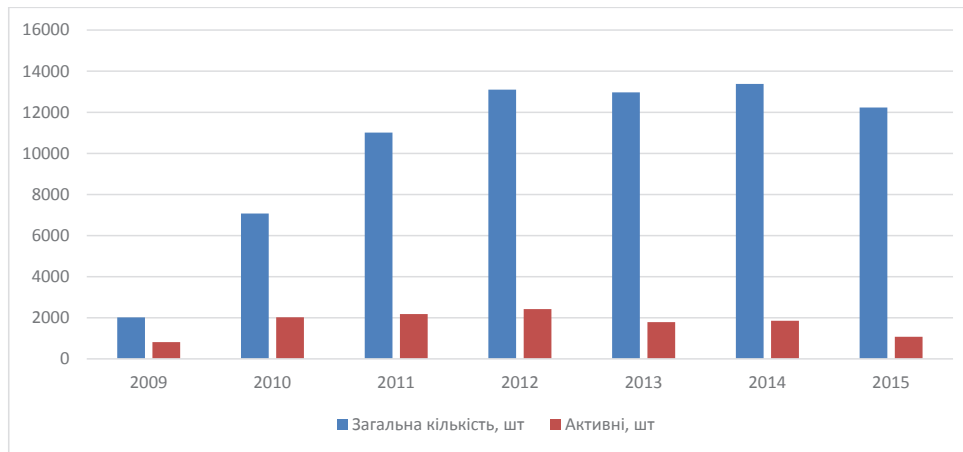


Рис. 1. Кількість рахунків клієнтів на Українській біржі в 2009–2015 рр.

Джерело: побудовано автором за даними Української біржі [1]

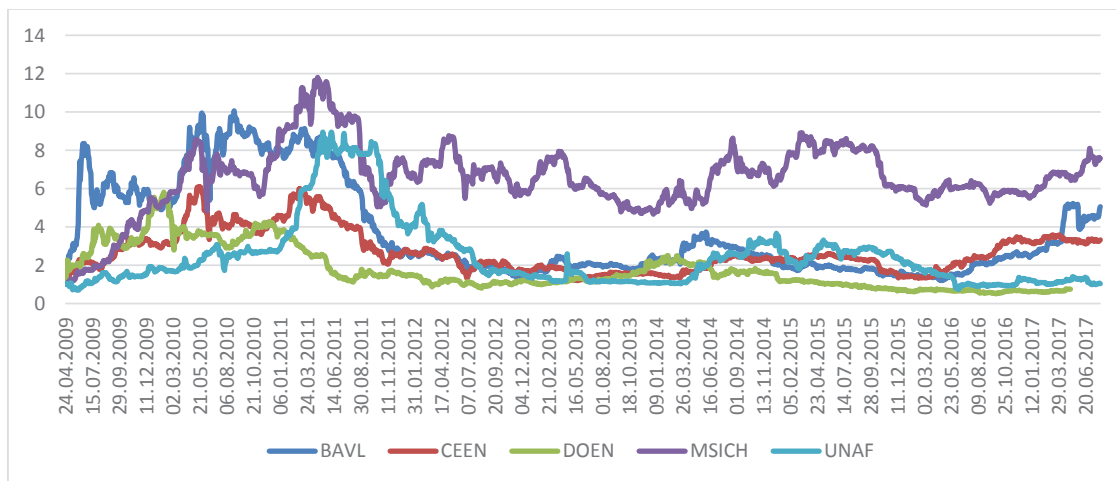


Рис. 2. Приріст цін індексних акцій Української біржі за квітень 2009 – липень 2017 рр.

Джерело: побудовано автором за даними Української біржі [1]

базу. Спільно з брокерами проводилась активна маркетингова політика. Проте з часом активність трейдерів зменшилась, а приріст числа рахунків зупинився. Найбільш яскраво відтік клієнтів демонструє такий показник, як кількість активних рахунків. Він враховує лише тих трейдерів, які здійснювали хоча б одну операцію за місяць. Саме цей показник є важливим для брокерів, адже, згідно найбільш поширених в Україні тарифних планів, комісія не стягується (або стягується в мінімальному розмірі) зі «сплячих» рахунків клієнтів.

Таким чином, стан фондового ринку в цілому в країні опосередковано впливає на результати діяльності торговців цінними паперами через зміну суми комісійних платежів клієнтів. Варто відзначити, що вагомий цього фактору може зменшитись, адже в червні 2017 року НБУ значно спростив порядок видачі індивідуальних ліцензій для перерахування закордон коштів у сумі, що не перевищує 50 тис. дол.[2]. Якщо українські інвестори будуть активно користуватись наданою можливістю, залежність від стану внутрішнього ринку суттєво зменшиться.

Важливою проблемою для торговців цінними паперами, які виконують функції брокерів, є управ-

ління операційними ризиками. У випадку проблем чи помилок втрати можуть понести їх клієнти, а тому вимоги до надійності їх систем мають бути підвищеними. В регулюванні це відображається у більш строгих порівняно з дилерською діяльністю вимогах для отримання ліцензії. Хоча дилери ризикують лише своїми коштами, вони мають справу зі значно вищими ризиками.

Дилери заробляють на безпосередній торгівлі фінансовими інструментами, а тому для них особливо важливим є ринковий ризик. На рис. 2 показано приріст цін акцій, що входять до кошику індексу Української біржі на липень 2017 року. Індексні акції зазвичай є найбільш привабливими і стабільними (так звані «голубі фішки»). Проте навіть їх динаміка цін характеризується значними коливаннями, особливо в період з 2010 по 2011 роки. З одного боку, така ситуація є сприятливою для трейдерів, адже дозволяє швидко примножити вкладені кошти. З іншого боку, так же швидко їх можна і втратити. Також варто згадати, що в момент початку розрахунку в індекс входило 15 акцій, а станом на липень 2017 лише 5. При цьому деякі з колишніх індексних цінних паперів узагалі виведені з ринку. Це є ще

одним свідченням високого рівня ризику при торгівлі на вітчизняному ринку.

Для кількісного оцінювання рівня ринкового ризику зазвичай використовується показник стандартного відхилення. На рис. 3 показані денні прирости та стандартні відхилення індексу акцій Української біржі (для розрахунку стандартних відхилень було використано віконний метод з періодом у 30 торговельних днів). Згідно з ним, волатильність агрегованого індикатора вітчизняного ринку пайових цінних паперів є досить високою. Впродовж ряду днів денна зміна індексу перевищувала 10 %, а то й 15 %. Цікавим є також те, що графік показує періоди високої та низької волатильності. Така її влас-

тивість носить назву кластеризації. Це означає, що в окремі періоди коливання на ринку можуть бути досить значними та концентрованими у часі.

Для торговців цінними паперами, що займаються дилерською діяльністю, велике значення має не лише волатильність ринку, але і його ліквідність. На рис. 4 показано обсяги торгів основними фінансовими інструментами на українському ринку: акціями, державними та корпоративними облигаціями. Обсяги операцій з акціями показували стабільне та стрімке зростання з початку досліджуваного періоду в 2004 році до 2011 року. Проте після цього в результаті падіння ринку знизилась вартість найбільш ліквідних акцій, а отже і грошова оцінка обсягу операцій з ними.

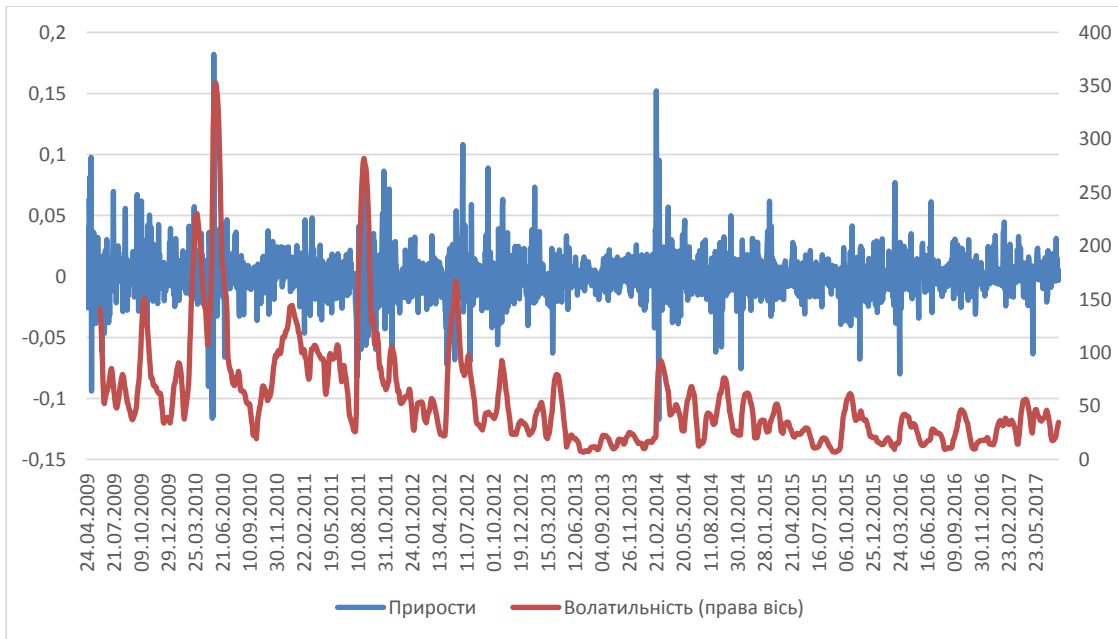


Рис. 3. Прирости та волатильність індексу Української біржі за квітень 2009 – липень 2017 рр.

Джерело: побудовано автором за даними Української біржі [1]

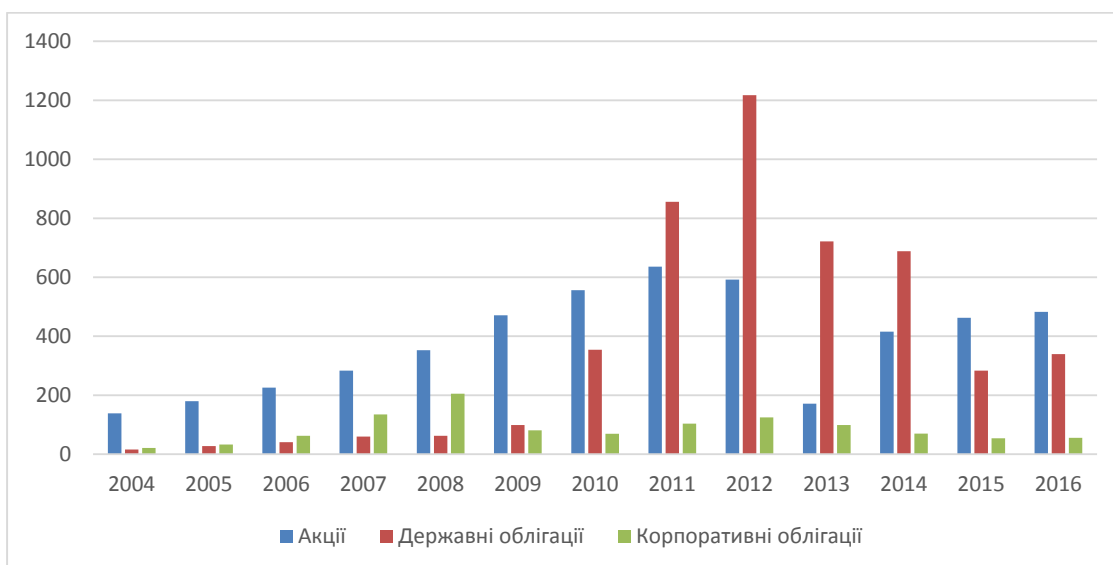


Рис. 4. Обсяги торгів акціями, державними та корпоративними облигаціями в Україні у 2004–2016 рр., млрд грн

Джерело: побудовано автором за даними НКЦПФР [3]

Але найбільше падіння відбулось в 2013 році. Воно пов'язане в першу чергу з намаганнями НКЦПФР удосконалити регулювання фондового ринку та зробити його більш прозорим шляхом переведення торгів з позабіржового ринку, частка якого перевищувала 90 %, на організовані торговельні майданчики. Часка біржового ринку і справді в 2013 році значно виросла, проте це відбулось на фоні суттєвого падіння загального обсягу операцій з акціями. У подальшому зростання операцій з акціями відновилось, проте рівня 2011 року так і не було досягнуто.

Обсяги торгів корпоративними облигаціями показували швидкий ріст в період до кризи 2008 року. Після цього довіра інвесторів до емітентів даних цінних паперів була підірвана рядом дефолтів та проблемами із захистом своїх прав у судах. В подальшому ринок так повністю і не відновився. Ще однією причиною цього дослідники називають заміщення корпоративних облигацій державними [4]. Обсяги торгів державними цінними паперами показали стрімке зростання в 2010 – 2012 роках. Фактично, впродовж певного періоду вони були домінуючими фінансовими інструментами на українському ринку, займаючи його ліву частку. При цьому їх найближчим конкурентом за інвестиційні ресурси зі схожими характеристиками були якраз корпоративні облигації. Проте державні цінні папери мали не лише вищу надійність, але й досить високу дохідність, а тому з легкістю перемогли у цій боротьбі. У 2015 – 2016 роках обсяги та частка торгів державними облигаціями знизилась, проте вони залишаються одним із основних інструментів вітчизняного фондового ринку. При цьому варто відмітити, що ризики за ними є досить високими порівняно з іншими країнами (табл. 1).

Таблица 1

**Країни з найвищим та найнижчим ризиком дефолту станом на січень 2017**

Країна	Moody's рейтинг	CDS спред
Норвегія	Aaa	0,34%
США	Aaa	0,38%
Швеція	Aaa	0,40%
Данія	Aaa	0,41%
Німеччина	Aaa	0,44%
Аргентина	B3	5,14%
Ліван	B2	5,57%
Нігерія	B1	5,76%
<b>Україна</b>	<b>Саа3</b>	<b>7,64%</b>
Венесуела	Саа3	30,82%

Джерело: складено автором за даними Moody's та Bloomberg [5; 6]

В табл. 1 показано 5 країн з найнижчими спредами кредитно-дефолтних свопів (CDS) та 5 країн з найвищими станом на січень 2017 року. Також вказані суверенні рейтинги агентства Moody's. Спред CDS є його ціною та є кількісною оцінкою ризику дефолту країни учасниками міжнародного фінансового ринку. Його значення фактично показує вартість купівлі захисту від дефолту країни. Наприклад, для України CDS спред становив 7,64 %, тобто за захист боргу обсягом 100 дол потрібно заплатити 7,64 дол. Як показують дані таблиці, вітчизняні державні облигації є одними з найбільш ризикованих у світі з найнижчим кредитним рейтингом. Дорожчим захист від дефолту є тільки для цінних паперів Венесуели. Таку ситуацію можна пояснити повіль-

ними темпами економічних реформ, значними обсягами боргу, виплати за яким необхідно здійснити найближчими роками та бойовими діями на сході країни. Наявність цих факторів свідчить про високі ризики інвестування в державні облигації України. Щоправда, і дохідність за ними є високою, компенсуючи значну ймовірність майбутніх втрат.

В цілому, вітчизняний фондовий ринок є неліквідним та слабо диверсифікованим. Обсяги торгів є дуже незначними порівняно з країнами з розвиненим фондовим ринком. Кількість наявних інструментів є дуже малою. Все зазначене вище означає, що ризики ліквідності українського ринку є значними та суттєво впливають на діяльність торговців цінними паперами, що здійснюють дилерську діяльність.

Також варто відзначити значну фрагментарність українського фондового ринку, на якому існує 10 бірж за досить малого обсягу торгів. Така ситуація може розмивати ліквідність, яка розпорошується на різні ринки. Проте покращує ситуацію те, що основні обсяги торгів різними інструментами сконцентровані на окремих ринках. Так, наприклад, основним місцем торгівлі облигаціями виступає біржа Перспектива, а акціями та деривативами – Українська біржа. При цьому варто відмітити, що проблемою є наявність «фіктивних» операцій, які здійснюються не як частина процесу інвестування, а з міркувань податкової оптимізації чи подібних [7]. На це ж вказує і Голова НКЦПФРТ Хромаєв, який говорить про те, що для інвесторів на внутрішньому ринку привабливими є лише державні облигації та незначна кількість акцій, а 90 % інструментів використовується для оптимізації оподаткування та фінансових потоків [8]. Таким чином, незважаючи на наявність значної порівняно з обсягами торгів кількості бірж, це не є значною проблемою та не розпорошує ліквідність. Окрім того, сучасні електронно-комунікаційні технології дозволяють швидко та безперешкодно проводити операції на різних ринках, а тому просторові обмеження мають все менше значення.

Кредитний ризик, зокрема один з його різновидів – ризик контрагента – є досить важливим для учасників фінансового ринку. Проте сучасні технології біржової торгівлі акціями та облигаціями дозволяють його практично нівелювати. В Україні біржі використовують принцип «поставки проти платежу» (Delivery versus Payment, DVP), реалізація якого передбачає блокування коштів на біржі перед купівлею фінансового інструменту, а також блокування цінних паперів перед їх продажем.

При цьому навіть при торгівлі на ринку з поставкою проти платежу кредитний ризик може залишатись, якщо торговець цінними паперами використовує сам або дає можливість використовувати своїм клієнтам маржинальну торгівлю. Вона полягає в тому, що трейдер бере цінні папери в борг для того, щоб здійснювати короткі продажі або ж скористатись левериджем. Короткі продажі полягають в тому, що учасник ринку бере в борг цінні папери та продає їх на ринку в надії на падіння ціни. Якщо ціна дійсно падає, він може купити акції та повернути борг. Його доходом (або ж збитком) виступає різниця між цінами продажу та купівлі за вирахуванням плати за позику в цінних паперах. Леверидж дозволяє здійснювати операції на суму більшу, ніж є на рахунок трейдера. Це дає можливість як заробляти, так і втрачати значно більші суми коштів відносно суми в розпорядженні учасника торгів. Очевидно, що значні втрати від невдалих операцій мають покриватись за рахунок коштів трейдера. Проте в разі швидкої та



значної зміни ціни на фондовому ринку може виникнути ситуація, коли цієї суми буде недостатньо. Варто зауважити, що даний різновид кредитного ризику є більш актуальним для торговця цінними паперами, який займається брокерською діяльністю та надає кредити в цінних паперах своїм клієнтам.

Якщо операції з цінними паперами здійснюються на позабіржовому ринку, ризик контрагента є суттєво вищим. Зазвичай це пов'язано з відсутністю попереднього депонування коштів та фінансових інструментів, а також відносно тривалим періодом між моментом укладення угоди та проведенням розрахунків за нею. Тому при операціях на позабіржовому ринку, який займає досить значну частку в торгах цінними паперами в Україні, трейдери повинні консервативно оцінювати надійність контрагентів.

Якщо при операціях з акціями та облігаціями можна практично позбутись кредитного ризику за рахунок використання поставки проти платежу, то при операціях з деривативами це є неможливим. Хоча похідні є ефективним інструментом управління ризиком шляхом хеджування, спекуляція або ж неправильне їх використання може призвести до дуже значних втрат [9]. На українському ринку в 2015 – 2017 рр. з'явилося досить багато нових деривативів. Якщо до цього тривалий час на біржовому ринку були лише ф'ючерси та опціони на індекс акцій Української біржі, то згодом до них долучилися валютні похідні (на обмінні курси долара, гривні, євро та фунта стерлінгів), ф'ючерси на золото та срібло, нафту, сільськогосподарську продукцію та навіть bitcoin. Але проблема в тому, що дані інструменти наразі використовуються лише для спекуляцій, а не хеджування (можливо, винятком будуть деривативи з поставкою на сільськогосподарську продукцію, запущені влітку 2017 року). Спекулятивна привабливість похідних пояснюється наявністю вбудованого левейджу – сторони вносять початкову маржу у розмірі, який є суттєво меншим обсягу операції у майбутньому. І хоча на біржовому ринку для управління кредитним ризиком застосовується складна гарантійна система, побудована на використанні центрального контрагента, ймовірністю втрат учасників за умови різкої зміни ринкової кон'юнктури нехтувати не можна.

Ризики, з якими мають справу торговці цінними паперами в процесі андеррайтингу, досить сильно залежать від умов укладеного з емітентом договору. Полюсами рамок угод є повний викуп андеррайтером цінних паперів з подальшим розміщенням на ринку на власний ризик, а також принцип «кращих зусиль», коли андеррайтер фактично не гарантує емітенту нічого. Також може існувати практично будь-яка комбінація умов між вказаними вище полюсами. Проте даний вид діяльності в Україні є майже незатребуваним. Компанії, які хочуть залучити кошти шляхом розміщення своїх цінних паперів на фондовому ринку, як правило, проводять IPO або випуск єврооблігацій на зарубіжних майданчиках. При-

чиною цього є відсутність на вітчизняному ринку достатніх обсягів ресурсів. Компанії, що обслуговують розміщення на Варшавській, Франкфуртській чи Лондонській біржі, працюють у інших юрисдикціях, а тому розглядати їх в контексті ризик-факторів вітчизняного фондового ринку є недоцільним.

Послуги з управління цінними паперами також на українському ринку не дуже затребувані. Інвестори, зацікавлені у вкладенні коштів у фінансові інструменти, зазвичай роблять це самостійно. Проблемою є низька довіра до рівня майстерності торговців цінними паперами при управлінні портфелями цінних паперів. Також конкуренцію їм складають компанії з управління активами та інвестиційні фонди у їх розпорядженні.

**Висновки з проведеного дослідження.** Враховуючи усе сказане вище, можна відзначити, що ризик-фактори вітчизняного фондового ринку чинять значний вплив на діяльність торговців цінними паперами. При цьому він є як прямий (наприклад, у випадку з дилерською діяльністю), так і опосередкований (наприклад, у випадку з брокерською діяльністю). На ринку досить мало фінансових інструментів, а ті, що є, характеризуються високою волатильністю, низькою ліквідністю та значним рівнем ризику. Це підвищує ризикованість дилерської діяльності та зменшує затребуваність брокериджу, андеррайтингу та управління цінними паперами. Подальше дослідження може бути спрямованим на оптимізацію управління ризиками торговців цінними паперами в Україні.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Річні звіти Української біржі [Електронне джерело] // Офіційний сайт Української біржі – Режим доступу: <http://www.ux.ua/>
2. Новини НБУ [Електронне джерело] // Офіційний сайт Національного банку України – Режим доступу: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=50043833&cat\\_id=55838](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=50043833&cat_id=55838)
3. Річні звіти НКЦПФР [Електронне джерело] // Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку – Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
4. Гапонюк М. А. Заміщення корпоративних облігацій державними на фондовому ринку України / М. А. Гапонюк // *Фінанси, облік і аудит* : зб. наук. пр. / М-во освіти і науки України, ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана» ; ред. кол.: А. М. Мороз (голов. ред.) [та ін.]. – Київ : КНЕУ, 2015. – Вип. 2. – С. 36–47.
5. Moody's sovereign ratings [Online resource] // Official site of Moody's – Available at: <https://www.moody.com/>
6. 10-year CDS Spreads [Online resource] // Official site of Bloomberg – Available at: <https://www.bloomberg.com>
7. Щербина А. Г. Біржова торгівля фінансовими інструментами в Україні: тенденції розвитку: автореф. дис. канд. екон. наук : 08.00.08 / А. Г. Щербина ; ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана». – Київ, 2013. – 20 с. – укр.
8. Філонич В., Проценко О., НКЦБФР: 90% фондового ринку України – мусор [Електронне джерело] // Офіційний сайт UBR – Режим доступу: [http://ubr.ua/finances/finance-ukraine/rynok\\_video-3850001](http://ubr.ua/finances/finance-ukraine/rynok_video-3850001)
9. Парандій О. В. Ризики та втрати у торгівлі деривативами / О. В. Парандій // *Ринок цінних паперів України*. – 2013. – № 1–2. – С. 77–82.