

Найбільш ґрунтовними методами оцінки конкурентоспроможності підприємства вітчизняні науковці [11] називають комплексні методи, оскільки вони орієнтовані на аналіз усього спектру найважливіших параметрів функціонування підприємства. Перевагою таких методів є отримання достовірної і найбільш точної інформації про конкурентоспроможність підприємства, його переваги та вузькі місця за найбільш розширеним переліком порівняльних переваг.

Крім того, окремі науковці [12] наголошують на тому, що оцінка конкурентоспроможності підприємства має базуватися на комплексному, багатовимірному підході і враховувати як внутрішнє, так і зовнішнє середовище, рівень фінансової стійкості підприємства і реальне становище підприємств-конкурентів.

### Висновки

Отже, на сьогодні як закордонна, так і вітчизняна практика економічного управління виробила цілий ряд методів оцінки конкурентоспроможності підприємства. Кожен з них має як свої переваги, так і недоліки, а тому досить часто необхідним є застосування системи методів для більш повної оцінки конкурентоспроможності того чи іншого підприємства з урахуванням особливостей його господарської діяльності.

### Список використаних джерел

1. Дикань В.Л. Методичні підходи до оцінки конкурентоспроможності підприємства / В.Л. Дикань, Т.В. Пономарьова // Вісник економіки транспорту і промисловості. Серія «Економіка». – 2011. – Вип. 36. – С. 100–105.
2. Костюк Л.А. Теоретичні та методичні засади оцінки конкурентоспроможності / Л.А. Костюк // Зб. наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету. (Економічні науки). – 2012. – Вип. 2. – С. 22–30.
3. Погребняк Д.В. Методи діагностики конкурентоспроможності підприємства / Д.В. Погребняк // Проблеми підвищення ефектив-

ності інфраструктури. Зб. наук. праць. – 2011. – Вип. 32. – С. 45–51.

4. Рибницький Д.О. Сучасні підходи до оцінювання конкурентоспроможності підприємства / Д.О. Рибницький, Т.А. Городня // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – Вип. 20.9. – С. 227–230.

5. Яцура В.В. Аналіз методів оцінки конкурентоспроможності підприємств [Електрон. ресурс]. / В.В. Яцура, М.В. Замроз // Вісник Волинського інституту економіки та менеджменту. Зб. наукових праць. – 2011. – №2. – Режим доступу до статті: [http://archive.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Vvnm/2011\\_2/18.pdf](http://archive.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vvnm/2011_2/18.pdf). – Назва з екрана.

6. Иванов Ю.Б. Конкурентоспособность предприятия: оценка, диагностика, стратегия. Монография / Ю.Б. Иванов, А.Н. Тищенко, Н.А. Дробитько. – Х.: ХГЭУ, 2003. – 349 с.

7. Сахно І.В. Аналіз основних методичних підходів до оцінки конкурентоспроможності підприємств / І.В. Сахно // Зб. наук. праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки). – 2012. – №2, Ч. 2. – С. 385–390.

8. Сомова О.Е. Вартісна оцінка рівня конкурентоспроможності підприємств машинобудування: автореф. дис... на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами» / Сомова О.Е.; ПВНЗ Європейський ун-т. – К., 2008. – 19 с., включаючи обкл.: іл., табл. – Бібліогр.: с. 17–19.

9. Закревська Л.М. Оцінка та підвищення конкурентоспроможності підприємств кондитерської промисловості України: дис... канд. екон. наук: 08.06.01 / Л.М. Закревська. – К., 2005. – 211 с.

10. Беляев В.И. Маркетинг в современном бизнесе / В.И. Беляев. – Барнаул: Изд-во АГУ, 1998. – Ч. 1. – 220 с.

11. Кузьмін О.Є. Методи аналізування конкурентоспроможності підприємств / О.Є. Кузьмін, Л.І. Чернобай, О.П. Романко // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.10. – С. 159–166.

12. Квятковська Л.А. Оцінка поточної та довгострокової конкурентоспроможності підприємства / Л.А. Квятковська, Л.Д. Воробйова // Вісник Національного технічного університету «Харківський політехнічний інститут». Зб. наукових праць. – 2011. – Вип. 26. – С. 181–187.

УДК 336.761

О.В. ПАРАНДІЙ,  
аспірант, старший викладач, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

## Еволюція центральних контрагентів

У статті розглядаються особливості появи та розвитку різних форм клірингу, їх переваги та недоліки. Основна увага приділена еволюції центральних контрагентів та їх інструментів управління ризиком невиконання зобов'язань.

**Ключові слова:** багатосторонній взаємозалік, двосторонній взаємозалік, кліринг, центральний контрагент.

В статье рассмотрены особенности появления и развития различных форм клиринга, их преимущества и недостатки. Основное внимание уделено эволюции цен-

тральных контрагентов и используемых ими инструментов управления риском неисполнения обязательств.

**Ключевые слова:** двусторонний взаимозачет, клиринг, многосторонний взаимозачет, центральный контрагент.

The paper is about the genesis and development of different forms of clearing, their pros and cons. Special attention is paid to the evolution of central counterparties and their risk-management instruments.

**Keywords:** bilateral netting, central counterparty, clearing, multilateral netting.

**Постановка проблеми.** Торгівля є ядром будь-якої ринково орієнтованої економіки. У процесі торгівлі надзвичайно важливим є виконання зобов'язань сторонами угоди. Контрагенти повинні здійснювати обіцяні платежі, вчасно поставляти товари відповідної якості. Можливість порушення цих умов називають ризиком контрагента. Центральні контрагенти походять від клірингових організацій, які почали захищати учасників торгів від невиконання зобов'язань їх контрагентами. Методи, які використовувалися кліринговими організаціями, ввійшли в практику задовго до появи центральних контрагентів у їх сьогодишньому вигляді. Зараз в Україні проходить процес реформування депозитарної системи. Центральні контрагенти є одними з ключових суб'єктів інфраструктури розвинених ринків деривативів та цінних паперів. Для побудови адекватної інфраструктури вітчизняного ринку важливим є розуміння причин та особливостей розвитку інструментів управління ризиком невиконання зобов'язань, використовуваних центральними контрагентами.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Опис загальних основ функціонування центральних контрагентів можна знайти в роботах Дж.К. Халла, К.Ф. Люфта, Г.Дж. Александера, Дж.С. Кокса, М. Рубінштейна, Р.У. Колба, А.Н. Балабушкіна, А.Н. Буреніна, О.І. Дегтярьової, П.Ю. Соловйова та інших.

**Метою статті** є розкриття особливостей появи та розвитку різних форм клірингу, а також аналіз еволюції інструментів, використовуваних центральними контрагентами в процесі управління ризиком невиконання зобов'язань.

**Виклад основного матеріалу.** Перші задокументовані клірингові методи можна віднести до часів існування Римської імперії. Згідно з принципом римського права, який називався *compensatio*, взаємозалік платежів визнавався здійсненим у разі врегулювання суперечностей між боржником і кредитором. Цей принцип, збережений у стінах церкви після падіння Римської імперії, склав правову основу

взаємозаліку в середньовічній Європі. Розвиток технологій взаємозаліку можна пов'язати з такими факторами:

- поширення використання векселів, які надавали можливість компенсувати нестачу металевих грошей та певний захист від грабіжників;
- значне підвищення ролі організованої торгівлі, що проявлялося в проведенні регулярних ярмарків.

На ярмарках у Шампані, що проводилися з XII століття в різних місцях цієї провінції, здійснювали операції купці з Англії, Німеччини, Фландрії, Франції. Для розрахунків вони користувалися однією з перших форм векселя – *lettredesfoire*. Після проведення торгів купцям надавався час для здійснення розрахунків. Так, коли ярмарки тривали 49 днів, перший тиждень відводився на поставку товарів, чотири наступних – на безпосередню торгівлю, а останні два – на розрахунки [9].

Проведення взаємозаліку дозволяло знизити ціни та підвищити привабливість ярмарків як центрів торгівлі та місця укладення угод. Тоді використовувалася перша і найбільш рання форма взаємозаліку – двостороння (*bilateral netting*). Згідно з нею обраховуються взаємні зобов'язання між двома контрагентами (рис. 1). Наприклад, між торговцями А і В упродовж дня було укладено кілька угод, і на його кінець перший зобов'язаний перерахувати другому 15 г.о., а другий – перерахувати першому 10 г.о. Тоді за результатами клірингу відбудеться лише одна операція: торговець А перерахує торговцю В 5 г.о. Кліринг активів здійснюється згідно з подібною схемою за умови стандартизації даного активу.

Можна виділити такі переваги двостороннього взаємозаліку:

- зменшення транзакційних витрат;
- простота здійснення за невеликої кількості учасників торгів;
- гнучкість щодо умов угод між контрагентами (можливість застосування для нестандартизованих активів).

На даний момент двосторонній взаємозалік у торгівлі деривативами широко застосовується на позабіржовому рин-

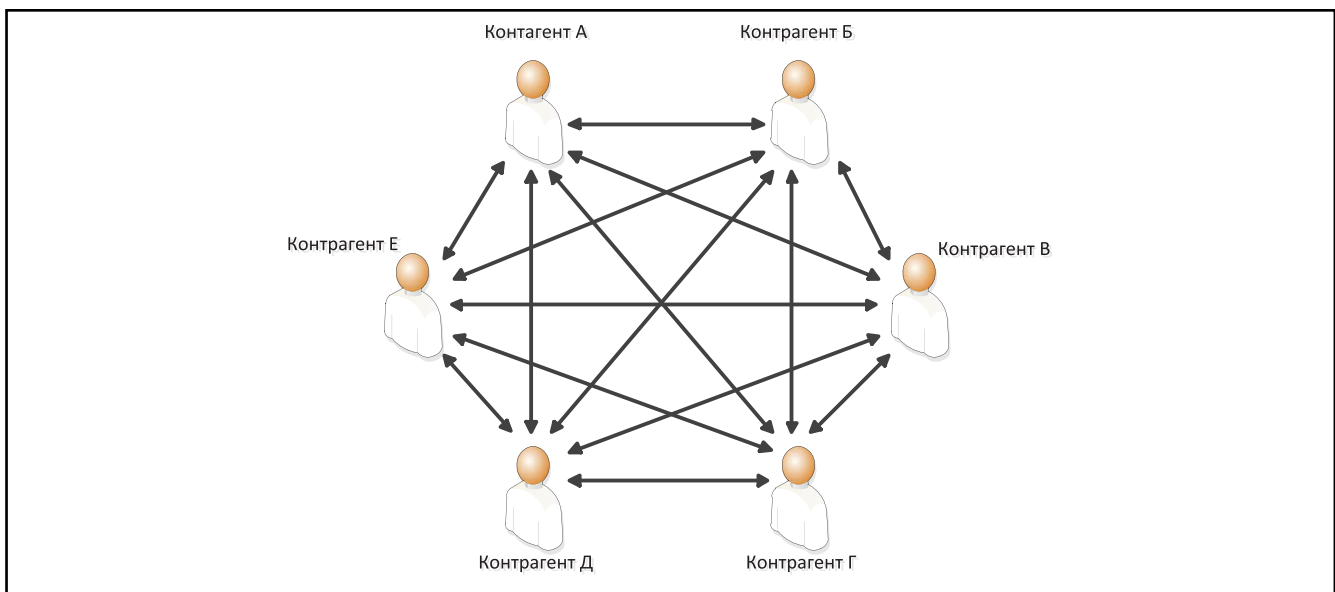


Рисунок 1. Схема організації двостороннього взаємозаліку

ку. Проте йому притаманний ряд недоліків, основними з яких є такі:

- низька масштабованість: значне зростання складності здійснення клірингу при збільшенні кількості учасників торгів. Наприклад, якщо на ринку здійснюють операції 100 трейдерів, кількість потенційних взаємозв'язків між ними досягає майже 5000;

- необхідність управління ризиком невиконання зобов'язань кожного з контрагентів.

Подальший розвиток клірингових технологій пов'язаний із ринками, на яких почала здійснюватися активна торгівля деривативами. Передусім варто згадати про рисовий ринок Додзіма в Японії. Там здійснювалася торгівля купонами на поставку рису. Вони мають ознаки ф'ючерсів: указ 1730 року встановлював аналогічні сучасним правила ф'ючерсних торгів [1, с. 112–113]:

- угоди укладалися на обмежений термін;
- упродовж установленого терміну умови угод були стандартними;
- угоди укладалися щодо обумовленого сорту рису;
- продовження угод на новий строк не допускалося.

Усі угоди на ринку мали проходити кліринг у клірингових палатах, де велася кредитна історія по кожному торговцю. Всього існувало до 60 клірингових палат, а розрахунками по угодах займалося понад 1000 осіб. Клірингові палати збирали комісію і маржу на відкриті позиції, а також могли брати на себе зобов'язання по виконанню умов контракту. Таким чином, у торговців була можливість «здійснювати розрахунки за ринковими позиціями в кліринговій палаті незалежно від кредитоспроможності кінцевого контрагента» [8]. Функції таких клірингових палат вже є досить близькими до тих, які виконують центральні контрагенти.

Розвиток операцій з деривативами у Старому Світі був пов'язаний із розширенням торгівлі з Америкою. Великобританія, яка стала «майстернею світу», відчувала все більшу залежність від поставок сировини та продуктів харчування з США. Морем зерно, бавовна, золото та інші товари поставлялися в Англію та країни континентальної Європи. Виробники і споживачі сільськогосподарської продукції намагалися уникнути обмежень, викликаних сезонними коливаннями, шляхом хеджування цінових коливань через використання форвардних контрактів. Свій внесок у значне збільшення нестабільності зробила Громадянська війна у США. Поширенню торгівлі деривативами сприяла також ненадійність шляхів транспортування, що вимагало додаткового захисту. Форвардні контракти стали значним кроком уперед у цьому напрямку. Проте вони мали ряд недоліків. Передусім варто відзначити те, що форварди використовувалися для поставок нестандартизованих товарів. Це значно обмежувало можливості перепродажу таких угод, а відтак – ліквідність ринку. Низьколіквідні ринки часто ставали місцем проведення махінацій. Прикладом таких махінацій є корнери: один з учасників ринку міг скуповувати майже всі

наявні товарні запаси з метою подальшого їх перепродажу за завищеними цінами через певний період часу. Інші учасники ринку змушені були купувати товар для того, щоб закрити власні угоди. Окрім того, форвардні контракти зазвичай передбачали реальну поставку товару сторонам угоди. Це було серйозним недоліком для спекулянтів, які хотіли заробляти на коливаннях ціни. Все вищезазначене стало причиною стрімкого розвитку ф'ючерсних ринків. Таким чином, форварди значною мірою слугували перехідною ланкою від спот-ринків у вигляді аукціонів до торгівлі ф'ючерсами.

Піонером серед англійських міст у запровадженні нових технологій у торгівлі став Ліверпуль. Він був центром торгівлі бавовною. Збільшення обсягів торгів на ф'ючерсному ринку в поєднанні з його слабкою організованістю викликало значні проблеми у трейдерів. Відповіддю стала ініціатива Дж. Моргана щодо створення клірингової палати. Вона наштотхнула на супротив тих, хто боявся зростання масштабів спекуляцій, а також можливості недобросовісного використання інсайдерської інформації, яка може потрапити до управляючих палати. Проте у 1876 році була заснована Клірингова палата бавовняного ринку. Спочатку в правилах Ліверпульської клірингової палати було зазначено, що розрахунок за угодами має здійснюватися після настання строку їх виконання. При цьому учасників ринку до того часу вже могли накопичуватися досить значні суми зобов'язань. З 1884 року був встановлений тижневий строк розрахунку за угодами. Таким чином здійснювалася щотижнева переоцінка активів за ринковими цінами. Це дозволило значно зменшити контрагентський ризик. Даний метод використовується всіма центральними контрагентами і зараз (цоправа, переоцінка позицій проводиться набагато частіше). Проте повноцінної системи гарантування виконання угод у Ліверпулі створено не було.

Ще одним центром тогочасної ф'ючерсної торгівлі був Чикаго. Своім розвитком місто завдячує вигідному географічному положенню. Завдяки статусу центрального зернового транспортного вузла кількість жителів Чикаго виросла з 4 тис. у 1837 році до більш ніж 100 тис. у 1860 році. Тож не дивно, що чиказькі біржі відігравали значну роль у житті міста. Чиказькою торговою палатою (Chicago Board of Trade – CBOT) у 1863 році були прийняті правила форвардних біржових торгів, які передбачали досить жорстку відповідальність за невиконання своїх зобов'язань. Саме ці правила, разом зі стандартизацією, дозволили через деякий час налагодити торгівлю повноцінними ф'ючерсами. Проте ефективна система клірингу в Чикаго була відсутня. Лише в 1883 році була створена клірингова палата як один з підрозділів біржі. На відміну від японських та європейських організацій дану палату важко назвати попередником центральних контрагентів – вона займалася лише взаємозаліком зобов'язань учасників торгів. Проте в її рамках розвинулася досить цікава форма клірингу – круговий кліринг або розрахункові «ланцюжки» (рис. 2).

## ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Проведення кругового клірингу було можливим за умови участі в ньому трьох і більше членів клірингової палати, що уклали угоди стосовно купівлі та продажу однакової кількості товару в рамках одного контракту. Виплата сум, які учасники ланцюжка мали сплатити або ж отримати, здійснювалася за посередництва клірингової палати. Ланцюжок міг бути сформований тільки за умови, що покупец і продавець утворювали замкнуте коло. Розрахунки велися на основі ціни, яка встановлювалась кожного дня перед закриттям торгів секретарем Чиказької торгової палати. Їх здійснювали після закриття торгів спеціальні клерки, найняті торговими компаніями. Ранком наступного дня клерки уточнювали умови зустрічних контрактів між собою та визначали суми коштів до оплати. Дані суми повідомлялися кліринговій палаті, яка отримувала відповідні платежі та перераховувала гроші тим, хто мав їх отримати.

На рис. 2 ми бачимо схему кругового клірингу при торговлі умовним ф'ючерсним контрактом. Суцільними лініями вказана ціна, за якою укладалися угоди між контрагентами. Пунктирною лінією вказані платежі, які проходили між учасниками торгів та кліринговою палатою. Як ми бачимо, члени ланцюжка не сплачують один одному повну вартість контракту, а тільки виграш або програш залежно від зміни ціни. Це дозволяло вивільняти значні суми коштів, які вже не витрачалися для здійснення розрахунків.

Участь у круговому клірингу була добровільною. Кожного дня могло формуватися багато ланцюжків, термін існування яких міг бути як досить тривалим, так і обмежуватися одним днем. Така форма клірингу швидко довела свою корисність: за перші дев'ять місяців клірингова палата обробила 76 500 чеків, що значно менше, ніж 740 000 чеків за старої системи [2]. Проте хоча ефективність розрахункової діяльності значно зросла, круговий кліринг не відігравав значної ролі у зниженні ризиків торгівлі деривативами.

Основними перевагами кругового взаємозаліку є:

- зменшення транзакційних витрат у системі порівняно з двостороннім клірингом;
- зменшення загального обсягу непокритих зобов'язань, а відтак і втрат у разі дефолту одного з контрагентів.

Проте існували й суттєві обмеження такої форми клірингу [4]:

- кожен член ланцюжка повинен стежити за фінансовим станом інших, оскільки будь-хто з них міг замінити початкового контрагента;
- враховуючи попередній пункт, трейдери не могли зберігати їх угоди і позиції в таємниці. Це відкривало шлях для копіювання угод або агресивної торгівлі проти одного з учасників ланцюжка;
- дефолт одного з учасників міг спричинити ланцюгову реакцію та крах всього кільця.

В Європі вихід на новий рівень здійснення клірингової діяльності ознаменувала поява Товарної ліквідаційної каси в Гаврі в листопаді 1882 року. Гавр був великим портом, через який ввозилися кава та бавовна. Процес стандартизації контрактів на ці два товари завершився прийняттям першого зводу правил ф'ючерсного ринку у Франції у 1977 році. Це призвело до зростання обсягів торгів та необхідності створення клірингової палати. Особливістю Товарної ліквідаційної каси було те, що вона здійснювала гарантування виконання контрактів. Важко сказати точно, звідки був взятий даний механізм клірингу. Цілком можливо, що ідея гарантування угод була завезена з Японії, яка мала тісні економічні та культурні взаємозв'язки з Францією в XIX столітті. Проте цілком можливо, що торговці Гавра прийшли до цієї ідеї самостійно.

Товарна ліквідаційна каса була створена як структура, формально відокремлена і не залежна від бірж. Її функції та механізми роботи вже були досить подібними до тих, які використовують сучасні центральні контрагенти. Товарна ліквідаційна каса реєструвала контракти та приймала кошти від покупців та продавців. Ці кошти можна назвати аналогом сучасної початкової маржі. Вони вносилися на рахунки в банку, відкри-

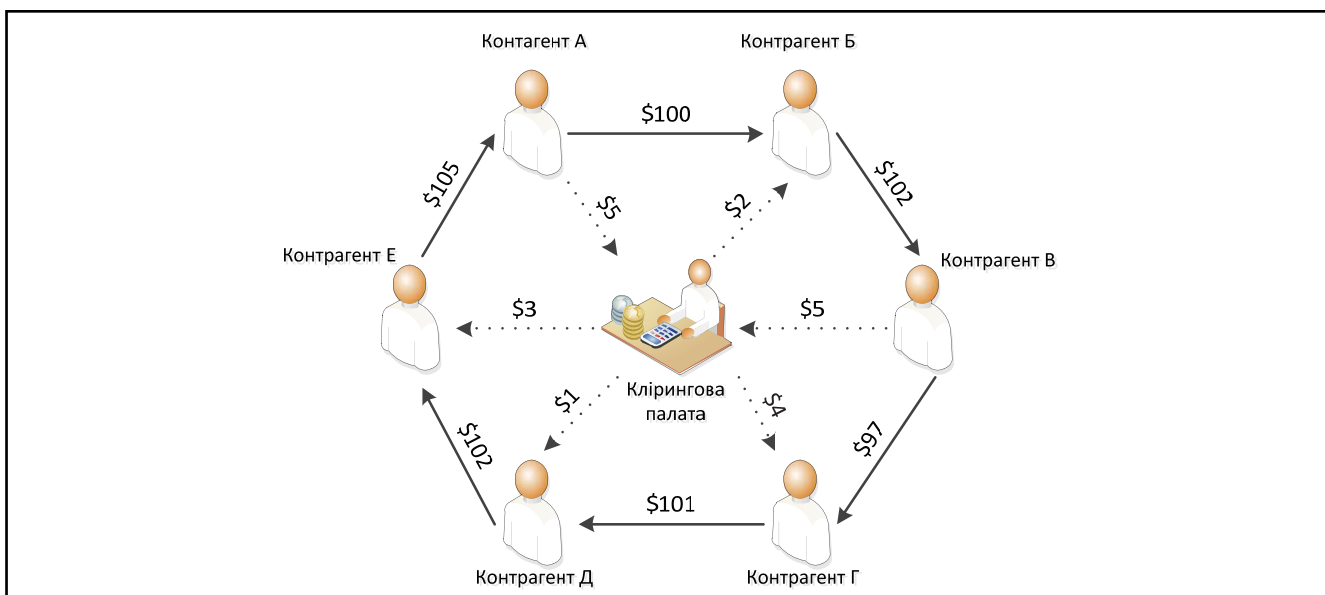


Рисунок 2. Схема кругового клірингу

ті касою Гавра на ім'я трейдерів. Як тільки кошти були перераховані, Товарна ліквідаційна каса приймала на себе гарантійні зобов'язання за угодою. Клірингова палата залишала за собою право відхилити реєстрацію угоди. Вона також гарантувала виконання угод тільки тих торговців, які були зареєстровані в міській торговій палаті і отримали згоду ради управляючих каси. Рада управляючих могла вимагати внесення коштів у сумі більшій, ніж звичайні ставки. Для захисту від ризику невиконання зобов'язань застосовувався ще один механізм: від торговців, за позиціями яких з'являлися збитки, клірингова палата могла вимагати додаткового внесення коштів на щоденній основі. Проте даний механізм важко назвати аналогом варіаційної маржі – така вимога не була обов'язковою, а сама каса не була зобов'язана здійснювати виплати тим торговцям, за позиціями яких виникав прибуток.

Товарна ліквідаційна каса не вимагала внесення початкової маржі від трейдерів, які впродовж одного й того ж місяця реєстрували зустрічні контракти на купівлю та продаж. За зустрічними контрактами на один і той же актив з різними місяцями поставки здійснювалась менша маржа. Фактично це можна назвати початком використання портфельного підходу до оцінки позицій трейдерів. Маржу зазвичай вносили грошовими коштами, проте рада управляючих могла прийняти як гарантійне забезпечення біржові цінні папери з певним дисконтом, а також деякі інші активи (заставні свідоцтва і гарантії).

Варто звернути увагу на ще одну послугу, яку пропонувала Товарна ліквідаційна каса. Трейдер, який володів контрактами як на продаж, так і на купівлю певного активу з поставкою в межах одного й того ж місяця, міг у будь-який час здійснити розрахунки за ними до дати виконання, сплативши комісію кліринговій палаті. Таким чином фактично забезпечувалася можливість укладення офсетних угод.

Гарантії Товарної ліквідаційної каси залишалися дійсними аж до завершення операції з поставки і здійснення розрахунків. Якщо між сторонами угоди виникали суперечності, їх розглядала Арбітражна палата Гавра. У крайньому разі клірингова палата могла бути зобов'язаною здійснити поставку товару самостійно або ж сплатити кошти, забравши товар на один із власних складів. У випадку банкрутства клірингова палата могла ліквідувати всі позиції на рахунку боржника без відстрочок і формальностей. У разі необхідності вона могла взяти на себе адміністративні функції з управління справами боржника для того, щоб мати змогу скоротити обсяг його зобов'язань та ліквідувати позиції.

Хоча Товарна ліквідаційна каса за своїми функціями та механізмами роботи вже досить близько підійшла до статусу центрального контрагента, вона не виступала стороною за кожною з угод. Робота каси стала одним із визначальних факторів швидкого розвитку Гавра, що перетворився на один з провідних ринків в Європі. Вищеописана схема швидко поширилася іншими європейськими містами: подібні клірингові палати були створені у Парижі, Марселі, Антверпені, Гамбурзі. Варто відзначити, що клірингова палата

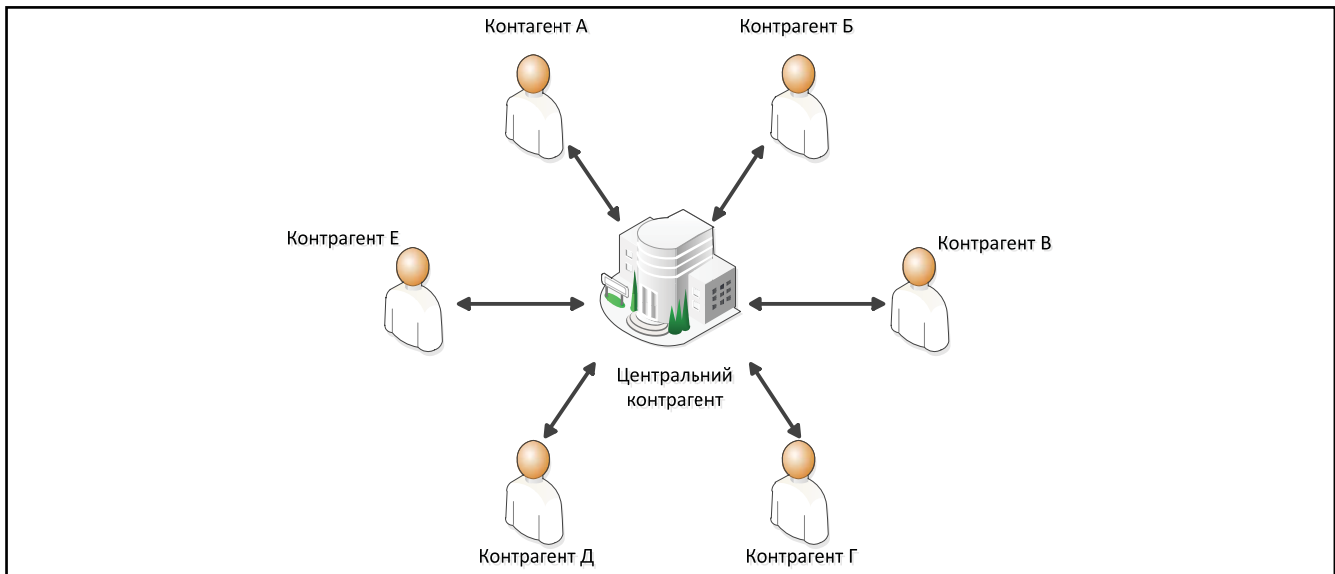
Амстердама в 1894 році надала трейдерам можливість овердрафту і почала видавати кредити. Це стало її першими кроками на шляху до перетворення в банківську установу, що продовжувала займатися клірингом [1, с. 141].

Розвиток клірингових палат нового типу в Європі викликав економічне зростання. М. Вебер в одному зі своїх есе описує механізм цього процесу [10]. На його думку, захист від ризику невиконання зобов'язань став причиною потужного зростання ринків за обсягами угод та кількістю учасників. Розширення торгівлі деривативами викликало переміщення операцій з товарами та цінними паперами на ринку спот до місць укладення похідних контрактів, що спричинило появу нових фінансових центрів. Такі фінансові центри значно підвищували політичний вплив країн, в яких вони були розташовані. Таким чином, сприяння розвитку ф'ючерсних ринків і створенню клірингових палат з механізмами захисту від контрагентського ризику було одним зі способів конкурентної боротьби на геополітичній арені.

Проте розвиток ф'ючерсних ринків зіштовхувався також із серйозною протидією. В Нідерландах, де ф'ючерси асоціювалися з бульбашкою на ринках цибулин тюльпанів, громадськість ставилася до них досить негативно. У Великобританії палата лордів проводила дебати на тему ф'ючерсної торгівлі та клірингу. Деривативи часто асоціювалися з парі, що не мали під собою жодної економічної основи. Питання того, чи порушує торгівля похідними фінансовими інструментами законодавство про заборону азартних ігор, кілька разів розглядалося суді. Тільки у 1925 році Англійський апеляційний суд виніс постанову, згідно з якою операції з деривативами є реальними транзакціями, а тому азартними іграми вважатися не можуть. У Німеччині землевласники були досить впливовою силою, а тому за підтримки негативно налаштованих громадян вони змогли провести через рейхстаг Закон про біржі, який накладав надзвичайно жорсткі обмеження на торгівлю деривативами. Тільки у 1989 році цей закон був переглянутий і сучасні ф'ючерсні ринки та клірингова інфраструктура легалізовані [1, с. 144]. Такі процеси значно загальмували розвиток клірингу в Європі.

Першою структурою, яку можна назвати центральним контрагентом, була Клірингова асоціація Міннеаполіса. Вона була створена в 1891 році у формі акціонерного товариства, відокремленого від біржі. Клірингова палата виступала стороною за кожною з угод: як продавець по відношенню до всіх покупців та як покупець відносно всіх продавців. Фактично у Міннеаполісі була реалізована повноцінна система багатостороннього взаємозаліку (multilateral netting). Згідно з нею клірингові члени не взаємодіють між собою безпосередньо (рис. 3). Це дозволило максимально спростити розрахунково-клірингову систему, адже у кожного з учасників торгів був лише один контрагент – клірингова палата.

Повна відповідальність за всіма угодами вимагала підвищеної уваги до проблеми захисту від ризику дефолту одного з учасників торгів. Брокерські компанії, які займалися торгівлею



**Рисунок 3. Схема роботи центрального контрагента**

ф'ючерсами на біржі Мінеаполіса, ставали учасниками клірингової системи після затвердження директорами Клірингової асоціації. Також вони були зобов'язані придбати певну кількість її акцій. Відрізнялася від інших бірж система сплати маржі. Так, наприклад, на найбільшій тогочасній зерновій біржі у Чикаго маржа була необов'язковою. Вимога сплатити маржу часто сприймалася як прояв неповаги до контрагента та невпевненості в його фінансовому стані. У Мінеаполісі ж перерахування початкової маржі було необхідною умовою укладення угоди. Окрім того, проводилися щоденні розрахунки по відкритих позиціях на основі цін закриття ринку. Клірингові члени зобов'язані були внести оплату або ж отримати гроші від клірингової палати згідно з чеками, які підтверджували прибуток або збиток за відкритими угодами. Тобто можна стверджувати, що Клірингова асоціація Мінеаполіса застосовувала механізм розрахунку варіаційної маржі.

Незважаючи на новаторський підхід до здійснення клірингу, наприкінці XIX та на початку XX століття практика використання центрального контрагента не набула значного поширення. Ще одним тогочасним прикладом використання схеми з центральним контрагентом була Клірингова асоціація Вінніпегу (почала працювати у лютому 1904 року). Її власниками були самі клієнти, кожен з яких при вступі купував п'ять акцій. Ціна акції за перші два десятиліття існування компанії зросла з \$50 до \$1500 для нарощування резервів та часткового обмеження членства. Клірингова палата застосовувала обов'язковий перерахунок маржі та брала повну відповідальність за виконання угоди, стаючи покупцем для всіх продавців і продавцем для всіх покупців. Оскільки власниками Клірингової асоціації були її ж члени, вона надавала послуги з клірингу практично за собівартістю. Використання центрального контрагента дозволило значно скоротити транзакційні витрати, що відобразилося у вартості клірингу угоди.

Наступним кроком у розвитку сучасного механізму роботи центрального контрагента стало запровадження викори-

стання гарантійних фондів. Уперше гарантійний фонд було створено кліринговою палатою Нью-Йоркської товарної біржі, заснованою в 1904 році. Кожен член клірингової палати був зобов'язаний внести \$1000 з метою покриття збитків унаслідок дефолту одного з учасників клірингових операцій. Якщо коштів гарантійного фонду було недостатньо, клірингова палата мала право вимагати від членів внесення додаткових коштів пропорційно до кількості прийнятих на кліринг контрактів за попередні чотири місяці, але не більше \$5000.

У Чикаго перший центральний контрагент був запроваджений на невеликій біржі, яка займалася торгівлею ф'ючерсами на масло та яйця в 1919 році. Особливістю клірингової палати Чиказької товарної біржі (Chicago Mercantile Exchange – CME) було те, що вона виступала як структурний підрозділ біржі. Проте на одному з найбільших торгових майданчиків США – CBOT, на якій укладалося майже 90% угод із зерновими ф'ючерсами, більшість його членів виступали проти створення центрального контрагента. Як обґрунтування власної позиції вони висували такі причини:

- діяльність центрального контрагента більш вразлива до прийняття несприятливих законів;
- існує можливість зловмисних дій співробітників центрального контрагента, які отримують доступ до конфіденційної інформації.

Лише під тиском уряду та загрозою заборони торгівлі ф'ючерсами на CBOT її члени проголосували за створення центрального контрагента, що було здійснено в 1925 році.

У подальшому впродовж XX століття центральні контрагенти стали домінуючою формою організації клірингу на ринку деривативів. Значне зростання обсягів торгів в останній чверті століття дозволило в повній мірі продемонструвати переваги їх роботи. Криза системи обробки документації на біржах США в 60-х роках (наприклад, Нью-Йоркська фондова біржа була зачинена по середах для обробки документації) викликала розвиток бездокументарних розрахунків, введення особливих

**Еволюція використання технологій роботи центрального контрагента**

Місце появи	Застосовувані технології
Рисовий ринок Додзіма	<ul style="list-style-type: none"> <li>• внесення початкової маржі;</li> <li>• гарантування виконання угод</li> </ul>
Ринок бавовни в Ліверпулі	<ul style="list-style-type: none"> <li>• розрахунок варіаційної маржі</li> </ul>
Товарна ліквідаційна каса Гавра	<ul style="list-style-type: none"> <li>• гнучка динамічна система визначення розміру початкової маржі;</li> <li>• портфельний підхід до оцінки позиції торговців;</li> <li>• можливість внесення маржі не тільки грошовими коштами</li> </ul>
Клірингова асоціація Міннеаполіса	<ul style="list-style-type: none"> <li>• початок роботи центрального контрагента, який виступав покупцем для всіх продавців і продавцем для всіх покупців</li> </ul>
Клірингова палата Нью-Йоркської товарної біржі	<ul style="list-style-type: none"> <li>• створення гарантійного фонду;</li> <li>• вимоги внесення додаткових коштів членами палати у разі дефолту одного з учасників клірингу пропорційно до обсягу їх операцій</li> </ul>

видів рахунків, а також початок використання центральних контрагентів для клірингу цінних паперів. Пізніше американські технології були використані для запуску клірингу цінних паперів через центрального контрагента в Європі в 1990 році в французькій системі Relit. Необхідність використання такої форми клірингу була викликана особливостями практики розрахунків у Франції: залежно від типу цінних паперів вони могли здійснюватися через тиждень, два або й місяці після укладення угоди. Центральний контрагент був необхідний для ефективного захисту від ризику невиконання зобов'язань.

**Висновки**

Отже, система клірингу та розрахунків на біржовому ринку похідних фінансових інструментів пройшла тривалий шлях розвитку, який завершився створенням центральних контрагентів з широкими повноваженнями щодо управління ризиками. Зараз вони є невід'ємним елементом сучасного фінансового ринку. Порядок еволюції використання технологій їх роботи відображений у таблиці. Переваги використання центральних контрагентів призвели до домінуючої ролі центральних контрагентів у сфері клірингу та розрахунків за біржовими деривативами. Окрім того, зараз центральні контрагенти все ширше починають залучатися до роботи на позабіржовому ринку.

**Список використаних джерел**

1. Норман П. Управляя рисками. Клиринг с участием центральных контрагентов на глобальных финансовых рынках // Питер Норман; перевод с англ. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. – 704 с.

2. CCorp.A History:Trusting,Growing,Leading,Clearing, 2006.

3. KrosznerR.S. Central counterparty clearing: History, innovation, and regulation [Електрон. ресурс] – Режим доступу: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=948773](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=948773)

4. Monnet C. Let's make it clear: how central counterparties save(d) the day [Електрон. ресурс] – Режим доступу:[http://www.phil.frb.org/research-and-data/publications/business-review/2010/q1/brq110\\_central-counterparties.pdf](http://www.phil.frb.org/research-and-data/publications/business-review/2010/q1/brq110_central-counterparties.pdf)

5. Pirrong C. The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting, Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks through a Central Counterparty [Електрон. ресурс] – Режим доступу: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1340660](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1340660)

6. Ripatti K. Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risks and benefits // Bank of Finland Discussion Papers 30/2004

7. Russo D., Hart T., Schonenberger A. The evolution of clearing and central counterparty services for exchange-traded derivatives in United States and Europe // European Central Bank. Occasional paper series #5 – Sept. 2002

8. Schaeede U. Forwards and futures in tokugawa-period Japan:A new perspective on the Dojima rice market [Електрон. ресурс] – Режим доступу:<http://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v13y1989i4-5p487-513.html>

9. Teweles R., Stone H., Harlow C. The Commodity Futures Game : Who Wins? Who Loses? Why? // McGraw-Hill Professional, 1999. – 676 p.

10. Weber M. Die Borse. GesammelteAufsaltezurSoziologie und Sozialpolitik, 1988.

Ю.Л. ТРУШ,  
к.е.н., доцент, Національний університет харчових технологій

# Обґрунтування мотиваційного процесу для удосконалення управління якістю продукції

*Для усунення прогалин у системі управління якістю розглянуто мотиваційний процес для удосконалення управління якістю продукції, що значною мірою сприяє успішному розвитку підприємств.*

**Ключові слова:** мотивація, мотиваційний процес, підприємство, система управління якістю.

*С целью устранения недостатков в системе управления качеством продукции рассмотрен мотивационный процесс*