

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЗАПОРІЗЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

ЕКОНОМІЧНИЙ ФАКУЛЬТЕТ

Кафедра фінансів, банківської справи та страхування

Кваліфікаційна робота

магістра

на тему Сучасний стан та напрями розвитку ринку деривативів в Україні

Виконав: студент 2 курсу, групи 8.0728
спеціальності 072 Фінанси, банківська справа та
страхування

освітньої програми фінанси і кредит
спеціалізації Корпоративні фінанси

_____ Я.В. Гуль _____

Керівник д.е.н., професор Болдуєва О.В.

Рецензент к.е.н., професор Кущик А.П.

Запоріжжя – 2019

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЗАПОРІЗЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Факультет економічний

Кафедра фінансів, банківської справи та страхування

Рівень вищої освіти магістр

Спеціальність 072 Фінанси, банківська справа та страхування

Освітня програма фінанси і кредит

Спеціалізація Корпоративні фінанси

ЗАТВЕРДЖУЮ

Завідувач кафедри _____ А.П. Кущик

« ____ » _____ 2019 року

З А В Д А Н Н Я
НА КВАЛІФІКАЦІЙНУ РОБОТУ СТУДЕНТОВІ

Гуль Ярославу Віталійовичу

1. Тема роботи: «Сучасний стан та напрями розвитку ринку деривативів в Україні»

керівник роботи: Болдуєва Оксана Валеріївна, д.е.н., професор
затверджені наказом ЗНУ від 4 липня 2019 року № 1110-с.

2. Строк подання студентом роботи: 25 грудня 2019 року.

3. Вихідні дані до роботи: законодавчі та нормативно-правові акти України, що регулюють функціонування фондового ринку, звітні дані Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, а також монографічні дослідження та статті вітчизняних і зарубіжних авторів.

4. Зміст розрахунково-пояснювальної записки (перелік питань, які потрібно розробити): дослідити економічну сутність фінансових інструментів; розглянути функції та основні характеристики деривативів; розглянути моделі фінансової санації підприємства; здійснити ретроспективний аналіз становлення ринку деривативів в Україні; надати оцінку сучасним тенденціям функціонування ринку деривативів в Україні; обґрунтувати напрями розвитку ринку деривативів в Україні.

5. Перелік графічного матеріалу (з точним зазначенням обов'язкових креслень): кваліфікаційна робота містить 23 рис., 13 табл.

6. Консультанти розділів роботи

Розділ	Прізвище, ініціали та посада консультанта	Підпис, дата	
		завдання видав	завдання прийняв
1	Болдуєва В.О., професор	09.08.2019 р.	09.08.2019 р.
2	Болдуєва В.О., професор	13.09.2019 р.	13.09.2019 р.
3	Болдуєва В.О., професор	18.10.2019 р.	18.10.2019 р.

7. Дата видачі завдання: 05 липня 2019 року

КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН

№ з/п	Назва етапів кваліфікаційної роботи	Строк виконання етапів роботи	Примітка
1.	Складання бібліографії та вивчення літературних джерел	05.07.2019 р. – 09.07.2019 р.	виконано
2.	Виконання вступу	10.07.2019 р. – 08.08.2019 р.	виконано
3.	Виконання розділу 1	09.08.2019 р. – 12.09.2019 р.	виконано
4.	Виконання розділу 2	13.09.2019 р. – 17.10.2019 р.	виконано
5.	Виконання розділу 3	18.10.2019 р. – 28.11.2019 р.	виконано
6.	Формування висновків	29.11.2019 р. – 10.12.2019 р.	виконано
7.	Оформлення роботи, одержання відгуку та рецензії	11.12.2019 р. – 24.12.2019 р.	виконано
8.	Подання роботи на кафедру	25.12.2019 р.	виконано

Студент _____ Я.В. Гуль
(підпис) (ініціали та прізвище)

Керівник роботи _____ О.В. Болдуєва
(підпис) (ініціали та прізвище)

Нормоконтроль пройдено

Нормоконтролер _____ І.Ю. Кисільова
(підпис) (ініціали та прізвище)

РЕФЕРАТ

Кваліфікаційна робота: 113 с., 23 рис., 13 табл., 76 джерел.

Об'єктом дослідження є процеси функціонування ринку деривативів в Україні.

Метою кваліфікаційної роботи є дослідження теоретико-методичних засад становлення та розвитку ринку деривативів в Україні.

Завдання: дослідити економічну сутність фінансових інструментів; розглянути функції та основні характеристики деривативів; розглянути моделі фінансової санації підприємства; здійснити ретроспективний аналіз становлення ринку деривативів в Україні; надати оцінку сучасним тенденціям функціонування ринку деривативів в Україні; обґрунтувати напрями розвитку ринку деривативів в Україні.

Методи досліджень: аналіз і синтез, логічні й емпіричні методи, а також методи порівняльного, статистичного аналізу та графоаналітичні методи відображення результатів досліджень.

Одержані результати та їх новизна: удосконалено організаційний механізм функціонування ринку деривативів за рахунок впровадження моделі перехресного регулювання ринку похідних цінних паперів, що дає можливість вирішити проблему запровадження системи макропруденційного нагляду.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що теоретичні положення кваліфікаційної роботи доведено до рівня конкретних рекомендацій щодо вдосконалення функціонування ринку деривативів в Україні.

ДЕРИВАТИВИ, ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ,
РЕГУЛЮВАННЯ, УПРАВЛІННЯ, ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ,
ХЕДЖУВАННЯ.

SUMMARY

Qualifying work: 113 pp., 23 fig., 137 tab., 76 references.

The object of the study is the processes of the derivatives market in Ukraine.

The subject of the research is theoretical provisions and scientific and methodological approaches to ensuring the development of the derivatives market in Ukraine.

The purpose of the qualification work is to study the theoretical and methodological foundations of the formation and development of the derivatives market in Ukraine.

Objective: To investigate the economic nature of financial instruments; to consider the functions and main characteristics of derivatives; to consider models of financial rehabilitation of the enterprise; carry out a retrospective analysis of the derivatives market in Ukraine; provide an assessment of current trends in the derivatives market in Ukraine; to substantiate the directions of development of the derivatives market in Ukraine.

The following general and special methods are used in the work: systematic approach, analysis and synthesis, logical and empirical methods, as well as methods of comparative, statistical analysis and graphoanalytical methods of reflection of research results.

The information base of the study consists of legislative and regulatory acts of Ukraine governing the functioning of the stock market, reporting data of the National Securities and Stock Market Commission, the National Commission for State Regulation in the Financial Services Markets, as well as monographs and articles of domestic and foreign authors.

Results obtained and their novelty: the organizational mechanism of the derivatives market functioning was improved by introducing a model of cross-regulation of the derivatives market, which makes it possible to solve the problem of macroprudential supervision.

The practical significance of the results obtained is that the theoretical

provisions of the qualification work have been brought to the level of specific recommendations for improving the functioning of the derivatives market in Ukraine.

DERIVATIVES, DERIVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS,
ADJUSTMENTS, MANAGERMENTS, FINANCIAL INSTRUMENTS, HEDGES.

ЗМІСТ

Вступ	
1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ	11
1.1 Економічна сутність фінансових інструментів	11
1.2 Функції та основні характеристики деривативів	19
1.3 Особливості функціонування деривативів як форми фіктивного капіталу	30
Висновки до розділу 1	40
2. СУЧАСНИЙ СТАН РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ	42
2.1 Ретроспектива становлення ринку деривативів в Україні	42
2.2 Сучасні тенденції функціонування ринку деривативів в Україні	54
2.3 Динаміка розвитку світового ринку деривативів	67
Висновки до розділу 2	74
3 НАПРЯМИ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ	76
3.1 Зарубіжний досвід регулювання ринку деривативів	76
3.2 Формування моделі регулювання розвитку ринку деривативів в Україні	86
Висновки до розділу 3	99
ВИСНОВКИ	101
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	106

ВСТУП

У сучасних умовах найважливішим складником розвитку як національної, так і світової економічної системи є глобалізаційні процеси. Зростаюча взаємозалежність країн, інтенсифікація міжнародного обміну товарами, послугами і капіталом ведуть до появи нових тенденцій у сфері як економічних, так і фінансових відносин. Одночасно з посиленням процесів економічної інтеграції відбувається збільшення рівня і темпів фінансової інтеграції, у тому числі фінансових ринків.

Ринок цінних паперів є одним із ключових складників економіки та фінансової системи, забезпечуючи процеси мобілізації, алокації та спрямування ресурсів у розвиток економіки.

Фінансова нестабільність та значна цінова волатильність на світових та національних фінансових ринках зумовлюють потребу в широкому використанні спеціальних інструментів хеджування ризиків – деривативів. Світовий досвід свідчить, що ринок деривативів виконує роль індикатора стану і перспектив змін як національних, так і світової економік. В Україні ринок деривативів розвивається дуже повільно, саме тому актуальним є дослідження тенденцій його функціонування на сучасному етапі.

Теоретичним та прикладним аспектам з'ясування зародження, становлення та функціонування ринку деривативів присвячено значну кількість наукових праць зарубіжних та вітчизняних дослідників, таких як: Алексеєнко Л., Брюховецька С., Бурденко І., Гоффе В., Журавка Ф., Колодізев О., Князь С., Лиса О., Макаренко І., Міщенко В., Примостка Л., Прудникова А., Сохацька О., Шмуратко Я. та ін.

Враховуючи роль деривативів у сучасній економіці, вважаємо, що на сучасному етапі важливим напрямом досліджень у фінансовій сфері постає питання забезпечення ефективного механізму регулювання ринку похідних

фінансових інструментів з метою уникнення дестабілізуючого впливу деривативів на стан фінансового ринку.

Метою кваліфікаційної роботи є дослідження теоретико-методичних засад становлення та розвитку ринку деривативів в Україні.

Виходячи з цієї мети, були розроблені та виконані такі завдання дослідження:

- дослідити економічну сутність фінансових інструментів;
- розглянути функції та основні характеристики деривативів;
- розглянути моделі фінансової санації підприємства;
- здійснити ретроспективний аналіз становлення ринку деривативів в Україні;
- надати оцінку сучасним тенденціям функціонування ринку деривативів в Україні;
- обґрунтувати напрями розвитку ринку деривативів в Україні.

Об'єктом дослідження є процеси функціонування ринку деривативів в Україні.

Предметом дослідження є теоретичні положення та науково-методичні підходи забезпечення розвитку ринку деривативів в Україні.

У роботі використано такі загальнонаукові і спеціальні методи: системний підхід, аналіз і синтез, логічні й емпіричні методи, а також методи порівняльного, статистичного аналізу та графоаналітичні методи відображення результатів досліджень.

Інформаційну базу дослідження складають, законодавчі та нормативно-правові акти України, що регулюють функціонування фондового ринку, звітні дані Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, а також монографічні дослідження та статті вітчизняних і зарубіжних авторів.

Наукова новизна отриманих результатів визначається такими основними положеннями: удосконалено організаційний механізм функціонування ринку деривативів за рахунок впровадження моделі

перехресного регулювання ринку похідних цінних паперів, що дає можливість вирішити проблему запровадження системи макропруденційного нагляду.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що теоретичні положення кваліфікаційної роботи доведено до рівня конкретних рекомендацій щодо вдосконалення функціонування ринку деривативів в Україні.

Апробація результатів дослідження. Основні положення і результати дослідження надруковано у збірнику матеріалів XIV Міжнародної науково-практичної конференції «Виклики та перспективи розвитку нової економіки на світовому, державному та регіональному рівнях» (м. Запоріжжя, 7 листопада 2019 р.).

За результатами дослідження подано до друку статтю у збірник наукових праць «Нова економіка».

1 ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ

1.1 Економічна сутність фінансових інструментів

Розвиток національної економіки неможливий без функціонування ефективного фінансового ринку, який забезпечує перерозподіл фінансових ресурсів між усіма секторами економіки за допомогою власних інструментів. Наявність в обігу якісних та доступних фінансових інструментів сприятиме активізації підприємницької діяльності, оскільки їхнє використання дає змогу нагромадити у достатніх обсягах капітал і спрямувати його в нарощення виробничого потенціалу. Крім того, за допомогою інструментів власності відбувається мобілізація коштів підприємств, що сприяє підвищенню їхньої фінансової незалежності. Утім, використання фінансових інструментів є основою функціонування різноманітних фінансово-кредитних інститутів на ринку, які обслуговують рух капіталу в різних формах між суб'єктами фінансової системи.

Нові явища, що спостерігаються на світових фінансових ринках, змушують науковців вдаватися до ревізії основних понять і гіпотез економічної науки. Зростаюча взаємозалежність країн, інтенсифікація міжнародного обміну товарами, послугами і капіталом ведуть до появи нових тенденцій у сфері як економічних, так і фінансових відносин.

Розвиток ринків цінних паперів – це безперервний еволюційний процес, орієнтований на акумуляцію інвестиційних ресурсів для економічного зростання і сталості фінансових систем [1].

Нині у вітчизняній економічній літературі не існує єдиного підходу до визначення сутності поняття «фінансовий інструмент», а різноманітність поглядів на тлумачення даної категорії подано у табл. 1.1.

Таблиця 1.1 – Підходи науковців до визначення економічної сутності фінансових інструментів

Автори	Тлумачення економічного змісту поняття «фінансовий інструмент»
Бурденко І. М. [8]	Будь-який контракт із чітко вираженими економічними наслідками, предметом якого є грошові кошти (або чинне право на отримання грошових коштів чи їх еквівалентів) і який зумовлює появу права одного суб'єкта господарської діяльності та зобов'язання чи інструменту капіталу іншого
Головко В. І., Кляченко В. В. [14]	Інструменти, що передбачають отримання доходу та можуть існувати у вигляді контрактів або цінних паперів
Даниліна С.О. [17]	Це результат реалізації фінансового продукту в процесі комерційних взаємовідносин учасників фінансових ринків, механізми взаємодії якого здійснюють значний вплив на створення споживчої вартості (корисності). Під фінансовим продуктом учений розуміє конкретну споживчу вартість, яка має ознаки фінансів. Вона створює попит і пропозицію для учасників ринків та має властивості товару, який призначений для продажу за допомогою механізму взаємодії учасників фінансового ринку, тому дана споживча вартість є фінансовим інструментом, тобто особливим фінансовим товаром
Єльнікова Ю. В. [23]	Це податки, збори, відрахування, інвестиції, кредити, дотації, субвенції, ціни та тарифи, квоти, емісія грошових коштів, цінних паперів, продаж активів, формування і використання страхових фондів та ін. Вони забезпечують взаємодію фінансової системи та діють у межах більш широкого фінансово-кредитного механізму, який є сукупністю способів, форм та інструментів, що прийняті до використання у процесі проведення фінансових операцій
Кравченко А. С. [33]	Будь-який документ, що є свідченням боргу, продаж або передання якого забезпечує продавцю отримання фінансів. Прикладами фінансових інструментів є векселі, облігації й інші цінні папери, а також депозитні сертифікати
Масло А. І. [41]	Різноманітні фінансові документи, які обертаються на ринку, мають грошову вартість і за допомогою яких здійснюються операції на фінансовому ринку
Петришин Л., Сиротюк Г. [48]	Це особливі товари фінансового ринку, які мають фінансове походження та виступають об'єктом купівлі-продажу на відповідних сегментах фінансового ринку
Силантьєв С. О. [60]	Це фінансові зобов'язання, інструменти капіталу або будь-які документи в письмовій формі, що мають грошову вартість або засвідчують грошові операції і передбачають одержання доходу після їх продажу чи передання
П(С)БО 13 [65]	Контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого

Таким чином, слід зазначити, що у сучасних економічних джерелах із фінансової проблематики наведено велику кількість визначень фінансових інструментів. Зокрема фінансовим інструментом є [60]:

- узаконений сертифікат, яким володіє власник і який засвідчує внесення коштів або майна, що має на меті одержання доходів виключно за рахунок діяльності інших суб'єктів господарювання;

- будь-який фінансовий документ, що засвідчує виникнення прав на грошові та інші цінності, які можна реалізувати або передати іншій особі лише за наявності такого документа;

- будь-які грошові документи, зокрема цінні папери, а також операції з такими паперами;

- контракти, де результат – виникнення відповідної статті в активах одного суб'єкта господарювання, а також, відповідно, статті в пасивах іншого суб'єкта економічної діяльності;

- різні форми фінансових зобов'язань, зокрема для інвестування на різні часові горизонти. для торгівлі на фінансових ринках. До них відносять цінні папери та різноманітні грошові кошти.

На нашу думку, фінансові інструменти – це специфічні товари фінансових ринків, які обертаються на цьому ринку, мають грошову вартість, а також за допомогою яких здійснюється розподіл і перерозподіл фінансових ресурсів. Вони поділяються на різні види за способами, цілями, методами, формами нагромадження коштів, а також відіграють вирішальну роль в організації та механізмі функціонуванні фінансових ринків.

У Системі національних рахунків (СНР 2008) [47] поняття «інструмент» використовується для балансових статей фінансових активів і пасивів відносно як активів, так і зобов'язань. Класифікація фінансових інструментів включає два класи фінансових активів:

- 1) золото в зливках, що належить органам грошово-кредитного регулювання та іншим суб'єктам, які фактично підконтрольні під цим

органам, і зберігається як фінансовий актив і є компонентом міжнародних резервів;

2) акції, інші корпоративні цінні папери та участь у фінансовому капіталі. У них немає фіксованої викупної вартості, як це має місце для багатьох інших фінансових активів, але вони є вимогами акціонерів до чистої вартості капіталу корпорації.

При цьому класифікація фінансових інструментів стала утрудненою через фінансові нововведення, що привели до розвитку та збільшення використання нових і часто складних фінансових активів та інших фінансових інструментів із тим, щоб задовольнити потреби інвесторів щодо термінів погашення, прибутковості, безпеки та інших чинників. Проблема ідентифікації ускладнюється різноманітністю характеристик фінансових інструментів у різних країнах, а також національними практиками їх обліку та класифікації.

Варто зазначити, що в міжнародній практиці все частіше використовується термін «фінансові інструменти», який включає в себе весь спектр зобов'язань. Під ними у більшості розвинених країнах розуміють засіб інвестування (вкладення), придбання та розподілу капіталу, здійснення платежу та отримання кредиту (тобто фінансові активи і зобов'язання). Як бачимо із поданих визначень, більшість авторів включає в категорію «фінансові інструменти» також і кредитні, оскільки ринок позикового капіталу є складовою частиною фінансового. Фінансово-кредитні інструменти можна поділити окремо на фінансові та кредитні, хоча, з іншого боку, можна об'єднати під загальним поняттям «фінансові інструменти».

Детальну класифікацію фінансових інструментів за міжнародними стандартами наведено у табл. 1.2.

Таблиця 1.2 – Класифікація фінансових інструментів у Системі національних рахунків–2008

Фінансові інструменти	Складові та їх визначення
1	2
Монетарне золото та спеціальні права запозичення	Монетарне золото – золото, що належить органам грошово-кредитного регулювання (або іншим суб'єктам, які перебувають під їх контролем) і є резервним активом.
	Спеціальні права запозичення (СПЗ) – міжнародні резервні активи, що створюються МВФ і розподіляються серед його членів на додаток до наявних резервних активів.

Продовження табл. 1.2

1	2
Готівкова валюта та депозити	Готівкова валюта – банкноти та монети, що мають фіксовану номінальну вартість і випущені або дозволені до випуску центральним банком або органами державного управління.
	Переказні депозити – усі депозити, що можуть бути: обмінені на банкноти й монети на вимогу за номінальною вартістю без штрафів або обмежень; безпосередньо використані для здійснення платежів чеком, переказом, поштовим переказом, списанням, зарахуванням або іншими засобами платежу.
Боргові пінні папери	Боргові пінні папери – це інструменти в обігу, що є свідченням борг (векселі, облігації, депозитні сертифікати у вільному обігу, комерційні папери, боргові зобов'язання, цінні папери, що забезпечені активами та інші подібні фінансові інструменти, що зазвичай підлягають торгівлі на фінансових ринках).
Позички	Позички – фінансові активи, що виникають, коли кредитор надає кошти безпосередньо дебітору і оформлюються документами, що відсутні в обігу
Акціонерний капітал та акції інвестиційних фондів	Акціонерний капітал – всі інструменти та документи, що підтверджують вимоги на залишкову вартість активів корпорації або квазікорпорації після задоволення вимог усіх кредиторів.
	Інвестиційні фонди – установи колективного інвестування, за допомогою яких інвестори об'єднують кошти для інвестування.
	Фонди грошового ринку – інвестиційні фонди, які інвестують виключно або переважно в короткострокові цінні папери грошового ринку, такі як казначейські векселі, депозитні сертифікатами і комерційні папери. Акції та паї фондів грошового ринку є вимогою на частини вартості чистих активів заснованого фонду грошового ринку.
Програми страхування, пенсійного забезпечення та стандартизованих гарантій	Страхові технічні резерви (крім резервів зі страхування життя) включають попередні виплати чистих страхових премій (крім премій зі страхування життя) і резерви для покриття нерегульованих вимог за страховими відшкодуваннями (крім відшкодувань зі страхування життя).
	Права на отримання виплат зі страхування життя та ануїтетам – відображають обсяг фінансових вимог власників полісів до установ, що надають послуги зі страхування життя або виплати ануїтетів.
	Права на пенсійну допомогу – відображають обсяг фінансових вимог як теперішніх, так і майбутніх пенсіонерів до їх роботодавців або до фонду, що вибраний роботодавцем для виплати зароблених пенсій відповідно до умов трудового договору між роботодавцем і працівником.
	Резерви для врегулювання вимог за стандартизованими гарантіями складаються з попередніх чистих платежів і резервів, що необхідні для покриття нерегульованих вимог за стандартизованими гарантіями.

Похідні фінансові інструменти та опціони на придбання акцій працівниками	Похідні фінансові інструменти – фінансові інструменти, що пов’язані з конкретним фінансовим інструментом, або показником, або товаром, завдяки чому конкретні фінансові ризики можуть бути предметом обміну на фінансових ринках в їх власній якості
	Опціон на придбання акцій працівниками – це угода, що укладена на певну дату (дату гранту), згідно якого працівник може придбати певну кількість акцій роботодавця за встановленою ціною (ціною виконання) або у встановлений момент часу (дата передачі) або протягом певного періоду часу (період використання), що настає негайно за датою передачі.
	Інша дебіторська або кредиторська заборгованість (виключаючи комерційні кредити та аванси) – інша дебіторська та кредиторська заборгованість, крім описаної раніше, тобто не пов’язана з наданням товарів і послуг.

Згідно з Директивою Європейського парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів» С2014/65/ЕП від 15.05.2014 до фінансових інструментів віднесено [55]:

1. Оборотні цінні папери.
2. Інструменти грошового ринку.
3. Паї організацій колективного інвестування.
4. Опціони, ф’ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов’язані з цінними паперами, валютою, ставками процента або дохідністю, квотами на викиди або іншими деривативними інструментами, фінансовими показниками, за якими здійснюються фізичні та готівкові розрахунки.
5. Опціони, ф’ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов’язані з товарами, розрахунки за якими повинні бути здійснені готівкою або можуть бути здійснені готівкою за вибором однієї з зі сторін, крім через невиконання.
6. Опціони, ф’ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов’язані з товарами, за якими можуть здійснюватися фізичні розрахунки за умови, що торгівля ними здійснюється на регульованому ринку.
7. Опціони, ф’ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов’язані з товарами, за якими можуть здійснюватися фізичні розрахунки, та не призначені для

використання в комерційних цілях, володіють характеристиками інших деривативних фінансових інструментів;

8. Деривативні документи для перенесення кредитних ризиків.

9. Фінансові договори/контракти на різниці.

10. Опціони, ф'ючерси, свопи, угоди за форвардними процентними ставками та будь-які інші контракти на деривативи, що пов'язані з кліматичними змінними, фрахтовими ставками або ставками інфляції або іншими офіційними економічними статистичними даними, розрахунки за якими повинні бути здійснені готівкою або можуть бути здійснені готівкою за вибором однієї з зі сторін, крім через невиконання зобов'язань чи іншого припинення події.

11. Емісії на викиди, що складаються з будь-яких одиниць, визнаних відповідно до вимог Директиви 2003/87/ЕС (Схема торгівлі викидами).

В Україні класифікацію, визнання, оцінювання фінансових інструментів та розкриття інформації про них розкрито у фінансовій звітності, зокрема у МСБО 32 «Фінансові інструменти: розкриття та подання» [64] і МСБО 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка» [63].

Цими стандартами визначено, що фінансовими інструментами є будь-які контракти, які приводять до фінансового активу одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента капіталу іншого підприємства.

Подібне визначення міститься й у вітчизняному П(С)БО 13 «Фінансові інструменти», ними є контракти, які одночасно приводять до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого [65]. Класифікацію фінансових інструментів відповідно до П(С)БО 13 наведено на рис. 1.1.

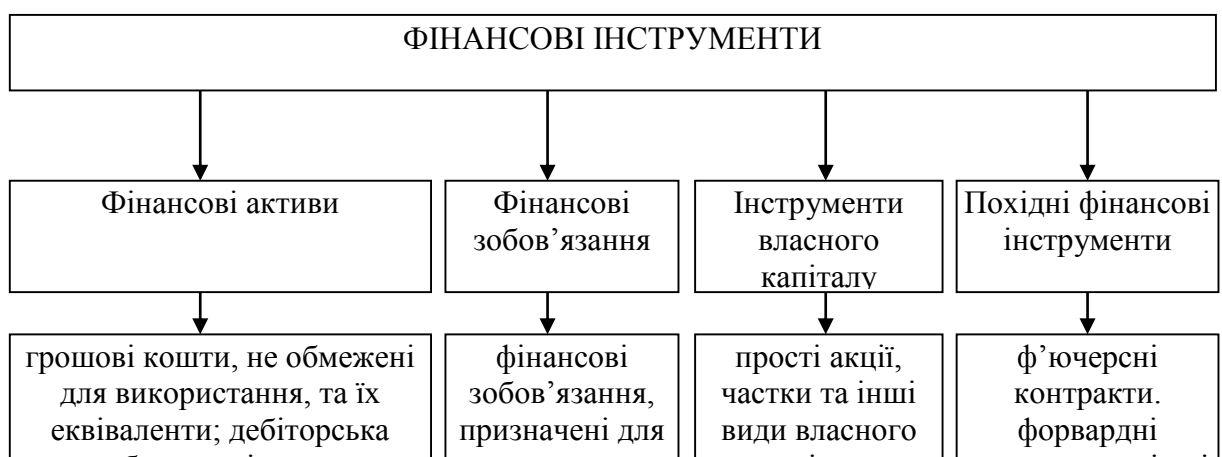


Рис. 1.1 – Класифікація фінансових інструментів [65]

Фінансові активи – це специфічні активи, тобто законні вимоги власників цих активів щодо отримання відповідних доходів у майбутньому. Зокрема в Системі національних рахунків (СНР-2008) вони є об'єктами, які мають вартість та перебувають у власності економічних суб'єктів, від яких у майбутньому очікується одержання прибутку або інших доходів [48].

Варто зазначити, що поняття «актив», або об'єкт власності, часто використовується для ідентифікації предмета самої угоди, зокрема і двосторонньої і багатосторонньої, коли конкретний різновид цього активу не відрізняється виокремленим істотним значенням.

У Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг визначено, що «фінансові активи – це кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів» [30]. У П(С)БО 13 вони ж можуть бути представлені:

- 1) грошовими коштами та їх еквівалентами;
- 2) контрактами, що надають право отримати грошові кошти або інший фінансовий актив від іншого підприємства;
- 3) контрактами, що надають право обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно вигідних умовах;
- 4) інструментами власного капіталу іншого підприємства.

Щодо фінансових зобов'язань, то ними є контрактні зобов'язання передати грошові кошти або інші фінансові активи іншим підприємствам або обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємствами на потенційно не вигідних умовах.

Інструменти власного капіталу – це контракти, що підтверджують права на частину в активах підприємства, що залишається після вирахування сум за всіма його зобов'язаннями.

Похідні фінансові інструменти – це інструменти: розрахунки за якими провадитимуться в майбутньому; вартість яких змінюється зі зміною процентної ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін. кредитного рейтингу (індексу) або інших базисних змінних; які не потребують початкових інвестицій [65].

Варто також зазначити, що згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. фінансові інструменти представлені цінними паперами, строковими контрактами (ф'ючерсами), відсотковими строковими контрактами (форвардами), строковими контрактами на обмін (на певну дату в майбутньому) у разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу або фондового індексу (відсотковими, курсовими чи індексними свопами), опціонами, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсними та відсотковими опціонами) [57].

Фінансові інструменти є товарами фінансового ринку, які обертаються на цьому ринку, мають грошову вартість, а також за допомогою яких здійснюється розподіл і перерозподіл фінансових ресурсів. Вони поділяються на різні види за способами, цілями, методами, формами нагромадження коштів, а також відіграють найсуттєвішу роль у функціонуванні та організаційному механізмі фінансового ринку.

Таким чином, у розрізі предмету дослідження, вважаємо обґрунтованим і доцільним поділ всієї сукупності фінансових інструментів на: базові

фінансові інструменти (чотири, вищезазначені, категорії фінансових інструментів); похідні фінансові інструменти (форвардні контракти, ф'ючерсні контракти, опціонні контракти, контракти своп).

1.2 Функції та основні характеристики деривативів

Сучасний фондовий ринок є неоднорідним через різноманіття його фінансових інструментів і виникнення нових унаслідок досягнення сучасного фінансового інжинірингу. Використання деривативів і на внутрішньому, і на зовнішньому фінансових ринках позитивно вплине на формування капіталу суб'єктів господарювання.

Проект Закону України «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)» надає визначення деривативу як договору, який передбачає одне або декілька таких зобов'язань: одноразово або періодично сплачувати суми коштів (у тому числі в разі пред'явлення вимоги іншою стороною) в залежності від значення базового показника; у разі пред'явлення вимоги іншою стороною у майбутньому купити або продати базовий актив або укласти інший дериватив; здійснити відчуження базового активу на користь іншої сторони у визначений час у майбутньому, а іншій стороні – прийняти та оплатити такий базовий актив [54]. Таким чином, учасники угод із купівлі-продажу деривативів мають власні зобов'язання та права щодо відчуження базових активів.

Деривативи (derivative financial instruments) є вторинними цінними паперами, які базуються на інших (первинних) фінансових інструментах (акціях, облігаціях, інших боргових зобов'язаннях, банківських рахунках і депозитах, контрактах на товари), розширюють їх характеристики і сприяють включенню базових інструментів у нові процеси і технології фондового ринку. У системі інновацій і стимулювання розвитку фондового ринку деривативи посідають важливе місце, виконуючи такі функції: надання інформації про

майбутній стан ринку; оптимізація ризиків і дохідності вкладень; забезпечення прав та обов'язків емітентів й інвесторів; підвищення якості фондових інструментів. Еволюційні ознаки деривативів пов'язані з поширенням їх обігу на різних сегментах фінансового ринку, зокрема, на банківському і страховому [44].

До деривативів відносять інструменти, які відповідають таким критеріям: «розрахунки провадитимуться у майбутньому; вартість змінюється внаслідок змін відсоткової ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними; відсутність потреби у початкових інвестиціях» [1].

В основі угод із деривативами лежать активи (товари; оборотні, необоротні, нематеріальні активи; кредити; валютні та фондові цінності) і індекси. Найбільш поширеними базовими активами є: товари, житлові застави, нерухоме майно, акції, облігації, позики. Угоди з індексами укладаються на відсоткові ставки, валютні курси, фондові індекси, індекси споживчих цін тощо [15].

Похідні фінансові інструменти (ПФІ) поділяються на «умовні (біржові та позабіржові опціони, а також різні види страхування контрактів) і безумовні (ф'ючерси, форварди та свопи)» Вони виступають інструментом хеджування, оскільки компенсують зміну справедливої вартості потоку грошових коштів, пов'язаного із фінансовим активом або фінансовим зобов'язанням [5].

Слід зазначити, що на сьогодні серед авторів немає спільної думки щодо назви поняття та інструментів, які воно позначає. Деякі з авторів розглядають лише часовий підхід до визначення (ПФІ), інші мету, значення цих інструментів та їх похідні властивості, деякі наводять широке визначення описового характеру (табл. 1.3).

Таблиця 1.3 – Тракткування категорії ПФІ у науковій думці

Автор	Визначення терміну
1	2

Бланк І. О. [4]	Фінансовий документ стандартної форми, що відноситься до розряду) «похідних цінних паперів» (цінних паперів другого порядку), який підтверджує право чи зобов'язання його власника купити чи продати цінні папери, валюту, товари чи нематеріальні активи на раніше визначених ним умовах в майбутньому періоді.
Бутенко О. І. [10]	Угода про поставку базового активу на визначених умовах в майбутньому.
Деньга С., Джейн А. [18]	Термінові контракти з особливим умовами їх укладання і виконання. У широкому значенні похідні інструменти – це будь-які інструменти ринку, що засновані на первинних прибуткових активах, таких, як товари, гроші, майно, цінні папери, які використовуються для отримання найбільшого доходу при заданому рівні ризику або отримання заданого доходу при мінімальному ризику, зниження розмірів оподаткування і для досягнення інших подібних цілей, що висуваються учасниками ринку.
Дудніченко О. В. [19]	Похідний строковий фінансовий інструмент, що встановлює умови проведення операцій з активом, вартість якого лежить й його основі, не потребує початкових інвестицій та є ефективним інструментом зниження і перерозподілу ризиків.

1	2
Згама А. О. [24]	Будь-які цінні папери, що засвідчують право власника на покупку або продажу пінних паперів: акцій, облігацій, державних боргових зобов'язань
Кравчук І. С. [36]	Договір (контракт) між двома контрагентами про купівлю-продаж у майбутньому якого-небудь активу за визначеною на момент укладання договору ціні
Супрович Г. О. [62]	Особлива група пінних паперів, які мають встановлений законодавством реквізити і засвідчують зобов'язання внаслідок виконання яких відбувається перехід права власності на базовий актив або проводяться розрахунки на підставі пінні величини базового активу.
Хома І. Б., Угринюк О. Г. [67]	Строкова угода, яка передбачає постачання активу по завершенні визначеного терміну.
Миськів Г. В. [43]	Контракти, які укладаються з метою перерозподілу фінансових ризиків і передбачають попередню фіксацію всіх умов проведення у майбутньому певної операції з інструментом, що є предметом угоди.
Макаренко І. О. [40]	Контракт, вартість якого є похідною від вартості одного чи декількох активів, що лежать в його основі (базових активів).
Єльнікова Ю. [20]	Фінансові продукти-інструменти є системою економіко-правових відносин, які здійснюються в певних взаємозв'язках, взаємодіях, взаємній підпорядкованості, проводять, втілюють реалізують терміновість (строковість) і (або) похідність, тобто це система суспільних відносин, що створюють як корисність особливого фінансового продукту, так і механізми взаємодії учасників ринку для його (продукту) реалізації як особливого фінансового товару (інструменту).
Кравченко А. С. [33]	Строковий контракт, за яким вартісна оцінка величини зобов'язань або прав одного контрагента зафіксована, а іншого залежить від вартості базового активу, тобто є похідною.

На нашу думку, визначення ПФІ повинно враховувати вказані вартісний і часовий підходи – що передусім трансформуються у його ключові ознаки – строковість і похідність; рольовий, що визначає мету їх створення; структурний – давати уявлення про місце похідних фінансових інструментів у сучасних фінансових інноваційних продуктах та технологіях, а також мати узагальнений характер, за умови неможливості наведення їх вичерпного переліку.

У процесі встановлення співвідношення поняття «похідні фінансові інструменти», «фінансові інструменти», «строкові інструменти» поняття «похідні фінансові інструменти» є вужчим і безумовно включається до

фінансових інструментів як одна із їх класифікаційних груп, у другому – зазвичай, але не завжди ПФІ є строковими угодами – угодами на умовах форвард. Виконання ПФІ характеризується протяжністю у часі, на відміну від угод на умовах тод, том, спот – так званих угод спотового ринку, тоді як відомі строкові угоди (валютний своп, операції репо, наприклад) хоч і обертаються не на спотовому ринку (ознака строковості), та все ж їх вартість часто не залежить від вартості активу, що лежить в їх основі (ознака похідного інструменту).

Також, слід чітко розмежовувати різні аспекти сутності ПФІ, що схематично зображені на рис. 1.2.

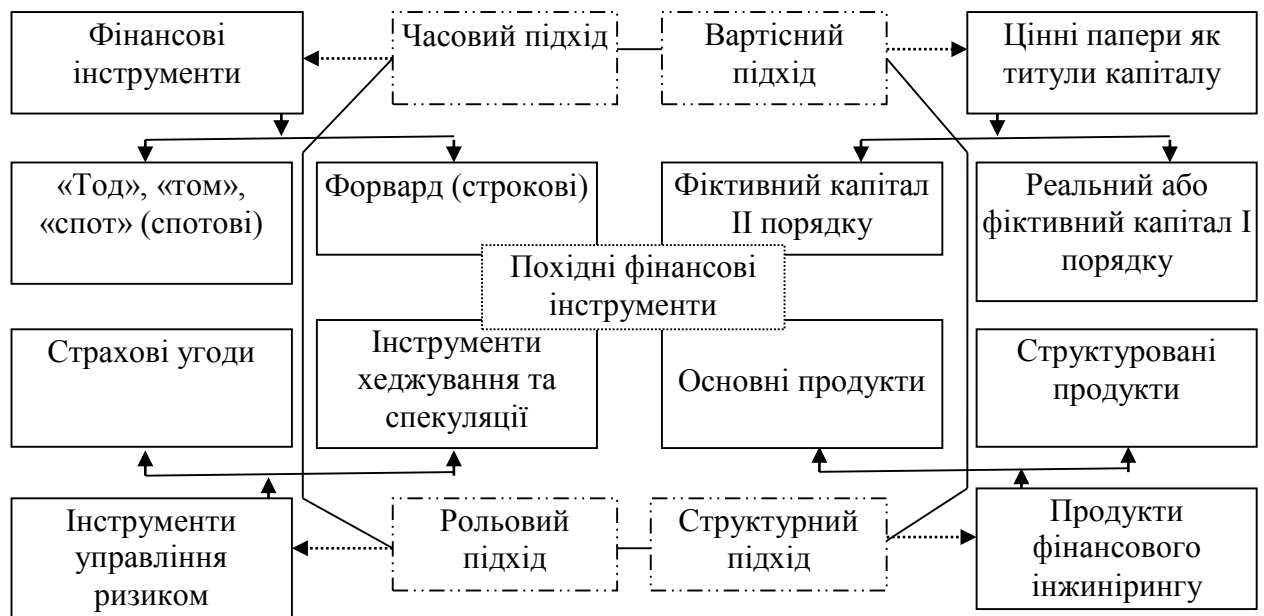


Рис. 1.2 – Підходи до визначення економічної сутності похідних фінансових інструментів

Не зважаючи на подібність в організації обігу і специфіки торгівлі ПФІ та цінних паперів, досить важко також погодитися з думкою авторів, які ототожнюють поняття «похідні фінансові інструменти» та «похідні цінні папери» через їх сутнісні, формальні та функціональні відмінності. Насамперед, цінні папери виступають титулами реальних прав власності, титулами реального чи фіктивного капіталу I порядку, у той час як ПФІ можна

назвати титулами лише майбутнього фіктивного капіталу виходячи із ознаки строковості. Відмінними рисами похідних фінансових інструментів є також їх обмежена правилами біржі стандартизація (тільки для біржових ПФІ) та функції управління ризиком на противагу законодавчо встановленій формі цінних паперів з фіксованою кількістю реквізитів і виконання ними функції залучення капіталу [11].

Слід також зазначити, що ПФІ є лише окремим видом інструментів управління ризиком (інструментом хеджування або спекуляції), який відрізняється від тих же страхових угод симетричними наслідками реалізації стратегій хеджування, наявністю права відмовитись від угоди (у випадку опціону) та нижчою вартістю [34]. Так, страхову угоду можна розглядати як опціон для страхувальника, який реалізується незалежно від його волі (з настанням певної події), у той час ж ПФІ виключно залежать від рішень їх учасників. Наслідки хеджування симетричні: за результатами виконання похідних фінансових інструментів буде отримано прибуток, який компенсує збитки від несприятливої зміни ринкової ціни базового активу.

ПФІ одночасно можуть бути як кінцевим продуктом процесу конструювання структурованих фінансових продуктів, так і включатися як окремий блок у цей продукт чи бути вбудованими в основну угоду. Проте ПФІ перетинаються з продуктами фінансового інжинірингу лише в частині їх безпосереднього застосування в цьому продукті, не втрачаючи своїх ознак, адже структуровані фінансові продукти досить часто можуть мати вигляд традиційних фінансових інструментів, банківських продуктів чи фінансових технологій.

У випадку з вторинними інструментами, на нашу думку, ознаки ПФІ не проявляються, оскільки реалізується майбутнє право на набуття базового активу, що не залежить від змінних ознак (ціни, курсу, %) самого активу.

Основними двома ознаками, що виокремлюють ПФІ серед інших фінансових інструментів чи продуктів фінансового інжинірингу, а також які

виступають критеріями віднесення того чи іншого інструменту до ПФІ, можна назвати:

- залежність його ціни від ціни на базовий актив (похідність);
- розмежованість у часі (протяжність, строковість) дати укладання і виконання угоди.

Серед додаткових ознак, що наводяться окремими авторами можна навести [48]:

- мінімальна потреба в інвестиціях, пов'язана з доступністю ПФІ на світових розвинених ринках (за методологією МСФЗ);
- максимальний дохід порівняно з іншими фінансовими інструментами при мінімальних інвестиціях завдяки механізму левериджу;
- відтворення потоків капіталу – забезпечення безперервності фінансових потоків на світових фінансових ринках;
- відсутність внутрішньої вартості похідних фінансових інструментів – найчастіше під час укладання з позиції бухгалтерського обліку права за цим інструментом рівні зобов'язанням у одного і того ж контрагента, а відповідно його вартість дорівнює нулю, і лише при зміні вартості базового активу ПФІ набувають певних вартісних характеристик.

Питання класифікації ПФІ, як і питання категоріального апарату є також досить дискусійними. У зарубіжних нормативних актах, як і в працях вчених, воно не систематизоване, відповідно не існує єдиного переліку ПФІ, як і не існує вичерпного переліку ознак ПФІ та їх класифікації.

Узагальнену нами класифікацію похідних фінансових інструментів надамо у табл. 1.4.

Таблиця 1.4 – Класифікація похідних фінансових інструментів [14, 18]

Ознака класифікації	Вид похідних фінансових інструментів
1	2
За економічною сутністю і призначенням	- форвард; - ф'ючерс; - опціон; - своп.

Складність інструменту	- прості (plain, vanilla); - складні, структуровані (exotic, structured).
Ступінь організації ринку (умовно)	- біржові ПФІ (on-exchange, exchange-traded derivatives, organized traded derivatives); - позабіржові – (over-the-counter, off-exchange derivatives).

Продовження таблиці 1.4

1	2
Ступінь організації ринку (умовно)	- біржові ПФІ (on-exchange, exchange-traded derivatives, organized traded derivatives); - позабіржові – (over-the-counter, off-exchange derivatives)
За видом базового активу	- валютні (exchange rate); - процентні (interest rate, FRA); - іпотечні (MDO); - кредитні (CDO, CDS, CLN, TROR); індексні (equity); макродеривативи.
Залежно від виду договору, що лежить в основі ПФІ	- угоди, засновані на договорі купівлі-продажу чи поставки активу; - біржові: ф'ючерс і опціон; - не біржові: форвард; угоди засновані на договорі міні (обміну) – свопи.

На нашу думку, наведені критерії є основними і дають уявлення про типологізацію похідних фінансових інструментів з різних поглядів, хоча деякі науковці скорочують або доповнюють список видів похідних фінансових інструментів та їх критеріїв на власний розсуд.

Основними видами похідних фінансових інструментів визначено форварди, ф'ючерси, опціони та свопи.

Форвард – договір купівлі-продажу (поставки) активу через певний строк у майбутньому, усі умови якого визначаються сторонами в момент його укладання.

Ф'ючерс – це форма форвардного контракту, дозволеного до укладання на біржі; це стандартний біржовий договір купівлі-продажу (поставки) біржового активу через певний строк у майбутньому за ціною, погодженою сторонами в момент його укладання.

Опціон – це договір купівлі-продажу активу, відповідно до якого його власник отримує право купити (або продати) цей актив за певною ціною до встановленої дати в майбутньому або на цю дату, за умови сплати за отримане право певної суми грошей, що називається премією за опціон.

Своп-договірна конструкція, на основі якої сторони обмінюються своїми зобов'язаннями: активами та (або) пов'язаними з ними виплатами протягом

фіксованого періоду. Кожний вид зазначених похідних фінансових інструментів має різновиди, в залежності від базового активу та характеристики (табл. 1.5).

Таблиця 1.5 – Порівняльна характеристика похідних фінансових інструментів

Інструмент \ Характеристика	Форвард	Ф'ючерс	Опціон	Своп
Форма торгівлі	Позабіржова	Біржова	Будь-яка	Позабіржова
Сума контракту	Будь-яка	Стандартна	Будь-яка	Значна (понад \$ 5 млн)
Типові строки дії	3-24 місяці	Стандартні, на базі квартального циклу	Будь-яка	1-10 років
Можливість дострокового виходу з контракту	Не існує	Існує		Не існує
Доступність	Не є загально-доступним	Рівний доступ	Рівний доступ	Обмеження доступу у вигляді прийнятного рейтингу
Додаткові вимоги	Кредитні лінії	Гарантійні депозити	Не має	Гарантії
Розрахунки	На дату закінчення контракт)	Щодня	На будь-яку дату	Періодично, у зафіксовані дати
Видатки	Комісійні не стягуються	Біржові, брокерські комісійні платежі	Опціонна премія	Комісійні платежі
Ліквідність	Низька або відсутня	Висока	Висока	Низька або відсутня
Ризик зриву поставки	Існує	Не існує	Не існує	Існує

За наступним критерієм класифікації – ступенем складності, ПФІ можуть розглядатися з двох поглядів: власне прості (елементарні), до яких відносяться перераховані форварди, ф'ючерси, опціони і свопи, а також більш складні (структуровані) їх форми (гібридні, синтетичні, вбудовані).

У наведеній класифікації окреме місце посідають найбільш гнучкі інструменти фінансового інжинірингу – опціони, що мають свою складну класифікацію – крім загальновідомих американських та європейських опціонів існує значне різноманіття екзотичних опціонів. Виходячи з цього детальну увагу приділимо поділу похідних фінансових інструментів на прості і структуровані (складні). На відміну від простих ПФІ, що в своїй основі мають базові активи, належних до одного ринку, гібридні інструменти визначають як такі цінні папери, конструкції яких суміщають у собі компоненти деяких елементарних ринків: процентних інструментів, валютного, фондового, тощо [25].

Синтетичні інструменти визначають як сукупність грошових потоків, утворених композицією або декомпозицією грошових потоків для множини інструментів, яка точно відтворює сукупність грошових потоків, пов'язаних з реальними інструментами. ПФІ можуть виступати як кінцеві синтетичні продукти так і їх складові. Прикладами можуть виступати угоди «cash&carry» [35].

Окремої уваги заслуговують фінансові інструменти, що містять у своєму складі елементи похідних фінансових інструментів, у такому випадку вони називаються вбудованими. Прикладами вбудованих похідних фінансових інструментів, які не пов'язані безпосередньо з початковими договорами виступають:

- опціон на конвертацію в пайові цінні папери, вбудований в борговий інструмент, конвертований в звичайні акції (тільки з погляду власника);
- опціони «кеп» і «флор», вбудовані в основний договір, що має форму боргового інструменту, за умови, що ставка виконання опціону «кеп» вища за ринкову процентну ставку, а ставка виконання опціону «флор» нижче за ринкову процентну ставку на момент випуску інструменту;
- інфляційний індекс орендних платежів, якщо орендовані активи придбані за рахунок позикових коштів та ін. [52].

Варто відзначити, що наведені класифікаційні ознаки є лише спробою упорядкувати значну видову різноманітність похідних фінансових інструментів, а в умовах бурхливих процесів створення не тільки модифікацій відомих процентних, валютних, індексних, але і нових їх видів не може претендувати на вичерпність.

У науковій економічній думці існує досить багато різних підходів до структуризації та сегментації фінансових ринків та визначення місця ринку похідних фінансових інструментів в ньому [3, 23, 36, 46, 61, 71]. На нашу думку, у дослідженні Деньги С., Джейн А. наведено досить вичерпну структуру фінансового ринку, яка передбачає класифікацію складових фінансового ринку через фінансові активи, що на них обертаються: валютний ринок, депозитний ринок, кредитний ринок, ринок цінних паперів, ринок ПФІ, об'єктом якого є контракти форвардного типу та опціонні контракти, а також на основі таких класифікаційних ознак, як: функціональне призначення (грошовий ринок, ринок капіталу, ринок похідних фінансових інструментів), набуття права власності (ринок боргових фінансових інструментів та ринок інструментів, що надають право власності), рівень ризику фінансових інструментів (безризиковий, середньоризиковий, високоризиковий), територіальна ознака (міжнародний, національний, регіональний) [18].

Ринок ПФІ як окремий сегмент фінансового ринку, що найбільш тісно інтегрується в інші сегменти – ринки базових активів, можна визначити як механізм взаємодії попиту і пропозиції на ПФІ, щодо яких визначається рівноважна ціна, процес встановлення якої носить динамічний характер. Водночас зазначена взаємодія конкретизується у системі фінансово-економічних відносин з приводу розподілу і перерозподілу ризиків між його учасниками, опосередкованих відповідним забезпеченням, яке складають методологія обліку і оцінки інструментів, документування, розрахунки, кліринг, депозитарій, технологія доступу на ринок, інституційні норми, розкриття інформації тощо. Структурно ринок ПФІ можна вважати

середовищем збалансування інвестиційних горизонтів та очікувань його учасників.

Таким чином, ринок ПФІ як вертикальний сегмент фінансового ринку є системою фінансово-економічних відносин між його учасниками, що виникають з метою розподілу (перерозподілу) ризиків, пов'язаних з фінансовими та товарними активами, та у результаті яких відбувається встановлення динамічної рівноваги між інвестиційними горизонтами цих учасників.

Таким чином, слід зазначити, що ПФІ поєднують наступні ознаки: виступають домінантною формою фіктивного капіталу; можуть бути використані як складові або самостійні продукти фінансового інжинірингу; вартість яких походить від вартості базових активів, що лежать в їх основі; розрахунки за якими можуть здійснюватися на певних умовах в майбутньому; призначені для трансформації і передачі ризиків як інструменти хеджування та спекуляції.

1.3 Особливості функціонування деривативів як форми фіктивного капіталу

Результати дослідження діалектики економічної сутності ПФІ свідчать, що більшість авторів називають їх строковими контрактами, оскільки виконання обумовлених ними угод з базовими активами відкладається на визначений строк. Подібні угоди прийнято називати строковими, на відміну від угод «спот» (spot) на ринку базового активу, за якими укладання угоди та її виконання здійснюються практично одночасно (враховуючи час, необхідний для технічного оформлення та виконання угоди) [13].

Строковий контракт визначається як угода купівлі-продажу базового активу, виконання сторонами зобов'язань за якою має відбутися через певний проміжок часу в майбутньому. У результаті її укладання виникають відразу

два зобов'язання: зобов'язання продавця за угодою та зобов'язання покупця за угодою, – які одночасно є і відповідними майновими правами, але які, на відміну від цінного паперу, невіддільні від протилежних їм зобов'язань. При цьому, зобов'язання за строковим контрактом називають просто «контрактом» або «позицією». Якщо зобов'язання на покупку, то це куплений контракт, або довга позиція. Якщо зобов'язання на продаж, то це проданий контракт, або коротка позиція. Отже, покупка контракту має назву «довга позиція», продаж контракту має назву «коротка позиція». Зауважимо, що такі назви обумовлюються тим, що, зростання ціни активу (коли треба купувати), зазвичай, відбувається повільно (довго), а падіння ціни активу (коли треба продавати), як правило, різко (швидко, тобто коротко) [17].

В залежності від типу угоди, покладеної в основу контракту, виокремлюють строкові контракти на дві групи: строкові контракти, засновані на угоді купівлі-продажу, або строкові контракти на поставку активу; строкові контракти, засновані на угоді обміну, або свопи.

Типова класифікація строкових контрактів наведена на рис. 1.3.

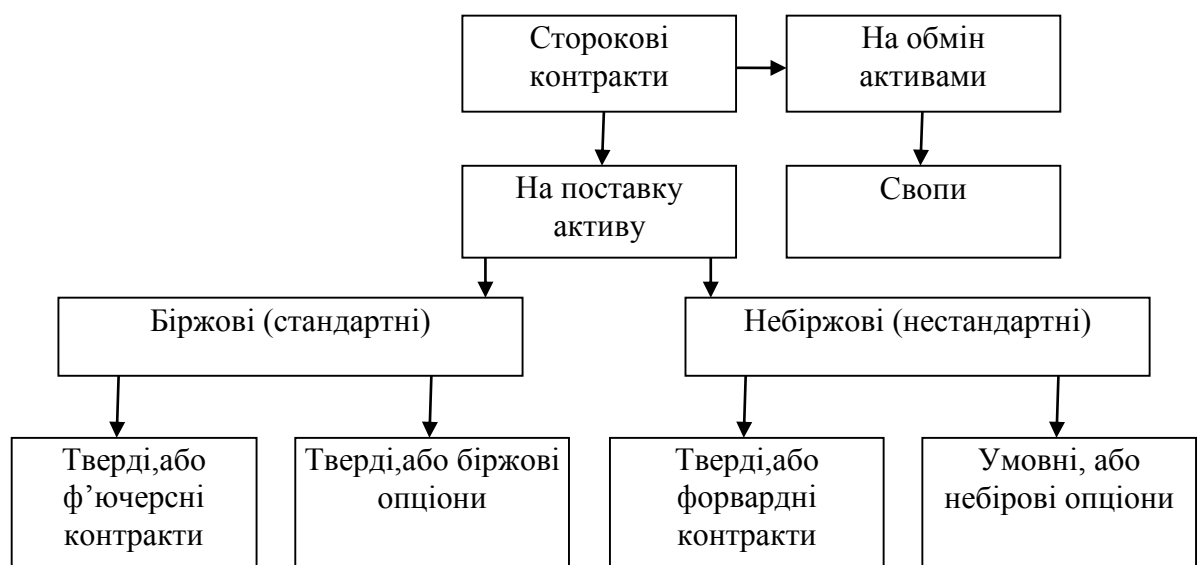


Рис. 1.3 – Типова класифікація строкових контрактів [33]

У свою чергу строкові контракти на поставку активу можуть бути стандартними, або біржовими, і нестандартними, або небіржовими. До

нестандартних, або небіржових, строкових контрактів на поставку належать форвардні контракти та небіржові опціони. Стандартні та нестандартні контракти, залежно від характеру зобов'язань за угодою, поділяються на тверді та умовні. Твердий строковий контракт є контрактом, обов'язковим для виконання всіма сторонами.

Ми погоджуємося з тим, що наведений підхід, в цілому, не суперечить економічній природі і світовій практиці використання ПФІ.

На наш погляд, уточнення економічної сутності ПФІ потребує узагальнення їх основних особливостей, зокрема: їх ціна базується на ціні базового активу; форма обігу ПФІ аналогічна обігу основних цінних паперів; більш обмежений часовий період існування у порівнянні з життєвим періодом базового активу; дозволяють отримувати прибуток при мінімальних інвестиціях у порівнянні з іншими активами, оскільки інвестор сплачує не повну вартість активу, а лише гарантійний (маржевий) внесок.

Основою функціонального механізму ПФІ є угоди з капіталом, які за певних умов стають об'єктами ринку. Під об'єктами ринку зазвичай розуміють ті або інші активи, за якими укладаються угоди учасниками ринку. Активи можуть бути реальними, такими, як товари, гроші, роботи (послуги), інакше кажучи, матеріальні носії дійсного капіталу, або фіктивними, такими, як цінні папери – титули фіктивного капіталу. В обох випадках мова йде про капітал у його, так би мовити, «речовинній» формі. Але це лише певна форма капіталу, який за своєї природою є специфічними економічними відносинами між учасниками ринку. Його економічна сутність, в остаточному підсумку, полягає у самозростанні вартості.

Учасники ринку, вступаючи між собою в ті або інші економічні відносини з приводу «речовинних» форм капіталу, укладають угоди (контракти). В такий спосіб, оскільки угода виражає ці відносини, вона і сама є певною формою існування капіталу. Тобто, угода між учасниками ринку є капітал у формі цієї угоди, або капітал як чисто економічні відносини безвідносно до виду базового активу. Таким чином, угода, метою якої є

отримання доходу від коливання цін на базовий актив, тобто самозростання капіталу, стає об'єктом ринку. Відповідно, саме в цей момент має прояв економічна природа ПФІ.

Ми дійшли висновку, що угода з капіталом стає об'єктом ринку. У зв'язку з цим, слід розглянути категорії угод з капіталом, які значною мірою впливають на здатність ПФІ генерувати якісно нові форми капіталу.

Угоди з капіталом поділяють на дві категорії [21; 43]; еквівалентні угоди; нееквівалентні угоди. Еквівалентні угоди – це угоди, у результаті яких відбувається обмін капіталу в одній формі на таку ж кількість капіталу в іншій формі (наприклад, угоди купівлі-продажу, угоди обміну). Нееквівалентні угоди – це угоди, відповідно до яких переміщення капіталу від однієї сторони до іншої, і навпаки, супроводжується або його збільшенням, або певними витратами для власника капіталу (наприклад, цінні папери, позики). У результаті нееквівалентної угоди одна зі сторін одержує майнове право (або права), насамперед, на дохід. Якщо майнове право існує у відособленій, самостійній формі (у формі цінного паперу), то спрощується процес його передачі від одного власника до іншого і, крім того, створюється можливість отримання додаткового доходу.

Класифікацію угод з капіталом наведено на рис. 1.4.

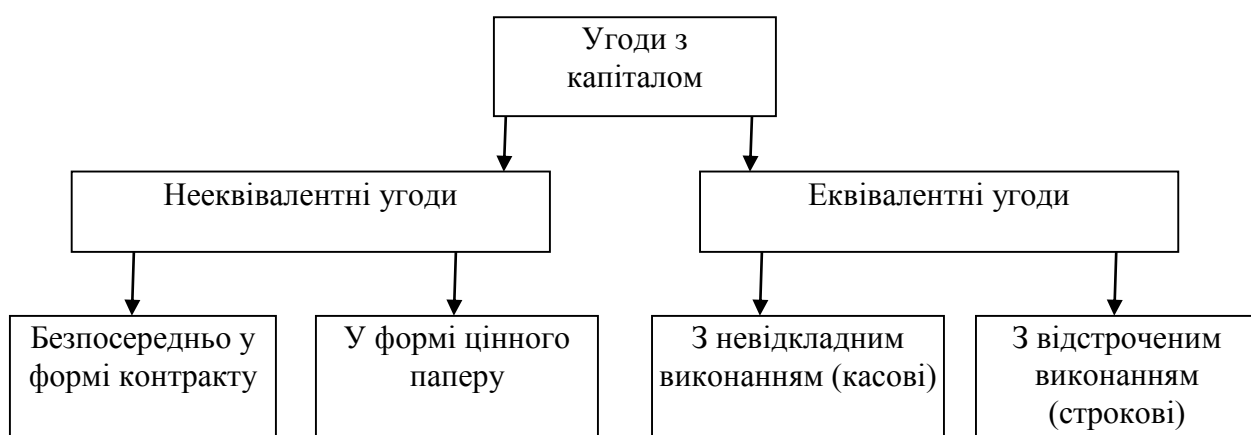


Рис. 1.4 – Класифікація угод з капіталом [17]

Нееквівалентні угоди з капіталом мають зовнішню форму прояву у вигляді цінних паперів. Еквівалентні угоди не мають і не можуть мати форми цінного паперу за своєю природою, яка визначається еквівалентністю та рівністю позицій сторін. Такі угоди можуть приносити дохід лише за наявності особливого механізму їх функціонування в якості виключно строкових угод, за якими існує часовий розрив між моментом їх укладання і моментом їх виконання. Таким чином, за певних умов, еквівалентні угоди генерують принципово інший варіант угод з капіталом, тобто строкові угоди, які стають ПФІ. При цьому метою укладання таких угод (контрактів) є не купівля-продаж базового активу, а отримання доходу в результаті коливань цін на базовий актив [36].

В контексті обґрунтування некоректності визначення ПФІ як строкових контрактів, зауважимо, що строковий контракт, який укладається лише з метою отримати (або продати) актив (наприклад, через місяць акції будь-якої компанії), не є похідним фінансовим інструментом, оскільки він нічим, крім терміну, не відрізняється від звичайного контракту з невідкладним виконанням (касової операції). Однак, такий контракт не може бути реальним, оскільки заздалегідь відомо, що одна зі сторін контракту точно понесе збитки (наприклад, у випадку підвищення цін – це продавець, який міг би продати дорожче, ніж заздалегідь укладеною угодою, а у випадку зниження цін – це покупець, який міг би купити дешевше, ніж передбачено контрактом).

Таким чином, не будь-який строковий контракт є ПФІ, що унеможлиблює визначення ПФІ через категорію «строковий контракт», а також доводить некоректність синонімічного використання категорій «строковий ринок» і «ринок похідних фінансових інструментів». Інакше кажучи, строковий контракт стає ПФІ, якщо він має за мету отримання диференціального доходу, тобто позитивної різниці в цінах базового активу. У цьому випадку активом у строковому контракті виступає не сам «фізичний», конкретний актив, наприклад товар або акція, а лише його постійно мінлива ціна, або мінова вартість у чистому вигляді без її речовинної оболонки.

Диференціальний дохід, отриманий на основі ПФІ, може приймати форму спекулятивного прибутку або спрямовуватися на компенсацію певних збитків за іншими активами власника, тобто виконувати функцію підтримки рівня прибутковості портфелю активів власника або зниження рівня його ризику.

Враховуючи зазначене, вважаємо, що економічна природа ПФІ визначається наявністю диференціального доходу від їх використання, який забезпечує вирівнювання грошових потоків власника у часі і просторі, асиметричність яких спричинена кон'юнктурними коливаннями на ринках базових активів.

Ринок капіталу призначений, в остаточному підсумку, для збільшення доходів власників при мінімізації можливих ризиків протягом заданого часового інтервалу. Для досягнення цієї мети використовуються всі існуючі види капітальних активів і угод з ними. Різні комбінації капітальних активів і угод призводять до появи нових фінансових інструментів ринку капіталу, що задовольняють інтереси різних груп учасників ринку у розрізі доходності, ризику та інших характеристик капіталу.

Головною причиною виникнення ПФІ є кон'юнктурні коливання на ринках базових активів. ПФІ є результатом реакції ринків базових активів: з одного боку, на посилення кон'юнктурної нестабільності та невизначеності (зростають розміри коливань у цінах; збільшується кількість активів, ціна яких суттєво змінюється; часті зміни в оподаткуванні, валютному регулюванні тощо); з іншого боку, на задоволення запитів та інтересів конкретних, індивідуальних і різноманітних груп учасників ринку капіталу щодо прибутковості, ризику, періодичності платежів, вартості обслуговування, витрат на випуск нових цінних паперів, оподаткування тощо.

На наш погляд, цікавим результатом дослідження підходів до визначення сутності ПФІ є встановлення факту, що одним з найпоширеніших є їх визначення як інструментів, вартість яких визначається вартістю базових активів. В такий спосіб, ні би то, визначається механізм ціноутворення

похідних фінансових інструментів. Разом із тим, якщо врахувати, що ціна будь-якого товару залежить від ціни сировини, з якого його виготовлено, то кожний товар підпадає під таке визначення похідного фінансового інструменту. Тому, визначаючи ПФІ, варто акцентувати увагу на фундаментальній характеристиці їх економічної природи, зокрема: здатності забезпечувати розвиток форм капіталу.

Інакше кажучи, ПФІ дозволяють мінімізувати негативний вплив коливань ринкових цін базових активів на основі використання самих цих коливань. Таким чином, є підстави стверджувати, що кон'юнктура ринку ПФІ визначається кон'юнктурою ринків базових активів, формування якої суттєво залежить від коливання цін на базові активи у часі та просторі. Тобто цілі використання ПФІ досягаються завдяки коливанню цін на базовий актив. Такі коливання обумовлені дією часових і просторових (перехрестних) характеристик ціни базового активу або ринкової ситуації, в якій вона формується. При цьому, просторові характеристики є будь-якими факторами впливу на коливання ціни базового активу, окрім часових періодів.

ПФІ використовуються для досягнення цілей, не пов'язаних безпосередньо з купівлею-продажем активів або зі зміною форм власності на них, зокрема для хеджування, спекуляції та арбітражу. У зв'язку з цим, на ринку похідних фінансових інструментів існує три категорії маркет-мейкерів: хеджери; спекулянти; арбітражери.

Хеджери використовують фінансові деривативи для зниження ризику несприятливої зміни кон'юнктури ринку базового активу. Спекулянти – для отримання прибутку у випадку реалізації сприятливих прогнозів зміни кон'юнктури ринку базового активу. Арбітражери – прагнуть дістати прибуток, не пов'язаний із ризиком, одночасно укладаючи угоди на кількох ринках з кількома видами фінансових деривативів [26].

На нашу думку, такий універсальний характер ПФІ породжує певні суперечності ефективності їх використання. Так, трейдери, що мають право хеджувати ризики або здійснювати арбітражні операції, можуть несумлінно

скористатися цим правом і стати спекулянтами. Тому, як фінансові, так і нефінансові компанії повинні мати системи контролю, які гарантують, що фінансові деривативи використовуються належним чином; однозначно встановлювати межі припустимого ризику і щодня контролювати діяльність трейдерів.

Враховуючи результати дослідження економічної сутності ПФІ, викладені вище, вважаємо за доцільне уточнити їх визначення.

На наш погляд, визначення ПФІ, доцільно розглядати на категоріальному розподілі фінансових інструментів у широкому розумінні та на рівнях фіктивного капіталу.

У широкому розумінні, фінансовий інструмент є матеріальним або електронним документом, який являє собою угоду щодо певної грошової вартості [24].

При цьому, фінансові інструменти класифікують за двома загальними категоріями:

- фінансові інструменти, базовим активом яких є грошовий капітал емітента компанії (дійсний капітал);
- фінансові інструменти, базовим активом яких є інші фінансові інструменти (фіктивний капітал).

Таким чином, фінансові інструменти слід розглядати як своєрідні «одиниці» капіталу, кожна з яких має унікальні особливості та структуру.

Дійсний капітал (грошовий капітал емітента), фактично, є фіктивним капіталом нульового рівня. Основні цінні папери (первинні та вторинні) є фіктивним капіталом першого рівня, тобто іншою речовинною формою дійсного капіталу.

Отже, фіктивний капітал першого рівня, за економічною сутністю, не є фіктивним, оскільки змінюється лише його речовинна, а не змістовна форма, пропонуємо визначати його як «умовно фіктивний капітал».

Наступні рівні фіктивного капіталу (другий, третій і далі) дозволяють порушувати питання щодо ПФІ (рис. 1.5), зокрема: наступні рівні фіктивного

капіталу визначають фінансові інструменти, базовими активами яких є фінансові інструменти попередніх рівнів фіктивності капіталу. В такий спосіб з'являється інша форма капіталу – фіктивний капітал.

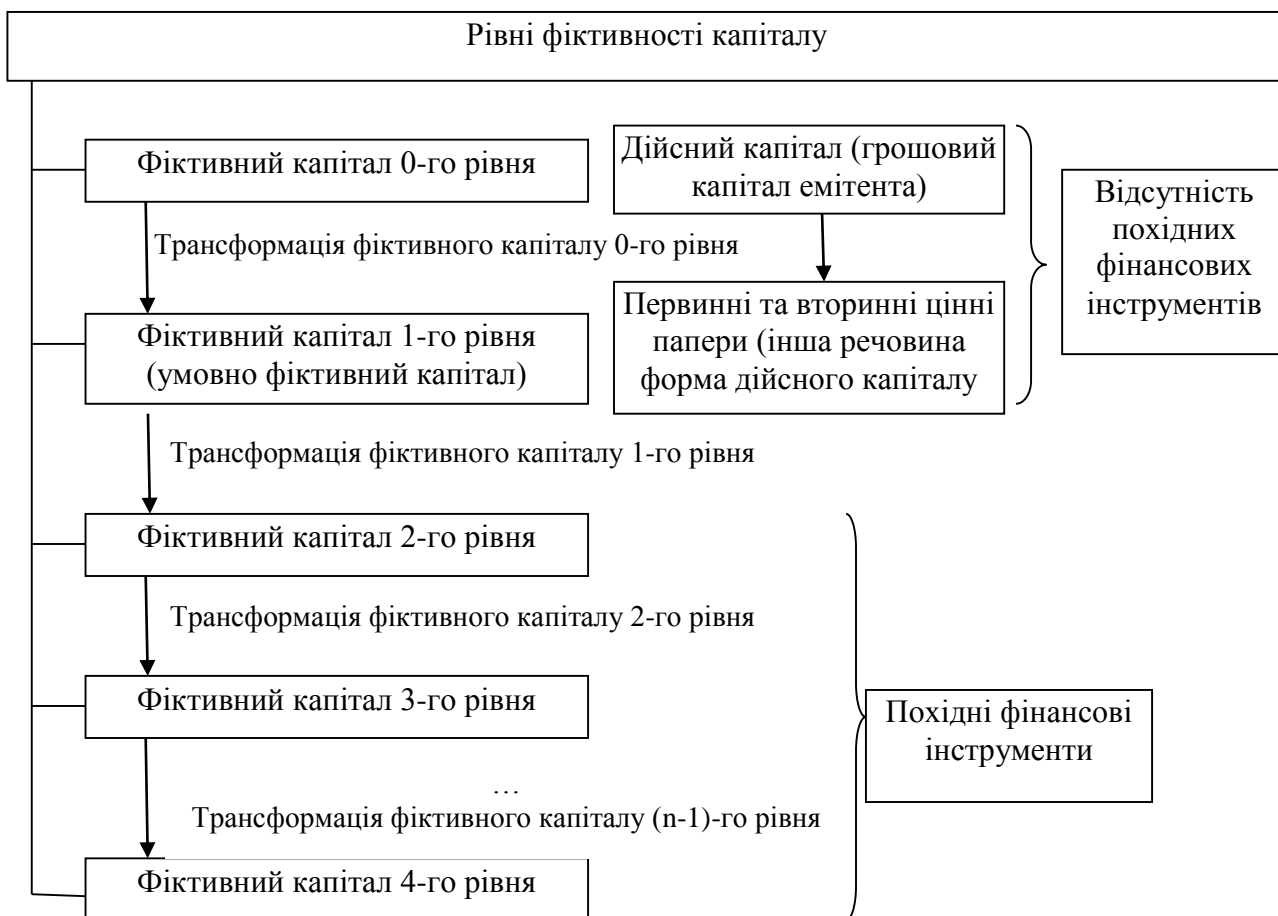


Рис. 1.5 – Рівні фіктивності капіталу

Таким чином, цінні папери, як базовий актив ПФІ можуть визначати будь-який рівень фіктивного капіталу. У зв'язку з чим, класифікація цінних паперів на первинні та вторинні суперечить економічній сутності рівнів фіктивного капіталу і не є вичерпною у межах функціонального механізму похідних фінансових інструментів.

Зауважимо, що наведене вище обґрунтування, одночасно доводить, що ПФІ зробили можливою появу фіктивного капіталу і забезпечують розвиток якісно нових його форм (форм вартості). У зв'язку з цим, пропонуємо розглядати поняття «похідні фінансові інструменти» як фінансові інструменти

фіктивного капіталу рівнів від 2-го до n-го, які є титулами майбутньої вартості безвідносно до форми її існування та виражають економічні відносини з приводу майбутнього капіталу, що уможлиблює хеджування, спекуляцію та арбітраж на ринках базових активів.

На наш погляд, складність кількісного та якісного аналізу параметрів ПФІ обумовлюється висотою рівня фіктивності капіталу. Вважаємо, що економічна природа впливу ПФІ на розвиток якісно нових форм капіталу наочно розкривається у порівнянні з цінними паперами. Основні відмінності цінних паперів і ПФІ наведено у табл. 1.6.

Таблиця 1.6 – Основні відмінності цінних паперів і ПФІ [24]

Ознака	Цінний папір	Похідний фінансовий інструмент
Вид капіталу	Відображає наявність існуючого капіталу.	Відображає майбутній капітал, не існує у якості капіталу, не є майном або власністю.
Вид угоди	Нееквівалентна угода.	Еквівалентна угода.
Придатність до стандартизації	Повна: обов'язкова наявність встановлених законом реквізитів (параметрів).	Повна або часткова.
Форма обігу	Надання або поступка прав вимог; передача лише прав; передача самого активу (цінного паперу).	Укладання офсетної угоди; передача прав і зобов'язань одній зі сторін угоди; передача прав (зобов'язань) без передачі самого активу.
Характер обігу	Купівля-продаж як самостійних об'єктів ринку.	Укладання угод протилежних, або зворотних, до раніше укладених; обіг похідних фінансових інструментів на практиці має форму купівлі-продажу бездокументарних цінних паперів.
Порядок припинення прав і зобов'язань	Зобов'язання за цінним папером припиняються лише в момент його погашення.	Права і зобов'язання кожної зі сторін угоди припиняються або в результаті її виконання, або в результаті укладання зворотної угоди.

Слід зауважити, що первинні цінні папери є титулом дійсного капіталу, вторинні цінні папери є титулом умовно фіктивного капіталу, оскільки являють собою майнове право на інші цінні папери і (або) на дохід від них.

Ми погоджуємося з думкою Міщенко С. В., Міщенко В. І. [45] стосовно доцільності виокремлення ПФІ в окрему, принципово іншу, форму капіталу. На наш погляд, ПФІ не є титулами дійсного та умовно фіктивного капіталу, а тому, по суті, вони не належать і до фіктивного капіталу: це майнові зобов'язання в єдності з майновими правами, але не на дійсний, умовно фіктивний або фіктивний капітал, а на майбутній капітал, якого ще не існує, але прогнози на який ринок буде щодня і щогодини шляхом прийняття сторонами строкових контрактів відповідних зобов'язань на майбутнє. Таким чином, ПФІ виражають економічні відносини з приводу майбутнього капіталу (є титулами майбутнього капіталу), а цінні папери – це титули існуючого капіталу.

ПФІ є титулами майбутньої вартості безвідносно до форми її існування: не має ніякого значення для обігу ПФІ, що є об'єктом зобов'язання і права, головне – як змінюється поточна оцінка майбутньої вартості (майбутніх капіталів) у її предметній або абстрактній формі. Але, з погляду сьогодення (теперішнього моменту часу), предметна форма майбутнього капіталу є сама по собі абстракція, тому, ПФІ інструменти виражають абстрактні майнові права, а цінний папір – винятково, реальні майнові права. Саме той факт, що ПФІ є титулами майбутнього капіталу робить можливими хеджування, спекуляцію та арбітраж на ринках базових активів.

Висновки до розділу 1

Результати дослідження економічної сутності ПФІ свідчать, що дана категорія існує у двох аспектах. У вузькому розумінні – це строкові контракти та особливі умови їх укладання та виконання. Тобто, під даним кутом зору, ПФІ є особливими ринковими механізми. У широкому розумінні – це будь-які інструменти ринку, засновані на первинних доходних активах, таких, як товари, гроші, майно, цінні папери, які використовуються для отримання найбільшого доходу при заданому рівні ризику або для отримання заданого

доходу при мінімальному ризику. В останньому випадку клас похідних фінансових інструментів включає не лише строкові контракти, а і будь-які інші фінансові інструменти ринку, які утворюються із комбінацій існуючих.

У розрізі предмету дослідження, вважаємо обґрунтованим і доцільним поділ всієї сукупності фінансових інструментів на; базові фінансові інструменти (інвестиції, утримувані до погашення; позики та дебіторська заборгованість; фінансовий актив або фінансове зобов'язання, які оцінено за справедливою вартістю, з відображенням переоцінки як прибутку або збитку; фінансові активи, доступні для продажу); ПФІ (форвардні контракти, ф'ючерсні контракти, опціоні контракти, контракти своп).

ПФІ визначаються як фінансові інструменти, що базуються на (походять від) інших фінансових інструментах, які називають базовими інструментами. При цьому, базовими фінансовими інструментами є активи (товари, цінні папери, житлові застави, нерухоме майно, позики), індекси (на відсоткові ставки, валютні курси, фондові індекси, індекси споживчих цін) або інші умови. До ПФІ відносять: інструменти, розрахунки за якими провадитимуться у майбутньому; інструменти, вартість яких змінюється внаслідок зміни вартості базових фінансових інструментів; інструменти, які не потребують початкових інвестицій. Основними видами похідних фінансових інструментів визначено форварди, ф'ючерси, опціони та свопи.

ПФІ створюють права та зобов'язання, які передбачають передачу одного чи кількох фінансових ризиків, властивих базовому фінансовому інструменту, між сторонами контракту про даний інструмент. На час вступу контракту в силу, ПФІ надають одній стороні контрактне право обмінювати фінансові активи чи фінансові зобов'язання з іншою стороною за умов, які є потенційно сприятливими, або контрактне зобов'язання обмінювати фінансові активи чи фінансові зобов'язання з іншою стороною за умов, що є потенційно несприятливими.

Отже, розуміння ПФІ охоплює, фактично, всі види строкових контрактів, вторинні цінні папери, а також продукти сучасних технологій

фінансового інжинірингу, зокрема структуровані, гібридні, синтетичні фінансові інструменти.

2 СУЧАСНИЙ СТАН РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ

2.1 Ретроспектива становлення ринку деривативів в Україні

В Україні ринок похідних фінансових інструментів почав формуватися у 1994 р. через започаткування торгівлі валютними ф'ючерсними контрактами на Придніпровській товарній біржі. Функціональні механізми запропонованих біржою ф'ючерсних контрактів суттєво відрізнялися від світової практики роботи з фінансовими деривативами, оскільки, фактично, передбачали поєднання параметрів валютних і товарних ф'ючерсів, тому такі контракти лише умовно визнано валютними ф'ючерсами.

У 1994 р. в обігу на біржовому ринку перебували валютні ф'ючерсні контракти, базовими активами яких були: готівкові долари США (номінал 10 дол. США та 50 дол. США); безготівкові долари США (номінал 1000 дол. США). Механізм реалізації валютних ф'ючерсних контрактів передбачав поєднання різних видів валютних операцій. Операції з ф'ючерсами на безготівковий долар здійснювалися переважно з метою фінансового забезпечення майбутньої поставки певної партії товару, а не для обміну валютними коштами. Етап запровадження валютних ф'ючерсних контрактів в обіг характеризувався недосконалим механізмом прогнозування динаміки валютного курсу та відверто спекулятивними мотивами проведення валютних операцій, що призвело до необхідності припинення з середини 1995 р. операцій з валютними ф'ючерсами на Придніпровській товарній біржі [31].

Наступна спроба запровадження в обіг ф'ючерсних контрактів була здійснена у 1995 р. Товарна біржа «Єкатеринославська» розпочала торгівлю валютними ф'ючерсними контрактами на безготівковий курс карбованця до долару США. ВАТ «Київська універсальна біржа» запровадила в обіг валютні ф'ючерсні контракти на долар США, німецьку марку, російський рубль, а також процентні ф'ючерсні контракти на облігації внутрішньої державної

позики (ОВДП). Згодом, у грудні 1997 р. ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» відкрила секцію строкової торгівлі. Стандартна номінальна сума ф'ючерсних контрактів становила, відповідно, 1000 доларів США, 1000 німецьких марок, 5000000 рублів та 10 одиниць ОВДП.

У період 1995–1997 рр. найвища торгівельна активність відповідала валютним ф'ючерсним контрактам на долар США, найнижча – процентним ф'ючерсним контрактам на ОВДП внаслідок відсутності у механізмі ціноутворення даного деривативу інструментів урахування параметрів базового активу, зокрема: рівнів дохідності ОВДП, термінів погашення ОВДП для різних аукціонів, особливостей оподаткування доходів від ОВДП для первинного та вторинного ринків [37].

Зазначимо, що у даний період організація торгівлі ф'ючерсними контрактами регламентувалася виключно правилами бірж – організаторів торгів. Правилами торгівлі ф'ючерсними контрактами передбачалася організація спеціалізованих секцій торгівлі. Забезпечення проведення торгів та взаєморозрахунків між учасниками ф'ючерсного ринку здійснювалося розрахунковою палатою біржі, яка мала статус самостійної юридичної особи. Учасниками розрахункової палати були розрахункові фірми (у 1997 р. їх кількість складала 9 юридичних осіб), які мали право брати участь у торгах ф'ючерсними контрактами від власного імені та за дорученням клієнтів. Такими учасниками мали можливість стати будь-які юридичні особи за умови, що вони мають брокерське місце на біржі, або є акціонерами біржі, та сплатили організаційний внесок у розмірі 1000 доларів США у розрахункову палату біржі. Клієнтами, при цьому, могли виступати будь-які юридичні та фізичні особи. Розрахункова палата біржі виступала гарантом виконання ф'ючерсних контрактів.

Для проведення операцій з ф'ючерсними контрактами на біржі відкривався розрахунковий клієнтський рахунок, на який вносилися кошти, необхідні для проведення операцій. Необхідний мінімум грошових коштів на

рахунку визначався величиною початкової та варіаційної маржі, необхідної для забезпечення всіх відкритих позицій клієнта.

Зауважимо, що варіаційна маржа являє собою кошти, необхідність сплати яких виникає у однієї зі сторін ф'ючерного контракту на користь іншої сторони внаслідок зміни поточної ринкової ціни базового активу або ціни ф'ючерного контракту. Розрахунки та нарахування варіаційної маржі здійснюються відповідно до правил торгівлі бірж. На відміну від початкової маржі, яка сплачується при укладанні кожного ф'ючерного контракту, тобто при відкритті позиції, і повертається учасникові торгів після ліквідації позиції, варіаційна маржа сплачується лише при несприятливій зміні цін. Іншими словами, вона забезпечує відповідність розміру внесеного гарантійного забезпечення новій вартості ф'ючерного контракту після зміни цін. Негативна варіаційна маржа списується з гарантійного забезпечення ф'ючерного контракту, зменшуючи його. В разі потреби учасник торгів зобов'язаний відновити гарантійне забезпечення до, визначеного розрахунковою палатою біржі, необхідного рівня. Гарантійним забезпеченням є кошти та інші активи, передані учасниками торгів у розпорядження біржі в якості забезпечення виконання зобов'язань за строковими контрактами.

У 1997 р. початкова маржа, у розрахунку на одну відкриту позицію, становила для валютних ф'ючерських контрактів – 2%–5% номінальної вартості, для процентних ф'ючерських контрактів на ОВДП – 40% номінальної вартості. Варіаційна маржа вносилася клієнтами на основі розпорядження розрахункової палати біржі з настанням терміну виконання ф'ючерного контракту або за наявності різких коливань цін на ринку базового активу, що могли призвести до дестабілізації системи гарантійного забезпечення ф'ючерного ринку. З метою обмеження монополізму клієнтів і забезпечення стабільності ф'ючерної торгівлі розрахунковою палатою біржі встановлювався ліміт відкритих позицій на одному рахунку за кожним видом і кожним терміном виконання контрактів. За кожну позицію, відкриту понад ліміт, передбачалося внесення подвоєних сум маржі. Для валютних

ф'ючерських контрактів на долар США та російський рубль такий ліміт становив 300 позицій, для валютних ф'ючерських контрактів на німецьку марку – 350 позицій.

Протягом 1994–1997 років, конструкціями ф'ючерських контрактів було передбачено два варіанти їх виконання: поставка базового активу (валюти, ОВДП); розрахунки за контрактом – списання (зарахування) варіаційної маржі після здійснення офсетної угоди в пертий робочий день після останнього торгового дня. Оформлення договору купівлі-продажу базового активу за ф'ючерським контрактом на поставку проводилося розрахунковими фірмами наступного робочого дня після останнього дня торгів відповідним видом ф'ючерських контрактів. Поставка базового активу здійснювалася у триденний строк після закриття торгів, після чого ф'ючерські позиції продавця і покупця закривалися. Для розрахункових ф'ючерських контрактів кліринг проводився розрахунковою палатою біржі після закінчення кожної торгової сесії перерахунком варіаційної маржі з рахунку сторони, яка програла, на рахунок сторони, що виграла. Терміни обігу ф'ючерських контрактів становили 1 і 6 місяців і визначалися розрахунковою палатою біржі за результатами аналізу попиту і пропозиції на даний вид ф'ючерського контракту. Кожний ф'ючерський контракт передбачав сплату клієнтом біржового збору у розмірі 50 коп. Торги ф'ючерськими контрактами відбувалися у торговому залі біржі з голосу з використанням електронного табло, де фіксувалися усні заявки брокерів на купівлю або продаж ф'ючерських контрактів. Укладені угоди реєструвалися біржовим маклером у протоколі торгової сесії.

Протягом 1995–1997 рр. торгівельна активність на строковому ринку України була незначною, кількість укладених валютних ф'ючерських контрактів становила 650000 штук, кількість процентних ф'ючерських контрактів на ОВДП – 111 штук. Максимальна торгівельна активність спостерігалася у лютому 1997 р.

З початку 1998 року строковий ринок України формувала виключно ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» (УМВБ), а в обігу

залишилися лише розрахункові валютні ф'ючерсні контракти, наслідком чого стала наявність значної різниці між спотовим і ф'ючерсним валютним курсом на дату експірації, що, у свою чергу, суттєво негативно вплинуло на, і без того незначні, обсяги торгів ф'ючерсними контрактами.

За період активних торгів розрахунковими валютними ф'ючерсними контрактами на УМВБ (до 1998 р.) сумарний обсяг попиту становив 23180 тис. доларів США, сумарний обсяг пропозиції – 25222 тис. доларів США, але реально було укладено угод лише на 2351 тис. доларів США, тобто задоволено лише 10,1% від сумарного обсягу попиту. Причина такої парадоксальної ситуації полягала в існуванні механізму валютного коридору, обмеження якого поширювалися і на строкові валютні операції. Межі валютного коридору у 1998 р. адекватно не відображали реальну економічну ситуацію, а продавати валютні ф'ючерсні контракти за ціною, що відповідала очікуванням стосовно майбутнього валютного курсу, учасники не мали права. Перегляд меж валютного коридору у лютому 1998 р. вкрай негативно вплинув на стан строкової торгівлі, адже вже укладені угоди були орієнтовані на попередні, не вигідні, умови. Разом із тим, процеси девальвації гривні у 1998 р. спричинили високу волатильність відсоткових ставок і валютних курсів, що вимагало від учасників строкового ринку значних коштів для підтримки ф'ючерсних позицій. Недосконалість механізму ціноутворення валютних ф'ючерсних контрактів призвела до втрати інтересу з боку учасників строкової торгівлі, що мало наслідком повне припинення торгів у середині 1998 р. [68; 70].

Слід зазначити, що формування строкового ринку України в сегменті валютних ф'ючерсних контрактів суттєво залежало від дієвості системи валютного регулювання і валютного контролю, а також від особливостей здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку. З 1993 р., відповідно до пункту 1 статті 6 Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» від 19.02.1993 р. №15–93 [30], Національним банком України визначено таких суб'єктів

міжбанківського валютного ринку: Національний банк України; уповноважені банки та фінансово-кредитні установи, тобто ті, що отримали ліцензію Національного банку України на право здійснення операцій з валютними цінностями; валютні біржі, які отримали ліцензію Національного банку України на право організації торгівлі іноземною валютою.

З метою стабілізації валютного ринку, постановами Правління Національного банку України протягом 1998–1999 рр. було затверджено кілька редакцій «Правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України» [22], згідно яких операції з купівлі-продажу безготівкових іноземних валют за гривні уповноважені банки та фінансово-кредитні установи мали право здійснювати лише на умовах «тод» (поставка валюти відбувається в день укладення угоди), «том» (поставка валюти відбувається наступного робочого дня після дня укладення угоди) або «спот» (поставка валюти відбувається на другий робочий день після дня укладення угоди).

Валютні операції з іноземними валютами I групи класифікатора іноземних валют та банківських металів [15] на умовах «форвард» дозволялося здійснювати лише з метою хеджування ризиків зміни курсів іноземних валют до інших іноземних валют, що виникали під час виконання клієнтами-резидентами, які були суб'єктами господарської діяльності, зовнішньоекономічних угод у разі дотримання таких обов'язкових умов: угоди на умовах «форвард» уповноважені банки та фінансово-кредитні установи укладають за дорученням та за рахунок коштів вищезазначених клієнтів і лише з банківськими установами; валюти угоди є іноземними валютами I групи класифікатора іноземних валют та банківських металів. Зауважимо, що до I групи класифікатора іноземних валют та банківських металів належать конвертовані валюти, які широко використовуються для здійснення платежів за міжнародними операціями, валюти країн – членів Європейського Союзу та банківські метали. При цьому, заборонялося проведення операцій з іншими деривативами (ф'ючерс, опціон тощо), базовим

активом яких була іноземна валюта I групи класифікатора іноземних валют та банківських металів.

Крім того, уповноваженим банкам та фінансово-кредитним установам заборонялося здійснення безготівкових операцій з купівлі-продажу іноземної валюти I групи за іноземну валюту інших груп класифікатора іноземних валют та банківських металів, за винятком даних операцій на міжнародних валютних ринках.

Укладання та підтвердження угод з купівлі-продажу іноземних валют за гривні між уповноваженими банками та фінансово-кредитними установами мало проводитися виключно під час проведення торговельної сесії, яка являла собою визначений проміжок часу, що встановлювався та змінювався на підставі відповідної постанови Правління Національного банку України. Проведення даних операцій поза межами торговельної сесії заборонялося. Національний банк України залишав за собою право змінити режим торговельної сесії, попередивши про це уповноважені банки та фінансово-кредитні установи не пізніше ніж за два робочих дні до часу зміни. Таким чином, протягом 1998–2000 рр. на законодавчому рівні були відсутні умови функціонування та розвитку ринку похідних фінансових інструментів України.

Найбільш важливим, у розрізі визначення правових засад здійснення державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів, державного контролю за емісією та обігом деривативів, став Указ Президента України, яким 12 червня 1995 р. було утворено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку (у 2011 р. назву змінено на «Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку»). Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. [53] визначено її завдання, функції, повноваження, права, відповідальність та відносини з іншими державними органами з питань регулювання та контролю ринку цінних паперів і похідних фінансових інструментів.

У 1996 р. було закінчено створення мережі територіальних управлінь Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, завданням яких, і до тепер, є реалізація державної політики в сфері регулювання ринку цінних паперів у регіонах України [42].

У 2000 р. Верховною Радою України було порушено питання про необхідність удосконалення функціонального механізму похідних фінансових інструментів, зокрема розглянуто законопроекти «Про цінні папери і фондову біржу» у новій редакції, «Про похідні цінні папери» і прийнято рішення доручити Комітету з питань фінансів і банківської діяльності разом з Кабінетом Міністрів України доопрацювати зазначені законопроекти, об'єднавши їх, та розробити проект закону України «Про цінні папери і фондову біржу».

При цьому пріоритетними напрямками законотворчої діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку було визнано розвиток нормативно-правової бази у сфері регулювання ринку похідних цінних паперів, діяльності інститутів спільного інвестування, удосконалення механізмів корпоративного управління, забезпечення захисту прав акціонерів та удосконалення механізмів розкриття інформації про діяльність емітентів цінних паперів.

Метою прийняття зазначеного законопроекту, в розрізі предмету дослідження, було визначення правових основ та порядку реєстрації емісії та обігу похідних цінних паперів, що мало забезпечити можливість розширення спектру фінансових інструментів фондового ринку України, і, в такий спосіб, активізувати процес залучення інвестицій в економіку. Зауважимо, що пропозиція прийняття закону України «Про похідні цінні папери» не була реалізована протягом 1995–2018 рр.

У 2000 р. в Україні розпочався процес реєстрації опціонів. Динаміку обсягу зареєстрованих випусків опціонів протягом 2000–2018 рр. наведено на рис. 2.1.

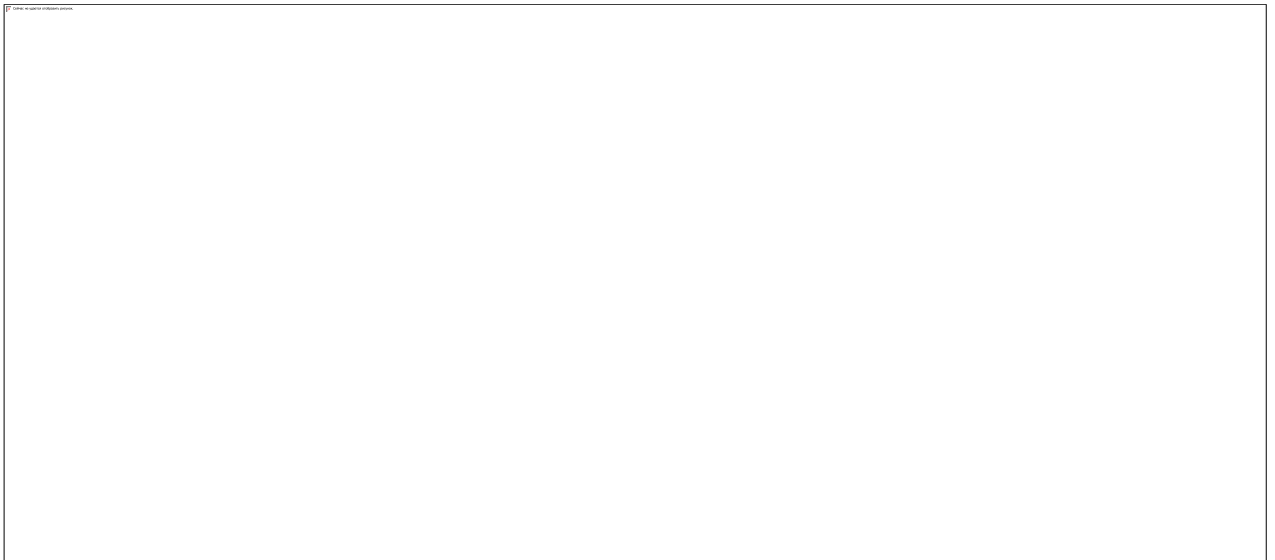


Рис. 2.1 – Динаміка обсягу зареєстрованих в Україні випусків опціонів протягом 2000–2018 рр. млн грн [59]

Протягом 2000–2002 рр. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано 3 випуски опціонів ВАТ «Укртелеком» на суму 92,82 млн. грн, що становило 94% від загального обсягу зареєстрованих випусків опціонів за даний період. Реєстрацію опціонів протягом 2000–2002 рр. здійснили 3 емітенти: ВАТ «Укртелеком»; ТОВ «Бета М»; ТОВ «ТТК». У 2003 р. обсяг зареєстрованих випусків опціонів суттєво збільшився, проте до існуючих емітентів приєдналося лише одне підприємство – ВАТ ТПК «Мітел». Протягом 2004–2009 рр. кількість емітентів небіржових опціонів збільшилася до 26 і, до 2018 р. несуттєво коливалась, зменшившись до 23 емітентів.

Максимальна кількість емітентів опціонів спостерігається протягом 2007–2009 рр. і складає 26 суб'єктів господарювання, серед яких переважають підприємства переробної промисловості та будівництва, їх частки у загальній кількості емітентів складають відповідно 30,77% і 23,08%.

Кількість емітентів небіржових опціонів на купівлю з поставкою базового активу (товару) за видами економічної діяльності відповідно до Національного класифікатору України «Класифікація видів економічної

діяльності ДК 009:2010» в період максимальної емісійної активності наведено на рис. 2.2.

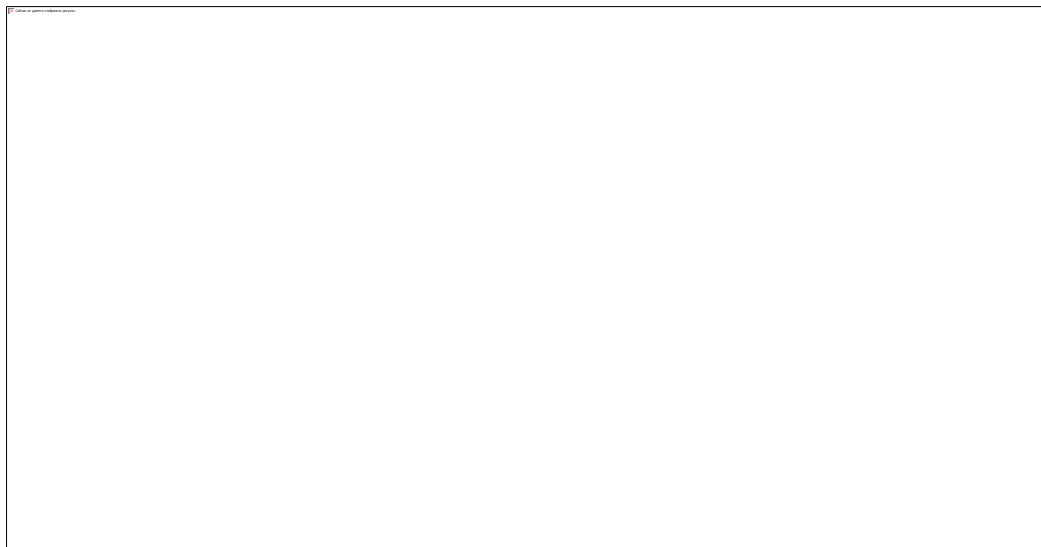


Рис. 2.2 – Емітенти небіржових опціонів на купівлю з поставкою базового активу (товару) за видами економічної діяльності в період максимальної емісійної активності [59]

Таким чином, переважна частка небіржових опціонів мали в якості базових активів активи підприємств переробної промисловості та будівництва, тобто пріоритетних галузей економіки України з високим рівнем концентрації капіталу, які ставили за мету хеджування економічних і фінансових ризиків. Зауважимо, що небіржова природа опціонів унеможлиблює отримання спекулятивного прибутку.

Разом із тим, динаміка обсягу зареєстрованих випусків опціонів протягом 2000–2018 рр. не відповідає тенденції зміни кількості емітентів, що дозволяє зробити висновок про відсутність системності в механізмі емісії небіржових опціонів.

Одночасно, наявною є суттєва позитивна динаміка обсягу зареєстрованих випусків опціонів протягом 2003–2005 рр., і, взагалі, емісійна активність протягом 2000–2007 рр., тобто у період відносної цінової стабільності, відсутності суттєвих коливань валютного курсу та підвищеної

ділової активності суб'єктів господарювання. Період 2008–2018 рр. характеризується кризовими явищами в економіці України, які викликали стійку негативну динаміку ринку небіржових опціонів і призвели до зменшення обсягів зареєстрованих випусків опціонів у 158,10 разів, з 34,38 млн грн у 2007 р. до 0,22 млн грн у 2015 р., проте у 2016 р. даний показник збільшився до 198,88 млн грн.

В 2017 р. обсяги випусків опціонів різко впали до 32,50 млн грн зі зростанням у 2018 р. до рівня 55,00 млн грн. Таким чином, рівень волатильності ринків базових активів має істотний вплив на динаміку ринку небіржових опціонів.

У 2003 р., на виконання Указу Президента України «Про основні напрями розвитку фондового ринку України» від 30.10.1999 року №1415/99 [27] щодо створення ф'ючерсних та опціонних підрозділів бірж, з метою створення біржового механізму строкового ринку, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було прийнято рішення про запровадження пілотного проекту проведення торгів у секції строкового ринку на Універсальній товарній біржі «Контрактовий дім УМВБ» [6].

Протягом 2003 р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано 22 специфікації ф'ючерсних контрактів ЗАТ «УМВБ»: 8 специфікацій для аграрного сектору; 8 специфікацій для паливно-енергетичного сектору; 6 специфікацій для валютного сектору.

У 2004 р., в межах реалізації пілотного проекту проведення торгів у секції строкового ринку, Універсальна товарна біржа «Контрактовий дім УМВБ» розширила спектр похідних фінансових інструментів, запровадивши в обіг: ф'ючерсні контракти, базовим активом яких було банківське золото (без поставки); ф'ючерсні контракти, базовими активами яких були насіння соняшника, фуражна пшениця, ячмінь 3-го класу, цукор з поставкою на умовах СРТ та EXW; ф'ючерсні контракти, базовими активами яких були курс золота, срібла, платини та паладію (без поставки) [66].

Протягом 2004–2010 рр. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано 46 специфікації ф'ючерсних контрактів ЗАТ «УМВБ»: 16 специфікацій для аграрного сектору; 8 специфікацій для паливно-енергетичного сектору; 22 специфікацій для валютного сектору.

У 2010 р. спектр інструментів ринку похідних фінансових інструментів України було розширено, зокрема Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку зареєструвала правила торгівлі на строковому ринку ПАТ «Українська біржа» (УБ) та зразок ф'ючерсного контракту на індекс українських акцій (UX), що позитивно вплинуло на ріст питомої ваги ринку похідних фінансових інструментів у загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів України (рис. 2.3).

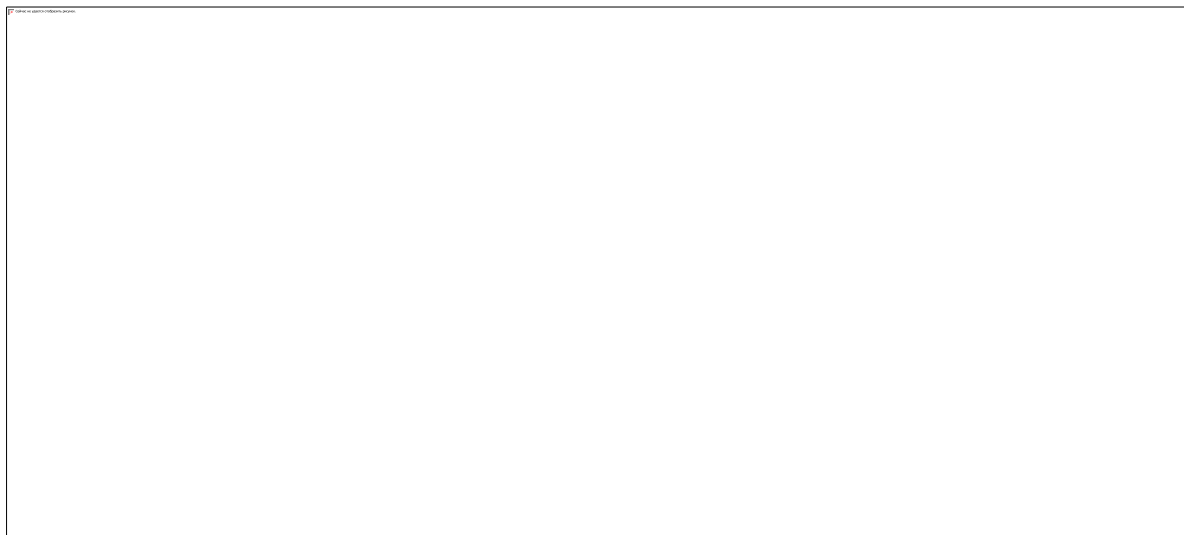


Рис. 2.3 – Частка ринку акцій у загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів України [59].

Узагальнюючи процес формування ринку деривативів, можна зазначити, що зазначений ринок в Україні в процесі своєї еволюції пройшов певні етапи. Вважаємо, що ринок деривативів знаходиться на другому етапі розвитку. Перший етап (1994–2009 рр.) – це етап фактичного зародження, формування ринку деривативів. Усі ці процеси в Україні відбувалися в складних умовах: довготривала економічна криза; відсутність розвинутого вторинного ринку, передусім біржового; незначний обсяг торгів

деривативами; несвоєчасне формування та недосконалість законодавчої бази [39].

Фактично ринок похідних цінних паперів почав свій розвиток у 2010 р., коли розпочалися торги ф'ючерсними контрактами на індекс UX на Українській біржі. Починаючи із цього року спостерігається зростання обсягів укладених контрактів із похідними фінансовими інструментами. Отже, другий етап розвитку ринку деривативів розпочався у 2010 р. та триває до наших днів.

Результати дослідження еволюції ринку похідних фінансових інструментів України засвідчують активізацію торгів на біржовому строковому ринку протягом 2010–2018 рр., причинами якої, на наш погляд, є запровадження фондовими біржами ПАТ «Українська біржа», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива»», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» нових технологій строкового ринку та суттєве розширення спектру похідних фінансових інструментів, а також зміни у Податковому кодексі України [49], зокрема запровадження з 1 січня 2013 р. податку на позабіржові операції з деривативами при одночасній відсутності оподаткування біржових операцій з деривативами.

2.2 Сучасні тенденції функціонування ринку деривативів в Україні

У 2018 р. однією з головних тенденцій українського ринку деривативів є збільшення обсягів емісій опціонних сертифікатів. Так, протягом 2018 р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано дев'ять випусків на загальну суму 55,0 млн грн. Це є позитивною тенденцією розвитку ринку деривативів порівняно з обвалом у 2017 р. до значення 32,5 млн грн.

Загалом найбільшим показником за всю історію функціонування ринку деривативів зареєстрований випуск опціонних сертифікатів мав місце у

2016 р. – 198,8 млн. грн останній. Якщо порівняти цей показник із 2014 р., то збільшення відбулося у 53,72 млн. грн р (рис. 2.4).

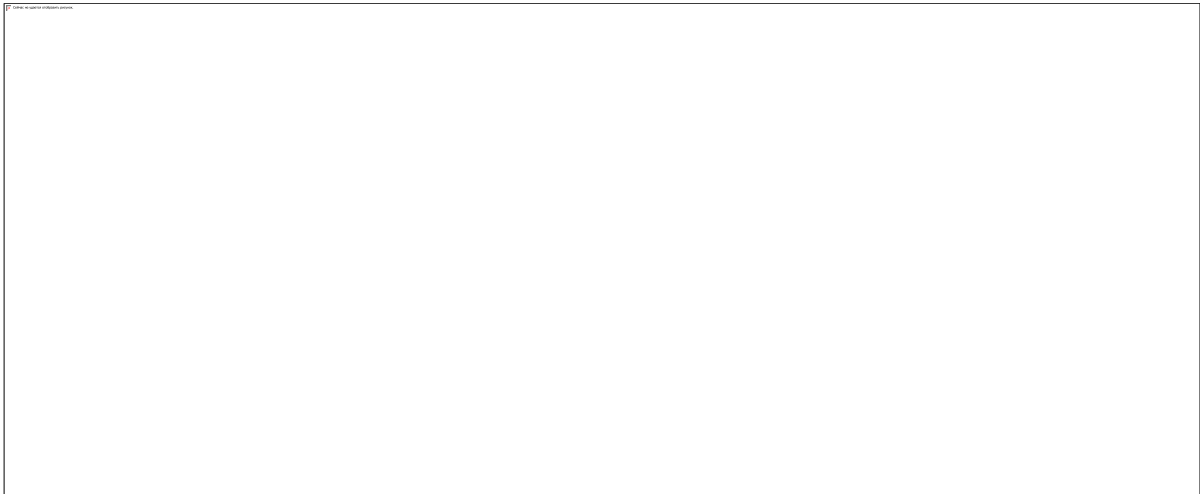


Рис. 2.4 – Обсяг зареєстрованих випусків опціонних сертифікатів у 2014–2018 рр., млн грн [59]

Слід зазначити, що розвиток ринку похідних фінансових інструментів України протягом останніх 5 років відбувається, але є надзвичайно суперечливим.

Динаміку обсягу торгів на ринку деривативів у 2014–2018 рр. наведено на рис. 2.5.

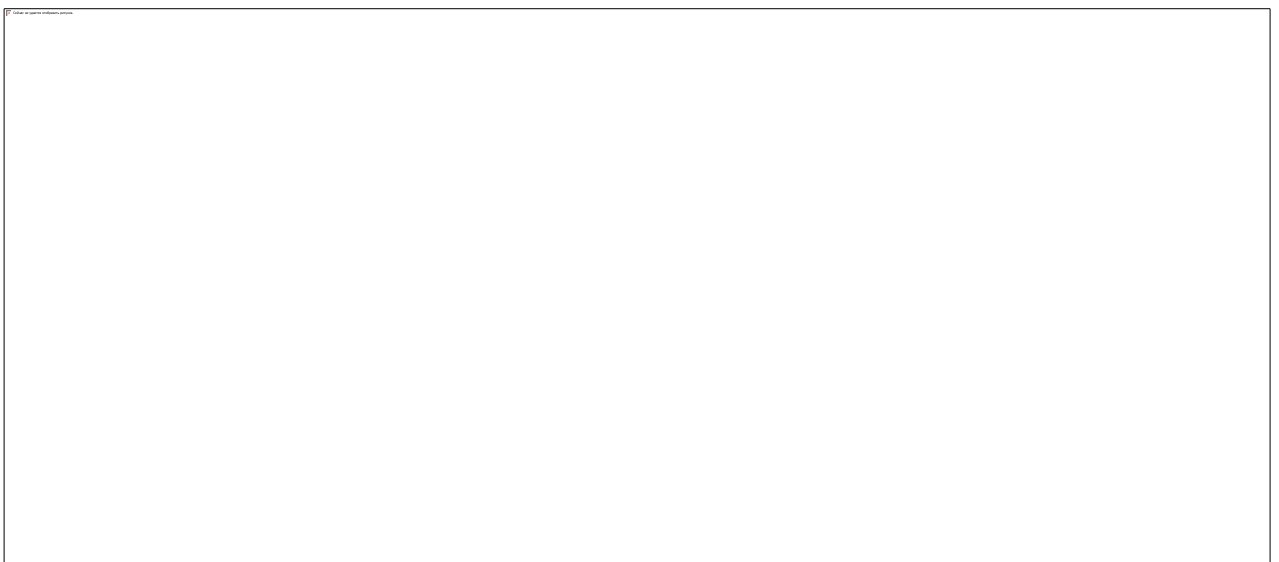


Рис. 2.5 – Обсяги та частка торгів на ринку деривативів у 2014–2018 рр. [59]

Аналіз даних, представлених на рисунку, засвідчує, що пік обсягу торгів припадав на 2014 р. і становив 9,6 млрд грн. До 2016 р. характерна тенденція до зниження обсягу торгів. Так, у 2016 р. обсяг торгів становив 2,4 млрд грн, що менше на 3,47 млрд грн попереднього року та у п'ять разів менше відносно значення у 2014 р. Після поживлення ринку у 2017 р. та зростання торгів на 3,22 млрд грн до 5,62 млрд грн у 2018 р. знов спостерігається падіння до 2,71 млрд грн. Частка обсягу торгів деривативами на ринку цінних паперів за останні п'ять років досягала значення більше 1 % (1,2 %) лише у 2017 р., для решти років її значення є меншими за 1 %. Таким чином, зміни обсягів торгів деривативами є шоковими, а ПФІ в Україні поки що не користуються попитом, а ринок деривативів має тенденцію до спаду.

У 2018 р. 98,08 % обсягу договорів з деривативами було укладено на біржовому ринку (рис. 2.6).

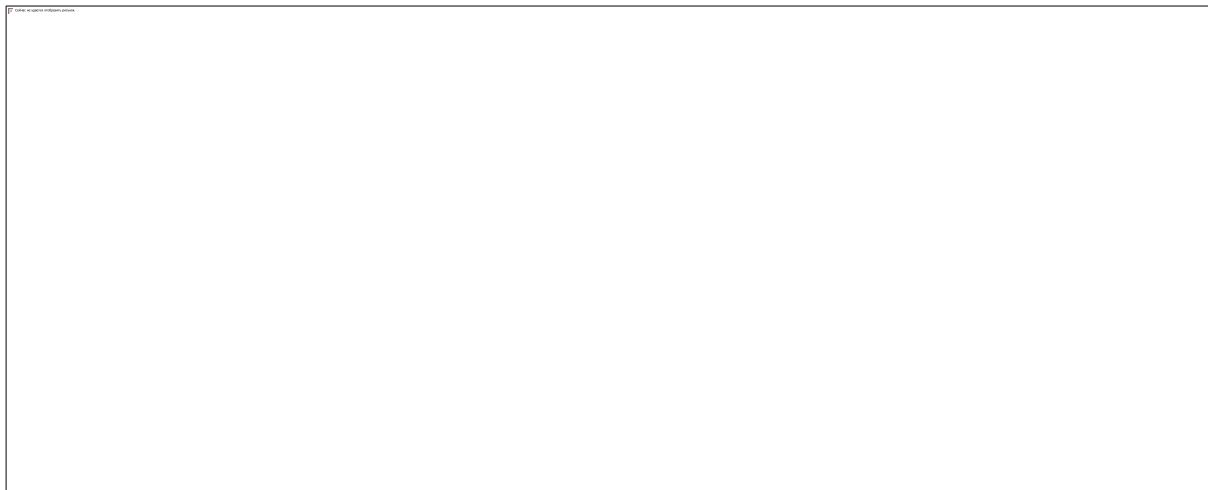


Рис. 2.6 – Частка обсягу торгів деривативами на біржовому ринку у загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів у 2014–2018 рр.

На біржовому ринку в 2018 р. попитом користувалися валютні ф'ючерсні контракти (1,59 млрд грн) та товарні ф'ючерси (223,7 млн грн). Найбільший обсяг біржових контрактів з деривативами уклали торговці цінними паперами ТОВ «Капітал таймс» (1,47 млрд грн) та ТОВ «Драгон капітал» (0,9 млрд грн). На неорганізованому ринку було виконано контрактів

на суму 52 млн грн з опціонними сертифікатами емітента ТОВ «Белфорт компані».

Негативною тенденцією функціонування ринку похідних фінансових інструментів, як свідчать дослідження, є обмеженість переліку інструментів ринку деривативів, а саме ф'ючерсними контрактами, опціонами та опціонними сертифікатами. Структура торгів деривативами в Україні за видами інструментів у 2018 р. наведена на рис. 2.7.

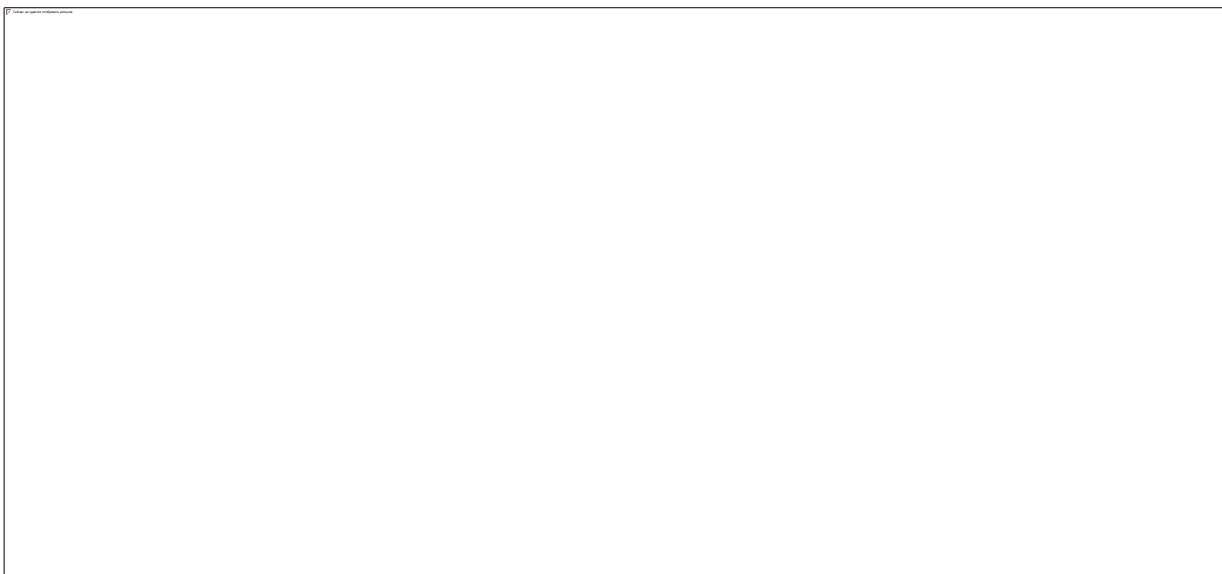


Рис. 2.7 – Структура торгів деривативами за видом інструментів у 2018 р., % [59]

Дані, наведені на рисунку, свідчать, що на фондовому ринку найбільшим попитом у 2018 р. користувалися ф'ючерсні контракти на валюту – 85,5 %.

Пов'язана така популярність валютних контрактів передусім із кризовими явищами в національній економіці і з бажанням інвесторів захеджувати власні активи, які знецінювалися внаслідок падіння курсу гривні. До того ж ф'ючерсні контракти не передбачають обов'язкової поставки базового активу. На другому місці знаходяться ф'ючерсні контракти на фондові індекси – 10,9 %. Попит на фондові ф'ючерси пов'язаний із нестабільною ситуацією на фондовому ринку, високою волатильністю

котирувань акцій. Найменше продавалися ф'ючерсні контракти на товар – 0,1 % від загальної величини торгів деривативами за видом інструментів у 2018 р. Таким чином, ПФІ в Україні використовуються переважно для зниження ризиків по валютних операціях та частково у спекулятивних цілях.

Протягом 2014–2018 рр. відбувалося розширення спектру похідних фінансових інструментів, зокрема в обіг запроваджено: ф'ючерсний контракт на індекс Euro Stoxx 50; ф'ючерсний контракт на індекс FTSE 100; ф'ючерсний контракт на індекс S&P 500; ф'ючерсний контракт на індекс UB; ф'ючерсний контракт на курс гривні до долару США (НБУ); ф'ючерсний контракт на середньозважений курс гривні до долару США (МВРУ); ф'ючерсний контракт на середнє арифметичне курсу гривні НБУ та Thomson Reuters; ф'ючерсний контракт на курс гривні до євро (НБУ); ф'ючерсний контракт на середньозважений курс гривні до євро (МВРУ); ф'ючерсний контракт на курс євро до долару США (ЄЦБ); ф'ючерсні контракти на індекс KievPrime O/N, 1W, 1M, 2M, 3M, 6M, 12M, що відповідає депозитній ставці на строк 1 день, 1 тиждень, 1 місяць, 2 місяці, 3 місяці, 6 місяців, 12 місяців, відповідно (7 видів); ф'ючерсні контракти на індекс UIRD, що відповідає депозитній ставці на строк 3 місяці, 6 місяців, 9 місяців, 12 місяців (4 види); ф'ючерсні контракти на ціни дорогоцінних (банківських) металів (4 види); ф'ючерсний контракт на індекс українських акцій (UX); ф'ючерсний контракт на курс долар США – українська гривня (DX); ф'ючерсний контракт на курс євро-долар США (DE); ф'ючерсний контракт на індекс BITCOIN; ф'ючерсний контракт на ціну однієї тройської унції афінованого золота (GOLDU); ф'ючерсний контракт на ціну нафти сорту BRENT; опціон на курс гривні до долару США (розрахунковий); опціон на курс гривні до євро (розрахунковий); опціон на індекс KievPrime O/N, 1W, 1M, 2M, 3M, 6M, 12M, що відповідає депозитній ставці на строк 1 день, 1 тиждень, 1 місяць, 2 місяці, 3 місяці, 6 місяців, 12 місяців, відповідно (7 видів) (розрахунковий); опціон на індекс UIRD, що відповідає депозитній ставці на строк 3 місяці, 6 місяців, 9 місяців, 12 місяців (4 види) (розрахунковий); опціон на індекс UB

(розрахунковий); опціонний контракт CALL на ф'ючерсний контракт UX (з поставкою базового активу); опціонний контракт PUT на ф'ючерсний контракт UX (з поставкою базового активу).

Станом на кінець 2018 р. найбільшим попитом користувались ф'ючерсні контракти на ціну однієї тройської унції афінованого золота (GOLDU) – 35,87 %, ф'ючерсні контракти на курс євро-долар США (DE) – 33,46 %, ф'ючерсні контракти на ціну нафти сорту BRENT – 26,74 % від загального обсягу торгів деривативами (табл. 2.1).

Таблиця 2.1 – Похідні фінансові інструменти, що користувалися найбільшим попитом у 2017 р. [59]

Похідний фінансовий інструмент	Кількість контрактів, шт.	Обсяг укладених контрактів, млн грн	Частка контрактів в загальному обсязі, %	Обсяг виконаних контрактів, млн грн
Ф'ючерсні контракти на ціну однієї тройської унції афінованого золота (GOLDU)	640,00	190,00	35,87	15,20
Ф'ючерсний контракт на курс євро-долар США (DE)	597,00	99,00	33,46	5,94
Ф'ючерсний контракт на індекс українських акцій (UX)	70,00	2,00	3,92	0,30
Ф'ючерсний контракт на ціну нафти сорту BRENT	477,00	32,00	26,74	4,80
Разом	1784,00	323,00	100,00	26,24

Грошовий оборот на строковому ринку залишається незначним. Враховуючи обсяги гарантованого забезпечення, які учасники торгів надають для укладення ф'ючерсних контрактів, грошовий оборот за даними видами ф'ючерсних контрактів не перевищує 15 млн грн. Так, наприклад, забезпечення для ф'ючерсного контракту на курс євро-долар США (DE) складає 6 %, відповідно 94 % складає «плече», що надається інвесторові. Гарантоване забезпечення для ф'ючерсного контракту на ціну однієї тройської унції афінованого золота (GOLDU) складає 8 %. Найбільший відсоток

гарантованого забезпечення передбачено ф'ючерсним контрактом на індекс BITCOIN – 30 %.

Структуру попиту на ринку похідних фінансових інструментів України, станом на кінець 2017 р., за кількістю учасників формують фізичні особи (фізичних осіб – 82, юридичних осіб – 3), за обсягами торгів – юридичні особи (частка торгів фізичних осіб – 48,90%, частка торгів юридичних осіб – 51,10 %). При цьому, серед учасників торгів відсутні нерезиденти та торговці цінними паперами [59].

На відміну від українського ринок деривативів розвинутих країн представлений широким діапазоном використання похідних фінансових інструментів: ф'ючерсами, опціонами, форвардами, свопами, угодами про форвардні процентні ставки та ін.

Світовий досвід свідчить, що характерною тенденцією сучасного світового ринку похідних фінансових інструментів стають процеси, пов'язані з ускладненням інструментів, серед яких можна виділити: опціони на свопи, форвардні свопи, відкриті свопи, контракти на ще не випущені цінні папери та ін. Крім того, поширення кредитних деривативів є перспективним напрямом розвитку ринку похідних фінансових інструментів. Із кожним роком з'являються нові деривативи, засновані на нових базових активах. Так, нью-йоркська компанія LedgerX отримала офіційний дозвіл на запуск біржі і клірингового центру для торгівлі у США криптовалютами опціонами і деривативами. Нові інструменти покликані знизити інвестиційні ризики і нададуть прозорість і нагляд, на яких традиційно наполягають інституційні інвестори [50].

Протягом 2014–2018 рр. організаторами торгівлі на строковому ринку України є ПАТ «Українська біржа» (УБ), ПАТ «Фондова біржа «Перспектива»» (Перспектива), ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» (УМВБ). Зауважимо, що станом на 01.01.2019 р. в Україні функціонувало 9 фондових бірж, лите 3 зазначені мають ПФІ у біржових списках.

Кількість деривативів, які допущено до торгів на фондових біржах, має стійкий позитивний тренд (рис. 2.8).

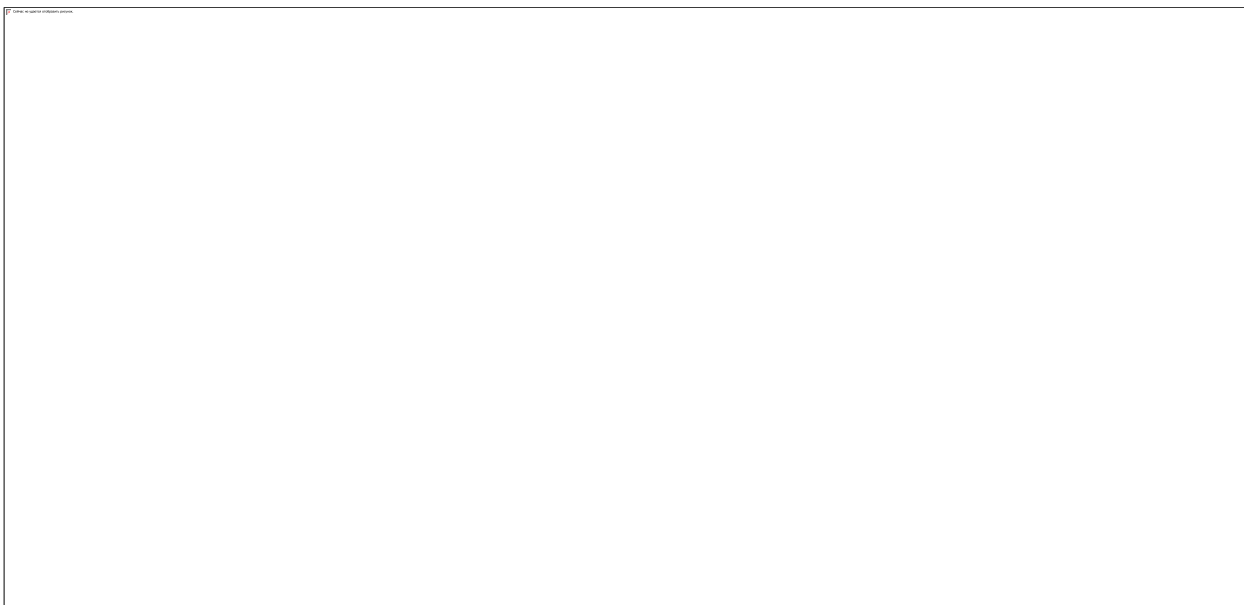


Рис. 2.8 – Кількість деривативів, які допущено до торгів на фондових біржах України [59].

В результаті суттєвого розширення спектру похідних фінансових інструментів, обсяг торгів на біржовому строковому ринку України протягом 2014–2018 рр. значно перевищив обсяг торгів на позабіржовому ринку деривативів (рис. 2.9).

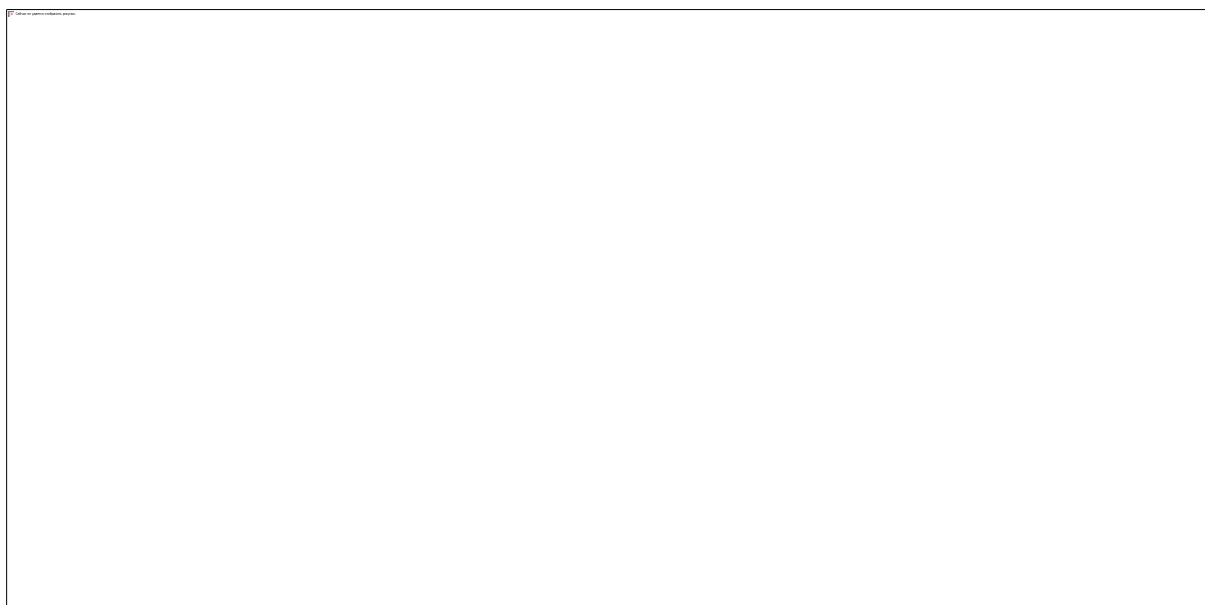


Рис. 2.9 – Структура ринку похідних фінансових інструментів України.

Аналізуючи динаміку обсягу торгів деривативами на біржовому та позабіржовому ринках України (табл. 2.2) у 2014 – 2018 рр. слід зазначити, що протягом 2014–2018 рр. спостерігається зростання обсягів торгів деривативами на позабіржовому ринку.

Таблиця 2.2 – Обсяг торгів деривативами на біржовому та позабіржовому ринках у 2014–2018 рр., млрд грн.

Вид ринку	Роки					Відхилення 2018/2014		Відхилення 2018/2017	
	2014	2015	2016	2017	2018	млрд грн	%	млрд грн	%
Позабіржовий ринок	0,01	0,04	0,12	0,59	0,06	0,05	500,0	-0,53	-89,83
Біржовий ринок	9,59	5,83	2,28	5,03	2,65	-6,94	-72,37	-2,38	-47,32
Усього	9,60	5,87	2,40	5,62	2,71	-6,89	-71,77	-2,91	-51,78

Свого максимуму обсяги торгів набули у 2017 р. досягши значення 0,59 млрд грн. У 2018 р. відбувся різке падіння показника (-89,83 %) до значення 0,06 млрд грн. Водночас найбільший обіг торгів деривативами у аналізований період мав місце у 2014 р. – 9,60 млрд грн. За суперечливої динаміки вартість обігу у 2018 р. склала 2,71 млрд грн знизившись порівняно з базовим роком на 6,89 млрд грн (71,77 %).

Враховуючи якісні характеристики базових активів інструментів біржового строкового ринку України, можна стверджувати, що вони забезпечують можливість реалізації виключно спекулятивних цілей суб'єктів господарювання, тому співвідношення обсягів торгів на біржовому та позабіржовому строковому ринку, фактично ілюструє ступінь запровадження механізмів хеджування економічних і фінансових ризиків суб'єктів господарювання, тобто фактичну їх відсутність.

В економічній літературі рівень розвиненості ринку деривативів пов'язують і з співвідношенням між первинним і вторинним ринками. Розвинений ринок – це ринок, де ефективно функціонує вторинний ринок.

У табл. 2.3 представлена інформація щодо функціонування вторинного ринку деривативів за останні п'ять років.

Таблиця 2.3 – Вторинний ринок деривативів у 2014–2018 рр. [59]

Показники	Роки					Відхилення 2018/2014		Відхилення 2018/2017	
	2014	2015	2016	2017	2018	+,-	%	+,-	%
Обсяг торгів на деривативами на ринку цінних паперів, млрд грн, у тому числі:	9,6	5,9	2,4	5,6	2,7	-6,9	-71,8	-2,9	-51,8
Обсяг торгів деривативами на біржовому ринку, млрд грн	9,6	5,8	2,3	5,6	2,7	-6,9	-71,7	-2,9	-51,5
Частка обсягу торгів деривативами на біржовому ринку, %	99,9	99,3	95,0	22,4	15,0	-84,9	-84,9	-7,4	-32,9
Обсяг торгів деривативами на позабіржовому ринку, млрд грн	-	-	0,1	-	-	-	200,0	-	-5,0
Частка обсягу торгів деривативами на позабіржовому ринку, %	0,1	0,7	5,0	0,1	0,4	0,3	300,0	0,3	195,5

Дані, наведені в таблиці свідчать, що починаючи з 2014 р. спостерігалася тенденція до падіння частки обсягу торгів на біржовому ринку. Так у 2014 р. вона становила 99,9 %, а в 2018 р. – 15,0 %. Відповідно падіння склало 84,9 %. Дана тенденція пов'язана з макроекономічною нестабільністю, мінливою кон'юнктурою ринку цінних паперів, й нерозвинутістю ринку деривативів в Україні.

На відміну від загальносвітового тренду на українському ринку деривативів не розвинений позабіржовий сегмент, на нього припадає менше 1 %, лише у 2016 р. – 5 %. За даними Банку міжнародних розрахунків, обсяг

світового позабіржового ринку деривативів у 2018 р. становив 544 трлн дол. [38].

Статистичні дані показують, що обсяг світового ринку деривативів більше у сім разів, ніж світовий ВВП. Це свідчить про те, що виникає певний дисбаланс між фінансовим та реальним секторами економіки. На сучасному етапі тенденція домінування світового позабіржового ринку над біржовим продовжується. Вартість відкритих позицій у вересні 2018 р. лише за біржовими ф'ючерсами й опціонами перевищувала 86 трлн дол., тоді як номінальна вартість позабіржових деривативів у сім разів перевищувала вартість біржових [51].

Аналіз наукової літератури свідчить, що основними причинами збільшення позабіржового ринку у світі є висока прибутковість інструментів та їх здатність до самостійного обігу у відриві від базового активу (наприклад, SDS); можливість хеджування системних ризиків за допомогою деривативів; розвиток фінансового інжинірингу та поява структурованих продуктів [73].

Світова практика свідчить, що стрімке зростання ринку деривативів, зокрема позабіржового, стало причиною кризових процесів. Експерти вважають, що саме безконтрольний обіг сучасних фінансових інструментів став причиною останньої фінансової кризи, тому ринок позабіржових деривативів потребує термінового адекватного контролю з боку регуляторів. У 2009 р. на саміті «Великої двадцятки» в Пітсбурзі було прийнято рішення щодо реалізації заходів із регулювання ринку похідних фінансових інструментів, а саме максимального перенесення торгівлі деривативами на біржові майданчики.

Таким чином, на відміну від світової практики, ринок похідних фінансових інструментів України продовжує повільний розвиток, як біржовий із чітко визначеними спекулятивними варіантами використання фінансових деривативів.

Наразі, в обігу на ринку похідних фінансових інструментів України перебувають форвардні контракти, базовими активами яких є продукція

аграрного та паливно-енергетичного секторів, а також об'єкти нерухомості; валютні і процентні ф'ючерсні контракти; ф'ючерсні контракти, базовими активами яких є ціна золота, срібла, платини та паладію; небіржові опціони на купівлю з поставкою базового активу (активу емітентів); біржові валютні та процентні опціонні контракти, опціонні контракти на індекс, опціонні контракти на ф'ючерсні контракти; державні деривативи; валютні свопи.

Результати дослідження свідчать, що частка похідних фінансових інструментів на ринку цінних паперів України є незначною. Емітенти та інвестори не використовують повною мірою можливості фінансових деривативів для залучення та розміщення вільних коштів.

Згідно комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року [28], розробленої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, активізації операцій з похідними фінансовими інструментами сприятиме запровадження регуляторних актів, спрямованих на встановлення чітких умов та вимог щодо реєстрації випусків опціонів, унормування процедури здійснення фондовими біржами клірингу та розрахунків за похідними фінансовими інструментами.

Таким чином, проведений комплексний аналіз стану ринку деривативів в Україні свідчить про незадовільний стан його функціонування. Його розвиток стримується низкою проблем, найбільш серйозними з яких є такі:

1. Недосконалість та відсутність спеціального нормативно-правового підґрунтя щодо регулювання випуску та обігу похідних фінансових інструментів. Передусім слід відзначити, що в правовому полі досі відсутній спеціальний закон про ринок деривативів. На сучасному етапі діють закони і підзаконні нормативні акти, що регулюють лише окремі сторони цього ринку, які характеризуються непослідовністю і неузгодженістю. Питання формування нормативної бази ринку похідних фінансових інструментів обговорюються в Україні кілька років, але розроблені законопроекти так і не

були прийняті (проект закону «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)» [54]).

Певні кроки для створення цивілізованого ринку деривативів в Україні вже здійснюються. За підтримки міжнародних експертів з USAID, ЄБРР та МВФ та народних депутатів Комітету Верховної Ради з питань фінансової політики та банківської діяльності був підготовлений законопроект «Про ринки капіталу та регульовані ринки», в якому закладений міжнародний досвід використання деривативів. Ключова мета документу – комплексне врегулювання питань функціонування ринку деривативів, а також врегулювання діяльності регульованих ринків і розбудова їх інфраструктури, запровадження інструментів захисту учасників цих ринків. Законопроект пропонує концепцію розподілу регульованих ринків на: регульований фондовий ринок, регульований товарний ринок, регульований грошовий ринок, регульований ринок деривативів [54].

2. Нерозвиненість ринків базових активів. Це пов'язано з практичною відсутністю організованих і ліквідних біржових товарних ринків енергоносіїв, сільгосппродукції і металів. Сьогодні на українському фондовому ринку переважають ПФІ з фондовими і валютними базисними активами, а не процентні фінансові деривативи, які властиві розвинутих ринкам.

3. Недостатній рівень розвитку відповідної інфраструктури, зокрема ефективного клірингу та інституту маркет-мейкінгу.

4. Відсутність у більшості господарюючих суб'єктів практичного інтересу до здійснення угод із похідними фінансовими інструментами, що пов'язано з низьким рівнем поінформованості суб'єктів господарювання про операції з деривативами.

5. Переважання на ринку деривативів спекулянтів, оскільки практика хеджування ризиків із використанням фінансових деривативів поки не властива більшості учасників ринку.

Подальший розвиток цивілізованого ринку деривативів, на нашу думку, повинен відбуватися за такими напрямками:

- досягнення стабільних темпів економічного зростання, створення на цій основі умов для розвитку ринку деривативів і забезпечення зворотного впливу цього ринку на економічні процеси;

- розроблення, прийняття і реалізація законодавчих актів, що відповідають сучасним умовам розвитку ринку деривативів України й адаптовані до європейських та світових стандартів;

- розвиток відповідної до умов України інфраструктури ринку, що сприяє підвищенню ліквідності похідних фінансових інструментів;

- створення умов для активної участі на ринку деривативів як індивідуальних, так і інституціональних інвесторів, які за рахунок своїх заощаджень можуть збільшувати потенціал інвестування в економіку;

- розширення спектру інструментів ринку деривативів;

- запровадження нових механізмів захисту учасників ринку шляхом застосування інституту ліквідаційного нетінгу, який сприяє зменшенню ризиків та вивільненню капіталу;

- забезпечення достатньої поінформованості інвесторів для відродження культури поведінки на ринку, культури відповідальності, це, своєю чергою, відродить довіру до ринків деривативів;

- сприяння розвитку конкурентного ринку послуг рейтингових агентств;

- забезпечення оптимального поєднання ринкових механізмів, саморегулювання та державного регулювання процесів, які відбуваються на ринку похідних цінних паперів з урахуванням його національних особливостей та глобального характеру світового ринку деривативів.

2.3 Динаміка розвитку світового ринку деривативів

На сьогодні біржовий ринок виконує дуже суттєву функцію і є надзвичайно важливим центром ціноутворення та інвестування. Наростання процесів глобалізації економіки і багатьох фінансових операцій відіграли важливу роль у перетворенні біржового ринку в базове джерело розміщення капіталів на рівні з традиційними інвестиційними активами. Внаслідок нестабільності та суттєвої волатильності на світових ринках, з'являються необхідні умови для функціонування і розробки нових ефективних стратегій для впровадження біржових інструментів для захисту від несприятливих змін на ринку і отримання високих прибутків.

Нині майже весь біржовий оборот на міжнародному ринку – 98 %, забезпечується діяльністю п'ятдесяти бірж, а саме 84 % обороту припадає на біржі США, 8 % – біржі Великобританії, 6 % – Японії і 2 % – біржової структури інших країн. Стосовно країн із розвинутою економікою, то в них біржова діяльність зазнає достатньо кардинальних змін, які у свою чергу, пов'язані з оновленням технічного та інформаційного сектору. Як результат, впровадження інструментів біржового ринку поширюється на дуже велику кількість учасників: починаючи від трейдерів та фінансових компаній та на товаровиробників. На сьогодні міжнародний біржовий обіг набув дуже масштабних розмірів: щодня здійснюються операції на трильйони доларів. За рік укладається понад 25 млрд угод. Відчутними темпами зростає фінансовий сектор завдяки домінуванню та залученню спекулятивного капіталу.

Аналіз свідчить, що в територіальному аспекті, домінує Азіатсько-Тихоокеанський регіон, в якому ведуть діяльність одні з найбільших у світі бірж, на які припадає понад третини угод у цілому. Навіть країни Азії, у своєму бурхливому розвитку випередили Сполучені Штати Америки.

Як зазначалось вище біржі знаходяться в США, але динаміка вказує на зростання бірж саме таких країн, як Індія, Китай. Рейтинг найбільших міжнародних бірж очолює Чиказька біржа CME Group, але за останні роки на другу позицію вийшла Національна фондова біржа Індії, яка потіснила Європейську біржу EUREX.

Останні двадцять років одним із найбільш поширених джерел розміщення капіталів, крім інвестицій, є також боргові зобов'язання, цінні папери і звичайно – деривативи. Нині домінують деривативи, адже основним базовим активом є інструменти фондового і, відповідно валютного ринку. Динаміку світової біржової торгівлі за 2004–2017 рр. наведено на рис. 2.10.



Рис. 2.10 – Динаміка світової біржової торгівлі, 2004–2017 рр. [59]

Слід наголосити, що дуже висока ліквідність на ринку, розвинені біржові інструменти та інфраструктура, клірингові структури забезпечують виконання укладених угод. Аналіз динаміки торгівлі фінансовими інструментами свідчить, що в 2017 р. найбільше зростання помічено у групі фінансових інструментів на відсоткові ставки (+12,9 %). Динаміку структури світової біржової торгівлі за видами активів відображено на (рис. 2.11).



Рис. 2.11 – Динаміка структури світової біржової торгівлі за видами активів, млрд контрактів, 2010–2017 рр. [59]

Така ситуація пов’язана з тим, що після відомої кризи 2008 р. і до останніх років найбільшими наслідками було скорочення саме відсоткових інструментів.

Якщо стисло охарактеризувати фінансові інструменти, то слід відзначити, що у реальній практиці вони відіграють лише строковий характер. Тому можна стверджувати, що міжнародні біржі вже давно відійшли від реальної поставки активів.

Якщо оцінювати світову торгівлю похідними фінансовими інструментами у 2017 р. за географічними даними, то найбільшу активність виявили біржі Північної Америки та Азійсько-Тихоокеанського регіону (рис. 2.12).

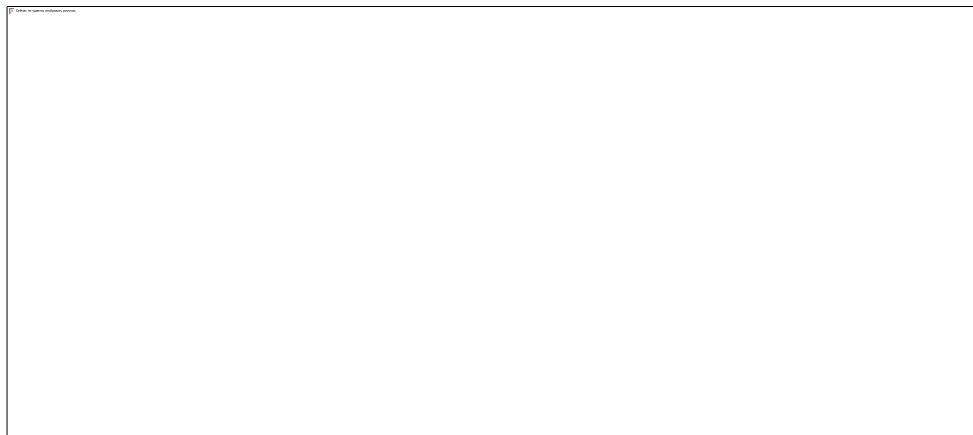


Рис. 2.12 – Структура світового біржового ринку деривативів за географічними регіонами у 2017 р. [59].

Якщо розглядати структуру світового ринку деривативів, то можна додати, що впродовж останніх п'яти років за основними позиціями біржі Північної Америки випередили Азійсько-Тихоокеанські, до цього регіону входять Китай, Індія, Корея та Сінгапур. Досить значну частку – 39 %, має Азійський регіон, а Північна Америка займає другу позицію – відповідно 33 %. Частка Європи у 2017 р. – лише 19 %. Відповідна динаміка світової торгівлі пояснюється тим, що в 2017 р. суттєво зростали обсяги торгівлі ф'ючерсними контрактами – до 15,89 млрд контрактів. У свою чергу, торгівля опціонами мала 9,32 млрд контрактів (-9,5 %). Простеживши найпоширеніші тенденції розвитку торгівлі похідними фінансовими інструментами, можна дійти висновку, що основними інструментами на сьогодні є ф'ючерси й опціони, а форварди поступово відходять на позабіржовий ринок. Найвиразнішою на біржовому ринку за останнє десятиріччя є тенденція до зростання частки товарних деривативів, що пов'язано з більшою зацікавленістю даними видами інструментів.

Слід зауважити, що в даний час характерним є зменшення кількості бірж, товарообіг яких був не великим практично весь товарообіг відбувається на кількох біржах. Це пов'язано з тим, що основна частина бірж територіально розміщена в зонах концентрації та споживання товару. Так, на товарних біржах обсяги контрактів, кінцевою метою яких є реальне постачання товару, незначні, але біржові ціни є більш оперативними та широко використовуються при визначенні контрактних цін.

За даними Futures Industry Association, можемо визначити провідних 10 бірж за кількістю укладених угод у 2017 р. за допомогою діаграми (рис. 2.13).

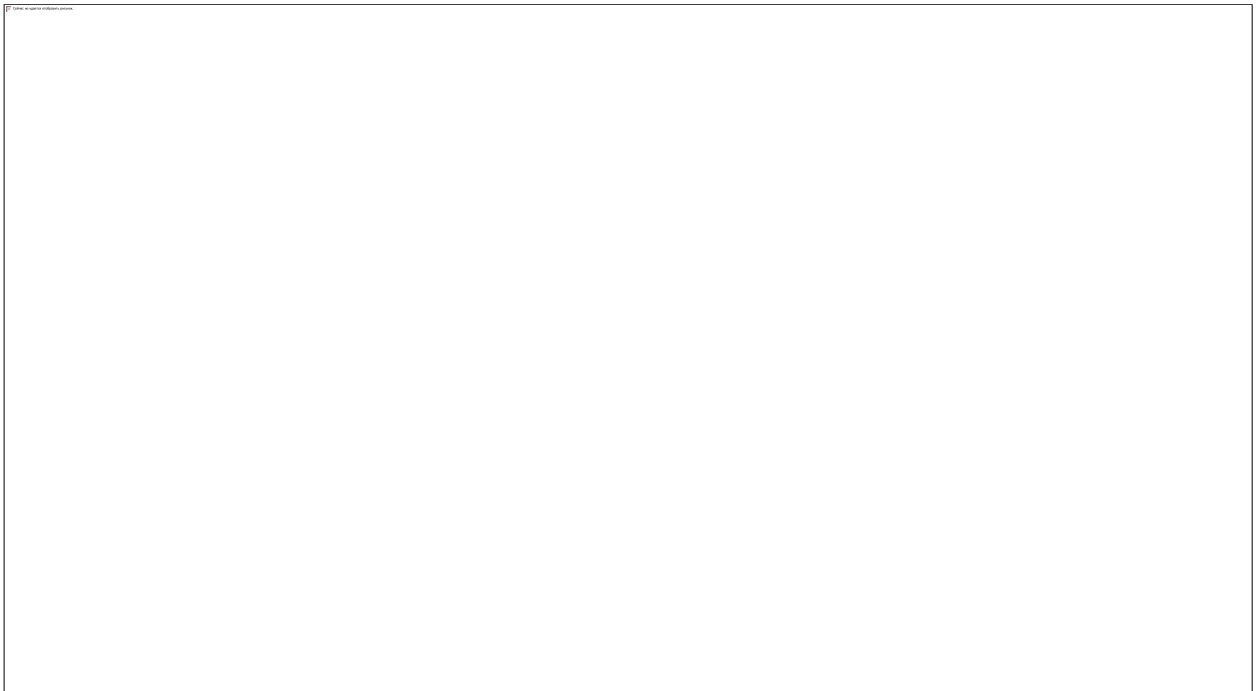


Рис. 2.13 – Топ-10 світових бірж за кількістю укладених угод у 2017 р., тис. угод [59].

CME Group вже тривалий час вважається найбільшою міжнародною біржею світу за обсягом торгів. Наприклад, у 2017 р. вони зросли до 3,94 млрд угод, що на 11,6% більше, ніж у попередньому році. Щодо найбільшої фондової біржі Індії, то вона дещо втратила свої позиції – загальний обсяг знизився на 30,1% до 2,12 млрд, що пов’язано з падінням індексу акцій на продовольчі товари. Діяльність на Лондонській біржі, навпаки, зросла за рахунок збільшення обсягів торгівлі на ф’ючерси і короткострокові відсоткові ставки.

На товарних ринках домінуючими у торгівлі інструментами на продукцію, товари вже тривалий час залишаються біржі США, на частку яких припадає понад половини світової біржової торгівлі.

У 2016 р. торгова активність на біржах Північної Америки зросла до 8,59 млрд контрактів, а в 2017-му – до 8,89 млрд доларів. Тимчасом загальний обсяг в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні знизився з 9,18 млрд у 2016 р. до 8,81 млрд у 2017 р. Європа збільшила його до 5,18 млрд а в Латинській Америці –

до 1,62 млрд. Насправді Північна Америка та Європа є лідерами щодо загальної кількості торгів у цих регіонах.

Обсяги торгівлі деривативами з одноразових угод переросли у щоденні потоки ділових операцій, які вимірюються в трильйонах доларів США (табл. 2.4).

Таблиця 2.4 – Структура світової торгівлі деривативами за видами базових активів, 2017 р., млрд угод [51]

Біржовий сектор	2015 р.	Структура	2016 р.	Структура	2017 р.	Структура
Фондові індекси	8,339	33,63	7,118	28,22	7,515	29,82
Цінні папери	4,944	19,94	4,557	18,07	4,754	18,87
Відсоткові ставки	3,251	13,11	3,514	15,73	3,967	15,74
С/г продукція	1,41	5,69	1,932	5,18	1,306	5,18
Енергоресурси	1,639	6,61	2,214	8,78	2,171	8,62
Валюта	2,797	11,28	3,077	12,20	2,984	11,84
Кольорові метали	1,28	5,16	1,877	7,44	1,74	6,91
Дорогоцінні метали	0,316	1,27	0,321	1,27	0,279	1,11
Інші види	0,82	3,31	0,615	2,44	0,479	1,90
Всього	24,796	100	25,22	100	25,198	100

Торгівля в 2016 р. склала 3,52 млрд контрактів, встановивши новий рекорд цієї категорії зі збільшенням до 3,97 млрд контрактів у 2017 р. Що майже на 24% перевищило рівень обсягу торгів на процентних ставках у 2008 р. (рік фінансової кризи).

Однією з особливостей цієї тенденції була головна роль, яку відіграли добре впроваджені стандартні процентні контракти в Європі та Північній Америці. Протягом останнього десятиріччя більша частина зростання в цій галузі припадає на нові контракти або ринки, що розвиваються. Цього разу зростання відбулося за рахунок контрактів, які існували протягом багатьох років, що зумовлює більший інтерес до використання цих контрактів для управління ризиками. Наприкінці 2017 р. загальний відсоток у ф'ючерсах та опціонах на відсоткові ставки становив 159,2 млн, що на 22,8% більше, ніж наприкінці 2016 р. Це був найвищий рівень, якого досягала ця галузь.

Враховуючи цей підйом ймовірно, що торгівля процентними ставками та ф'ючерсами продовжуватиме зростати у 2018 р.

Світова біржова торгівля є однією з головних форм оптової торгівлі, про що свідчать обсяги біржових доручень і номенклатура біржових товарів. Оцінювання поточного стану світового біржового ринку засвідчує про щорічне зростання обсягів торгів, яке дещо уповільнилося в останні два роки, що пов'язано з кризовим станом світової фінансової системи.

За даними Futures Industry Magazine, світовий обсяг біржової торгівлі становить 25,2 млрд контрактів (табл. 2.5).

Таблиця 2.5 – Кількість укладених угод на світовому біржовому ринку, млрд од. [51]

Вид контракту	Рік					2017/2013, %
	2013	2014	2015	2016	2017	
Ф'ючерси	12,22	12,14	14,48	15,89	14,87	121,7
Опціони	9,43	9,69	10,32	9,33	10,36	109,9
Всього	21,65	21,83	24,80	25,22	25,23	116,5

Торгівля ф'ючерсами постійно зростає у всіх регіонах і в 2016 р. досягла рекордної позначки – 15,89 млрд контрактів, на відміну від торгівлі цінними паперами, починаючи з 2011 р. Однак у 2017 р. спостерігається зменшення торгівлі ф'ючерсами до 14,87 млрд контрактів. Щодо торгівлі опціонами, то в 2017 р. простежується тенденція до збільшення торгів: у 2016 р. 9,33 млрд і в 2017 р. 10,35 млрд контрактів.

Світові біржі нині є потужними центрами ціноутворення, які являють собою перспективну сферу інвестування капіталів та трансферту товарних і фінансових потоків. Зростаюча волатильність міжнародних фінансових і товарних ринків, а також наявність прогнозованих ринків деривативів забезпечує нові можливості у розробці стратегій, необхідних для захисту від небажаних змін ринкової кон'юнктури й отримання прибутків. Завдяки цьому активне використання інструментів ринку деривативів зумовило швидке зростання інвестиційних засобів на цих ринках [45].

Висновки до розділу 2

Ринок похідних фінансових інструментів (деривативів) в Україні, в процесі своєї еволюції знаходиться на другому етапі розвитку. Перший етап (1994–2009 рр.) – це етап фактичного зародження, формування ринку деривативів. Усі ці процеси в Україні відбувалися в складних умовах: довготривала економічна криза; відсутність розвинутого вторинного ринку, передусім біржового; незначний обсяг торгів деривативами; несвоєчасне формування та недосконалість законодавчої бази. Фактично ринок похідних цінних паперів почав свій розвиток у 2010 р., коли розпочалися торги ф'ючерсними контрактами на індекс UX на Українській біржі. Починаючи із цього року спостерігається зростання обсягів укладених контрактів із похідними фінансовими інструментами. Аналіз свідчить про активізацію торгів на біржовому строковому ринку протягом 2010–2018 рр., причинами якої, на наш погляд, є запровадження фондовими біржами ПАТ «Українська біржа», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива»», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» нових технологій строкового ринку та суттєве розширення спектру похідних фінансових інструментів, а також зміни у Податковому кодексі України, зокрема запровадження з 1 січня 2013 року податку на позабіржові операції з деривативами при одночасній відсутності оподаткування біржових операцій з деривативами.

Водночас на основі аналізу стану та динаміки функціонування ринку деривативів можна констатувати, що він поки не відповідає потребам розвитку національної економіки, не виконує своєї головної функції – хеджування ризиків учасників ринку. Нагальні проблеми, що існують на ринку деривативів в Україні, заважають його розвитку – це незначні обсяги торгів деривативами, обмежена кількість похідних цінних паперів, недосконалість та відсутність спеціального нормативно-правового підґрунтя щодо регулювання випуску та обігу деривативів. Разом із тим перехід ринку деривативів на якісно новий

рівень залежить від вирішення проблемних питань та стимулювання подальшого його розвитку. Підвищення ефективності функціонування ринку деривативів в Україні дасть змогу запровадити міцну основу для довгострокового зростання економіки України та забезпечення стабільності її фінансової системи.

Аналіз основних характеристик провідних світових бірж свідчить про особливості історичного розвитку провідних бірж похідних цінних паперів та операційного статусу. Сучасні біржі працюють у широкому колі власників, за різних економічних та політичних умов. Світові біржі нині є потужними центрами ціноутворення, які розглядаються як перспективна сфера інвестування капіталів та трансферту товарних і фінансових потоків.

До основних інноваційних тенденцій на світовому біржовому ринку слід віднести: глобалізацію світових біржових ринків; суттєве зростання обсягу торгівлі; лібералізацію механізму торгівлі та регулювання; електронізацію всіх операцій на біржових ринках; вплив світової глобалізації ринків деривативів на активізацію розвитку цих ринків у країнах із перехідною економікою.

3 НАПРЯМИ РОЗВИТКУ РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ

3.1 Зарубіжний досвід регулювання ринку деривативів

Як свідчить аналіз фінансової кризи 2007–2008 рр. ринок ПФІ має суттєвий рівень загроз як на рівні окремо взятої держави, так і на рівні глобальної економіки. Саме тому сучасне функціонування похідних фінансових інструментів неможливе без дієвих фінансово-інституційних механізмів сукупного впливу на його архітектоніку та поведінку учасників.

У регулюванні фінансового ринку виділяють три підходи: фінансовий лібералізм (регулювання провадиться виключно саморегулювними організаціями), фінансовий консерватизм (надання широких регулятивних повноважень відповідним державним органам контролю та нагляду) та поміркований лібералізм (державним органам дозволяється здійснювати мінімальне втручання у функціонування фінансових інститутів шляхом створення загальних умов для їх діяльності, обмеження рівня системного ризику тощо). Відповідно до зазначених підходів виділяють такі моделі регулювання ринку ПФІ: (табл. 3.1).

Таблиця 3.1 – Світовий досвід застосування моделей регулювання фінансовим ринком [9 ; 27]

Модель	Країна	Кількість органів
Мегарегулятора	Австрія, Бельгія, Данія, Ірландія, Казахстан, Латвія, Мальта, Німеччина, Польща, Словаччина, Угорщина, Швеція, Чеська Республіка, Естонія, Швейцарія	1
Секторна	США	5
	Італія, Кіпр, Румунія, Франція	4
	Білорусь, Греція, Іспанія, Китай, Литва, Португалія, Росія, Словенія, Україна	3
	Болгарія, Люксембург, Фінляндія	2
Перехресна	Італія, Франція	4
	Австралія, Португалія, Великобританія	3

Сьогодні близько третини суверенних держав застосовують модель єдиного регулятора у фінансовому секторі. Однією з країн, де використовується модель мегарегулятора, є Німеччина. У ролі такого мегарегулятора виступає Федеральне відомство фінансового нагляду (Federal Financial Supervisory Authority – (BaFin)). BaFin здійснює нагляд за діяльністю кредитних інститутів, страхових компаній, компаній, які займаються торгівлею цінних паперів, і компаній, що надають фінансові послуги. Діяльність відомства контролюється Міністерством фінансів Німеччини та фінансується цілком із відрахувань компаній, за якими здійснює нагляд. При цьому, незважаючи на створення мегарегулятора, Бундесбанк (Німецький федеральний банк) відповідно до Закону про кредитну систему несе відповідальність за стабільність фінансової системи і здійснює контроль над кредитними інститутами та установами з надання фінансових послуг.

Велика популярність моделі мегарегулятора пов'язана з рядом таких переваг, що виникають у процесі її використання, як:

- нагляд за діяльністю фінансових конгломератів, регулювання якої потребує здійснення оцінки ризику на консолідованій основі [6];
- забезпечення конкурентної нейтральності між банками, страховими компаніями, фірмами;
- запобігання регуляторним «перекосам» та дублюванню функцій;
- забезпечення регуляторної гнучкості;
- підвищення ефективності (економія від масштабу) шляхом скорочення операційних витрат [12];
- подолання фрагментарності та непослідовності нормативної бази [27];
- уніфікований підхід до різних типів фінансових інститутів, що забезпечують прозорість регуляторної системи;
- моніторинг за всією фінансовою системою, оперативне реагування на різноманітні обставини та ризики й запровадження необхідних заходів;

- стимулювання співпраці та налагодження контактів з бізнесом та міжнародними організаціями, а також з державними органами зарубіжних країн [22].

Незважаючи на явні переваги, модель єдиного регулятора не позбавлена суттєвих недоліків, які пов'язані з існуванням ризику недотримання балансування між різними цілями регулювання [32], негнучкості та бюрократизації мегарегулятора [34], ризику створення регуляторної монополії та захоплення регулювання [9], ризику обмеженості синергетичного ефекту в результаті відсутності необхідних змін організаційного характеру, морального ризику [61].

Через існування значної кількості недоліків, пов'язаних з використанням моделі єдиного регулятора, на сьогодні спостерігається тенденція переходу до перехресної моделі регулювання ринку похідних фінансових інструментів. На особливу увагу заслуговує досвід застосування цієї моделі у Франції, оскільки саме за участі цієї країни в Україні створено Першу фондову біржу, розвивається Національний депозитарій України. Також саме у цієї держави запозичено інформаційні технології для роботи зберігачів, які застосовуються сьогодні в нашій державі [60].

Основною характерною рисою французької моделі є розпорошеність системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів:

- Відомство з фінансових ринків (Autoritedes Marches Financiers – (AMF)) – відомство, яке має статус незалежного державного органу, наділеного повноваженнями з регулювання і контролю на фінансовому ринку, включаючи моніторинг і регулювання діяльності учасників ринку та контроль за дотриманням вимог розкриття ними інформації при випуску цінних паперів, розробка загальних правил проведення операцій з цінними паперами, розслідування та застосування санкцій, за винятком ліцензування;

- Комітет кредитних установ та інвестиційних підприємств (Comitedes Etablissementsde Creditetdes Entreprises D'Investissement – (CECEI)) – орган

регулювання, який здійснює ліцензування банків і професійних учасників ринку цінних паперів;

- Комітет з регламентації діяльності банків та інших фінансових організацій (LeComitedelaReglementationBancaireetFinanciere – (CRBF)) – орган регулювання, який встановлює пруденційні норми і вимоги, що забезпечують контроль за ризиками та добросовісну конкуренцію між банківськими та небанківськими організаціями. Також встановлює правила проведення операцій з цінними паперами;

- Банківська комісія (LeComitedesBancaire – (CB)) – це підрозділ Центрального банку Франції, що здійснює нагляд за банками, в тому числі за здійсненням операцій на ринку цінних паперів банками та небанківськими фінансовими компаніями, за банками як кредитними організаціями.

При цьому провідна роль у регулюванні фондового ринку належить Відомству з фінансових ринків, яке було створене шляхом об'єднання Ради з фінансових ринків (CMF), Комісії з біржових операцій (COB) та Дисциплінарної ради з питань портфельного управління (CDGF).

Основними перевагами моделі перехресного регулювання ринку похідних фінансових інструментів є: нівелювання морального ризику; запобігання створенню регуляторної монополії; розробка якісних функціональних нормативних документів; здійснення індивідуального підходу до різних типів фінансових інститутів.

Недоліками цієї моделі можна назвати такі: фрагментарність і непослідовність нормативної бази; ризик лобювання інтересів різних груп суб'єктів; недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами тощо [60].

Модель секторного регулювання застосовується в США. Слід відмітити, що модель регулювання ринку похідних фінансових інструментів США одна з найбільш специфічних, оскільки фінансовий сектор цієї країни характеризується відсутністю єдиного регулятора і високою роллю інфраструктурних інститутів на фондовому ринку.

На сьогодні основним органом, який здійснює нагляд і регулювання американського ринку похідних фінансових інструментів, є Комісія з цінних паперів і бірж (United States Securities and Exchange Commission – (SEC)).

Комісія володіє повноваженнями цивільного правозастосувального органу, спрямовуючи їх проти приватних осіб і компаній, які порушують закони про цінні папери. Комісія має право вилучати прибуток, отриманий нелегальним шляхом, визначати розміри штрафів, забороняти проводити операції з цінними паперами. Коли ж постає питання про карне переслідування, то SEC співпрацює з міністерством юстиції США, Федеральним бюро розслідувань або прокуратурами штатів.

У результаті активного використання та зростання економічної значимості ринку ф'ючерсних та опціонних контрактів як інструментів перерозподілу фінансових ризиків перед Урядом США постала проблема, вирішення якої вимагало або розширення компетенції Комісії з товарних бірж або створення нового незалежного агентства. Так, в 1974 р. було створено незалежне федеральне агентство – Комісія з біржової ф'ючерсної торгівлі (Commodity Futures Trading Commission – (CFTC)), основними завданнями якої є захист інтересів учасників ринку та забезпечення відкритого, конкурентного, прозорого ф'ючерсного ринку.

Так, цим законом було визначено такі аспекти співпраці CFTC та SEC:

- CFTC взаємодіє з федеральними банківськими установами і SEC з питань взаємодії клірингових організацій на ринках деривативів та інших ринках;

- спільним рішенням CFTC і SEC або Ради керуючих федеральної резервної системи встановлюється розмір маржі для фондових ф'ючерсів;

- спільними рішеннями CFTC та SEC може бути:

- 1) знята заборона на торгівлю опціонами на фондові ф'ючерси після закінчення трирічного терміну, встановленого Законом про модернізацію 2000 р.;

- 2) створена національна система торгівлі фондовими ф'ючерсами;

3) встановлені вимоги до фондових індексів, що формуються на іноземних біржах, протягом одного року з моменту набуття чинності Закону про модернізацію 2000 р.;

4) прийняті правила, що дозволяють американським громадянам та юридичним особам здійснювати операції з фондовими ф'ючерсами на закордонних торговельних майданчиках.

Незважаючи на введення системи подвійного регулювання відносно ф'ючерсів на акції, Комісія зі строкової біржової торгівлі (CFTC) має пріоритет у регулюванні ринку ф'ючерсів на акції:

- має право заборонити так звану подвійну торгівлю ф'ючерсами на акції, тобто одночасну торгівлю брокером ф'ючерсами на акції для своїх клієнтів і для себе особисто;

- CFTC розглядає і схвалює (або не схвалює) зміни в правилах торгівлі ф'ючерсами на акції бірж, що пройшли спрощену реєстрацію в SEC;

- SEC не може схвалити (або не схвалити) правила торгівлі ф'ючерсами на акції без консультацій і врахування думки CFTC;

- системи торгівлі похідними інструментами (новий, відмінний від бірж, вид організаторів торгівлі, діючий і на ринку ф'ючерсів на акції) повністю попадають у сферу юрисдикції CFTC;

- включення до переліку базових активів ф'ючерсів на цінні папери інших цінних паперів (крім звичайних акцій та фондових індексів з вузькою базою) можливе тільки на підставі спільного рішення CFTC і SEC [68].

Окрім основних державних органів регулювання (CFTC та SEC) опосередковано регулювання на ринку похідних фінансових інструментів в США здійснюють також Рада зі стандартів фінансового обліку (Federal Accounting Standards Advisory Board – (FASB)).

Сучасна система регулювання ринку похідних фінансових інструментів США має два вертикальні рівні: перший рівень становлять державні органи регулювання (CFTC, SEC, IASB та FASB), а другий – саморегульованими організаціями професійних учасників ринку.

На другому рівні функціонує два типи саморегулювальних організацій:

- саморегулювальні організації першого типу – (Національна ф'ючерсна асоціація (National Futures Association – (NFA)) та Національна асоціація фондових дилерів (National Association of Securities Dealers – (NASD)) – здійснюють регулювання відносин між учасниками ринку цінних паперів та їхніми клієнтами при вирішенні проблем загального характеру, тобто тих, які стосуються діяльності на біржовому, позабіржовому та інших ринках;

- саморегулювальні організації другого типу – Нью-Йоркська фондова біржа (New York Stock Exchange – (NYSE)), National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ), National Securities Clearing Corporation (NSCC), Depository Trust Company (DTC), Option Clearing Corporation (OCC) та ін. – здійснюють організацію та регулювання відносин між професійними учасниками ринку цінних паперів під час здійснення ними тієї чи іншої діяльності на ринку похідних фінансових інструментів.

Отже, модель першого типу передбачає на основі чинного законодавства делегування регулювальних повноважень саморегулювальних організацій щодо регулювання та контролю за діяльністю брокерів, дилерів, трейдерів та бірж. При цьому більш важливі регулювальні функції стосовно регулювання та контролю ринку належать відповідним державним органам. Натомість інфраструктурним саморегулювальним організаціям повноваження делегують безпосередньо учасники ринку, які передають частину своїх прав біржам, депозитаріям, кліринговим організаціям з метою кращої організації торгівлі та розрахунків на ринку похідних фінансових інструментів (рис. 3.1).

Основними перевагами застосування моделі секторного регулювання ринку похідних фінансових інструментів є можливість:

- забезпечення високого рівня компетенції та обізнаності наглядового органу кожного з секторів зі специфікою та особливостями їх функціонування;
- розробки якісних функціональних нормативних документів [69];
- нівелювання морального ризику;
- нейтралізації бюрократизації в системі регулювання;

- запобігання створенню регуляторної монополії.

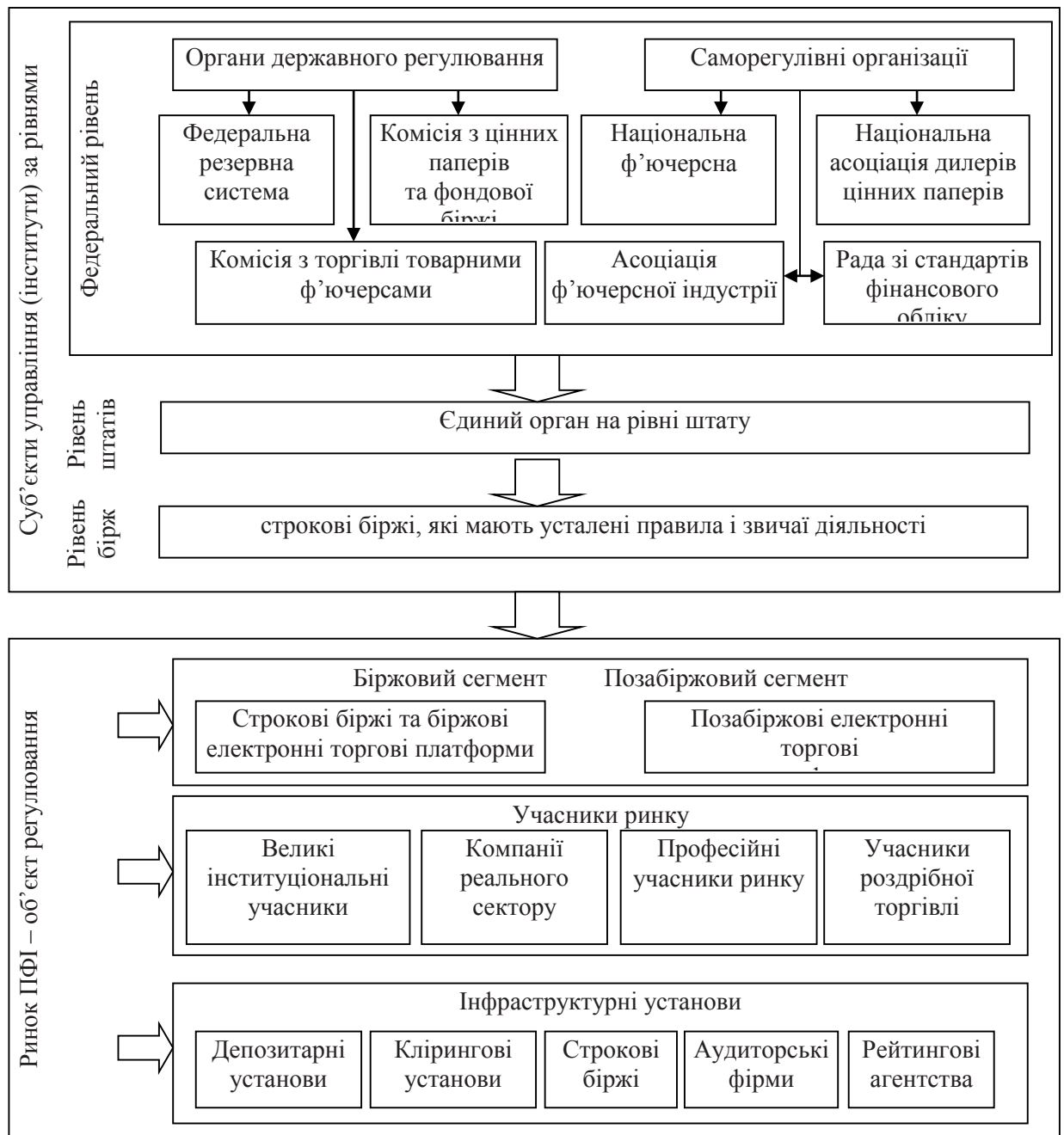


Рис. 3.1 – Інституціональна структура регулювання ринку похідних фінансових інструментів у США

Натомість недоліками використання цієї моделі є:

- зростання складнощів при здійсненні класифікації та оцінці фінансових інструментів та ризиків;

- можливість зростання кількості наглядових і регулюючих органів та витрат на їх утримання;

- недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами тощо [51];

- фрагментарність і непослідовність нормативної бази;

- відсутність співпраці між державними органами регулювання.

При цьому розглянуті моделі не є статичними, оскільки через зміну законотворчих процесів, світової кон'юнктури в окремо взятих країнах роль і значення регуляторів постійно змінюються.

З метою окреслення напрямків реформування сучасної системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів України здійснено аналіз можливості вирішення існуючих проблем вітчизняного ринку за допомогою відповідних моделей регулювання (табл. 3.2).

Таблиця 3.2 – Аналіз можливості вирішення проблем українського ринку похідних фінансових інструментів за допомогою відповідних моделей регулювання

Проблеми	Модель регулювання ринку похідних фінансових інструментів		
	Мегарегулятор	Секторна	Перехресного регулювання
1	2	3	4
Методологічні			
Встановлення зрозумілих для учасників ринку методів і моделей обліку, оцінки та розрахунків за похідних фінансових інструментів	+	+	+
Встановлення єдиних принципів побудови систем ризик-менеджменту, що базуються на використанні похідних фінансових інструментів	-	+	+/-
Контроль за ефективністю функціонування моделей депозитарного, клірингового, розрахункового	+	-	+/-

обслуговування на ринку похідних фінансових інструментів			
Дотримання балансу між цілями різних органів регулювання	+	-	+/-
Встановлення єдиних та прозорих вимог щодо регулювання	+	-	+

Продовження табл. 3.2

1	2	3	4
Інфраструктурі			
Підвищення рівня ліквідності ринків базових активів	+	+	+
Підвищення рівня прозорості ринків базових активів і похідних фінансових інструментів	+	-	+
Контроль за фінансовою поведінкою основних інститутів ринку	+	+/-	+
Інформаційні			
Забезпечення інформацією щодо торгових операцій та правопорушень на ринку похідних фінансових інструментів	+	-	+
Встановлення єдиних вимог до звітності учасників ринку похідних фінансових інструментів	+	-	+
Нормативні			
Усунення фрагментарності та суперечливості нормативно-правового поля	+	-	+
Відсутність єдиного підходу до понятійно-категоріального апарату, класифікації, порядку обігу та оподаткування операцій з похідних фінансових інструментів	+	-	+
Організаційні			
Усунення дублювання функцій органів регулювання	+	-	+
Зниження рівня бюрократизації	+	-	+
Встановлення чіткого розмежування регулювальних функцій між відповідними органами	+	+/-	+
Підвищення рівня оперативності та гнучкості реагування на критичні ситуації	-	+/-	+
Налагодження координації і взаємодії між наглядовими органами	+	-	+/-
Налагодження співпраці між державними органами регулювання	+	-	+
Налагодження співпраці між державними органами регулювання та саморегулювальними організаціями	+	+/-	+

Беручи до уваги проведений аналіз, ми вважаємо, що з метою побудови ефективної системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів слід застосовувати модель перехресного регулювання. На нашу думку, використання секторної моделі регулювання сприяє поглибленню існуючих проблем ринку похідних фінансових інструментів, а створення мегарегулятора

приведе до появи низки нових проблем, пов'язаних з низьким рівнем оперативного реагування на правопорушення на ринку, погіршенням дисципліни учасників, створенням регуляторної монополії, обмеженням синергетичного ефекту тощо. Натомість розмежування регуляторних повноважень, яке передбачає модель перехресного регулювання, дозволяє частково забезпечити переваги та нейтралізує ризики пов'язані з використанням інших двох моделей.

3.2 Формування моделі регулювання розвитку ринку деривативів в Україні

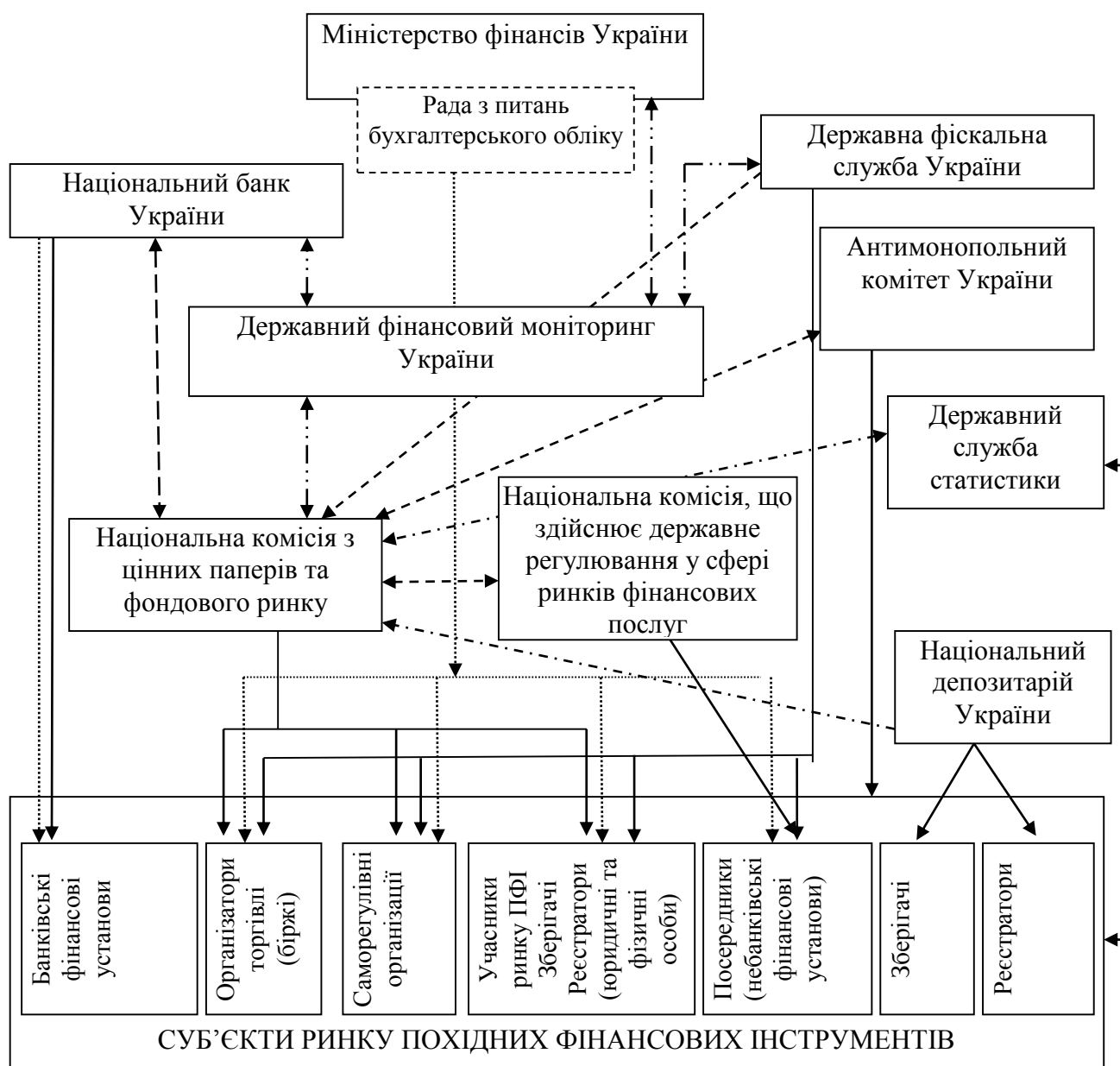
Виходячи з визначеної у попередньому підрозділі доцільності запровадження в Україні моделі перехресного регулювання ринку похідних фінансових інструментів визначимо заходи її адаптації у вітчизняну практику.

Слід відзначити, що експертами НБУ була розроблена так звана «Зелена книга» – «Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором України» [45]. У ній визначено чотири напрями рекомендацій з підвищення регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні, а саме:

- подальша розбудова існуючих регуляторів (НБУ, НКЦПФР, НКРРФП) шляхом посилення їх незалежності;
- створення окремого мегарегулятора;
- створення мегарегулятора при НБУ;
- запровадження діяльності двох окремих органів регулювання та нагляду (Служби фінансового нагляду при Національному банку, Регулятора фінансового ринку) [44].

Окрім першого варіанта реформування системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів, запропонованого експертами НБУ, інші передбачають зміну моделі регулювання. У свою чергу, дискусія щодо доцільності зміни моделі регулювання фінансового ринку України має двояку природу: по-перше, світова фінансова криза поставила перед регуляторами

складне завдання – забезпечення стійкості та прозорості фінансових ринків і систем за допомогою консолідованого нагляду і регулювання, що загалом також заохочується в нормах Базеля II і актуалізується при обговоренні Базеля III, з урахуванням інтеграційних намірів України; по-друге, передчасна консолідація регуляторів на несформованому ринку може викликати його ще більшу дестабілізацію і втрату існуючих нормотворчих здобутків [27]. Сучасна інституційна структура державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів наведена на рис. 3.2.



- Відносини регулювання
- ←····· Договірні відносини співпраці в галузі фінансового моніторингу ринку ПФІ
- Відносини інформаційного забезпечення
- Відносини щодо проведення фінансового моніторингу
- ←····· Договірні відносини співпраці в галузі регулювання ринку ПФІ
- Відносини щодо методологічного забезпечення

Рис. 3.2 – Сучасна інституційна структура державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів

Загалом, на нашу думку, ідея про створення мегарегулятора фінансового сектора України, що визначатиме єдину політику розвитку цього сектора і здійснюватиме його ефективне регулювання та макропруденційний нагляд, має право на існування. Проте ми вважаємо, що створення мегарегулятора є не лише передчасним рішенням, а й шкідливим в умовах нестійкого фінансового ринку України та ринку похідних фінансових інструментів.

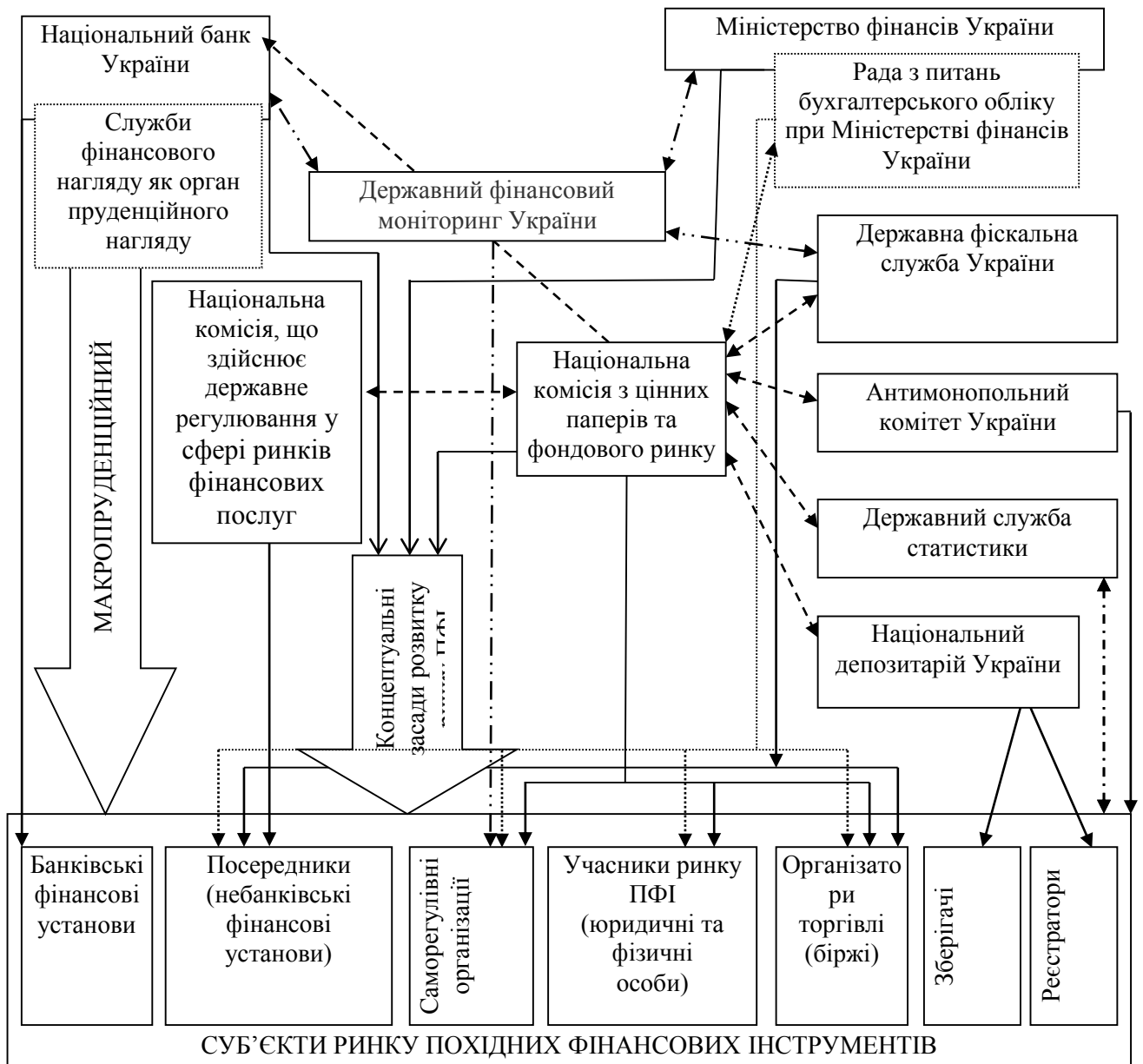
Беручи до уваги зазначене вище, ми вважаємо, що з метою побудови ефективної системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів слід застосовувати модель перехресного регулювання, оскільки, на нашу думку, використання секторної моделі регулювання сприяє поглибленню існуючих проблем ринку похідних фінансових інструментів, а створення мегарегулятора призведе до появи ряду нових проблем, пов'язаних з низьким рівнем оперативного реагування на правопорушення на ринку, погіршенням дисципліни учасників, створенням регуляторної монополії, обмеженням синергетичного ефекту тощо. Натомість розмежування регуляторних повноважень, яке передбачає модель перехресного регулювання, дозволяє частково забезпечити переваги та нейтралізує ризики, пов'язані з використанням двох інших моделей.

Крім цього, запровадження моделі перехресного регулювання дозволить отримати ряд переваг, а саме:

- вироблення уніфікованого підходу до регулювання та нагляду за учасниками ринку похідних фінансових інструментів;
- виключення можливості дублювання функцій органів регулювання;
- запровадження консолідованого нагляду за основними учасниками ринку похідних фінансових інструментів;

- анулювання ризику бюрократизації органу регулювання та нагляду;
- запровадження макропруденційного нагляду [3].

Базуючись на вказаних вище положеннях, нами запропоновано структуру системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів (рис. 3.3), що побудована за поширеною в світовій практиці моделлю перехресного регулювання.



- | | | | |
|---------|--|---------|--|
| —> | Відносини регулювання | ↔ | Договірні відносини співпраці в галузі фінансового моніторингу |
| —> | Створення концептуальних засад розвитку | — · · · | Відносини щодо проведення фінансового моніторингу |
| - · · · | Відносини інформаційного забезпечення | - - - | Відносини щодо методологічного забезпечення |
| ← - - - | Договірні відносини співпраці в галузі регулювання ринку ПФІ | | |

Рис. 3.3 – Запропонована інституційна структура державного регулювання ринку ПФІ на основі моделі перехресного регулювання

Удосконалена інституційна система регулювання ринку похідних фінансових інструментів передбачає існування двох незалежних регуляторів, а саме:

- Служба фінансового нагляду при Національному банку, яка здійснюватиме пруденційний нагляд як банківських фінансових установ, так і небанківських.

- Регулятор ринку ПФІ, який встановлюватиме правила та здійснюватиме нагляд за діяльністю на ринку, захист прав інвесторів і споживачів фінансових послуг, а також питання, пов'язані з конкуренцією на ринку.

При цьому, беручи до уваги специфіку функціонування та розвитку вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів, один орган не зможе ефективно здійснювати регулювання цього ринку, через що, на нашу думку, в ролі такого регулятора мають виступати кілька органів регулювання, які функціонуватимуть за інституційним принципом: банківських установ – НБУ, емітентів цінних паперів, у т.ч. компаній реального сектора, організаторів торгів, інфраструктурних інститутів – НКЦПФР, небанківських фінансових посередників – НКРРФП.

Слід відзначити, що однією з основних проблем існуючої системи регулювання є відсутність пруденційного нагляду. З метою усунення цього недоліку та уникнення ризику бюрократизації системи регулювання ми вважаємо за доцільне створення Служби фінансового нагляду при НБУ. На користь створення цієї служби саме при НБУ свідчить ще й те, що саме система банківського регулювання в Україні функціонує більш-менш ефективно, а НБУ має чималий досвід у здійсненні пруденційного нагляду за банківськими установами.

При цьому, правовою основою функціонування представленої системи може бути меморандум про співпрацю та комунікації державних органів з питань розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні, який визначатиме її склад, повноваження, особливості діяльності тощо. Слід відзначити, що саме створення подібних меморандумів разом із взаємним представництвом керівництва регуляторів у колективних органах, створенням робочих груп та неформальних контактів є одним із найбільш популярних у світовій практиці способів досягнення відповідного рівня обміну інформацією [7].

У свою чергу, функціонування цієї системи регулювання буде організовано за принципом міжвідомчих консультацій та інформаційно-статистичної діяльності. З метою повноцінної реалізації цього принципу на практиці необхідно впровадити елементи підзвітності й контролю у діяльність підсистеми, що становитиме, так би мовити, «скелет» цієї системи.

Основною ж метою функціонування системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів має бути розробка та впровадження концептуальних засад розвитку цього ринку.

Слід зазначити, що на сьогодні існує ряд проблем, які безпосередньо пов'язані з відсутністю органу, який відповідав би за розроблення політики всього фінансового сектора. Зіставляючи особливості функціонування фінансового ринку та функціональне призначення окремих органів виконавчої гілки, ми підтримуємо пропозицію щодо покладення відповідальності стосовно розроблення політики фінансового сектора на Міністерство фінансів України. Реалізація цієї пропозиції на практиці забезпечить ряд переваг:

- наявність стратегічного бачення щодо основних засад та напрямів подальшого розвитку фінансового сектора;
- відсутність ризику концентрації значних повноважень у рамках одного регуляторного органу;
- можливість запровадження єдиного інформаційного каналу щодо висвітлення спрямування політики та формування очікувань;

- можливість оперативного внесення змін у політику щодо фінансового сектора;

- краща взаємодія з іншими органами державної виконавчої влади [20].

При цьому, на нашу думку, доцільним є залучення Міністерства фінансів України до розробки концептуальних засад розвитку вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів, оскільки це забезпечить нівелювання ризику суперечності в розвитку фінансового ринку та його сегментів.

Основними перевагами створення цієї системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів є:

- забезпечення більш якісного нагляду та регулювання окремих сегментів вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів;

- відсутність ризику концентрації великої кількості повноважень у рамках одного регуляторного органу;

- сприяння розвитку ринку похідних фінансових інструментів та його складових завдяки зближенню регуляторів з відповідними сегментами ринку;

- відсутність потреби у додатковому фінансуванні з Державного бюджету;

- підвищення прозорості ринку шляхом систематичної публікації звітів щодо стану та розвитку ринку;

- покращення інформованості громадян щодо діяльності відповідних органів регулювання шляхом надання відповідної інформації в межах звітів про стан фінансового ринку в цілому;

- поліпшення взаємодії між органами регулювання ринку похідних фінансових інструментів;

- відсутність необхідності внесення значних змін до основних Законів з питань регулювання фінансового сектора щодо перерозподілу повноважень між органами;

- нівелювання ризику бюрократизації органів регулювання;

- забезпечення узгодження та координація дій органів регулювання в межах здійснення макро- та мікропруденційного нагляду за ринком похідних фінансових інструментів та його контрциклічного регулювання.

Крім того запропоновані заходи формування в Україні моделі перехресного регулювання ринку похідних цінних паперів дає можливість вирішити проблему запровадження системи макропруденційного нагляду.

Відповідно до вимог вітчизняного законодавства, державний нагляд здійснюється за принципом контролю на основі дотримання вимог діяльності фінансових установ. При цьому, розрізняють два взаємопов'язані рівні пруденційного нагляду: макро- та мікропруденційний.

Проте в Україні ще не створено чіткої системи оцінки системного ризику, а макропруденційний нагляд не здійснюється взагалі. До часткової реалізації такої діяльності як макропруденційний нагляд слід віднести розрахунки макроекономічних стрес-тестів та деякі із метаданих індикаторів фінансової стабільності, що створює НБУ у рамках Програми оцінки стійкості фінансового сектору, яку на теренах України реалізують світовий банк та Міжнародний валютний фонд разом із вітчизняним регулятором. У свою чергу, для забезпечення системної стійкості фінансового сектору в цілому цього недостатньо.

Окрім цього, у зв'язку з відсутності чіткої стратегії реорганізації системи регулювання та нагляду на макропруденційній основі, що пов'язано, в першу чергу, з відсутністю конкретних цілей, завдань, ресурсного забезпечення (фінансового, матеріального, кадрового), системи оцінки ризиків, системи відповідальності; розроблених етапів реалізації стратегії розвитку фінансової системи, чітко окреслених пріоритетів органів виконавчої влади тощо, вважаємо, доцільним, у першу чергу, проаналізувати міжнародний досвід побудови системи макропруденційного нагляду на прикладі США, Великобританії та ЄС.

Порівнюючи системи побудови макропруденційного нагляду США, Великобританії та ЄС, слід відмітити, що кожна з них має як переваги так і

недоліки. Так, у США позитивною рисою є створення макропруденційного регулятора, що об'єднує п'ять органів влади для досягнення спільної цілі на федеральному рівні. У свою чергу, негативним є існування великої кількості внутрішніх протистоянь, основною причиною виникнення яких є її складність. Натомість система нагляду ЄС враховує недоліки подібної системи, що функціонує в США. Проте основні функції нагляду залишаються закріпленими за національними органами, що не може позитивно впливати на ефективність функціонування такої системи. Основною перевагою системи регулювання та нагляду Великобританії є її простота, яка дозволяє макропруденційному органу безпосередньо керувати процесом у разі необхідності та приймати рішення щодо застосування тих чи інших інструментів.

Беручи до уваги той факт, що модель макропруденційного регулювання та нагляду ринку похідних фінансових інструментів зорієнтована на врахування усього спектру ризиків, спроможних породити виникнення системної кризи, запровадження макропруденційного нагляду передбачає у перспективі створення мегарегулятора. При цьому, на нашу думку, на сучасному етапі розвитку вітчизняного фінансового ринку запровадження єдиного регулятора є недоцільним. У зв'язку з цим, раціональним є на теренах України започаткувати діяльність двох окремих органів регулювання та нагляду, тобто модель перехресного регулювання. Проте в цьому випадку постає одне питання, який з існуючих органів регулювання ринку похідних фінансових інструментів уповноважити на здійснення макропруденційного нагляду?.

Так, у більшості країн (Словаччина, Словенія, Румунія, Чехія, Польща тощо), в т. ч. і в Україні, банківський нагляд здійснюють безпосередньо центральні банки, що дозволяє забезпечити зв'язок між макро- та мікропруденційними рівнями нагляду лише банківського сектору. При цьому, світова фінансова криза викрила слабкі місця фінансового регулювання та нагляду, наявність яких свідчить про необхідність системної роботи, що

охоплюватиме фінансовий сектор у цілому, а не підтримання платоспроможності окремих фінансових установ. У зв'язку з цим, переважна більшість центральних банків перейшли від системи мікропруденційного нагляду до макропруденційного, концепція якого була розроблена під егідою Банку міжнародних розрахунків у 2000–2006 рр. [8].

Ми підтримуємо, здійснити надання повноважень щодо здійснення макропруденційного регулювання фінансового сектору центральному банку і, вважаємо, доцільним реалізувати її і в Україні. Так, якщо відповідальність за макропруденційний нагляд закріплюється за НБУ, його корпоративна структура зазнає відповідних змін. У сучасній світовій практиці існує дві основні моделі організації макропруденційного регулювання та нагляду: вбудована (Румунія, Чехія, Польща тощо) та відокремлена (Нідерланди, Угорщина, Словенія тощо).

Беручи до уваги те, що макроекономічний аналіз здійснюється в іншому підрозділі (економічного або монетарного аналізу), мікропруденційний нагляд не завжди може бути доповнений макропруденційними заходами, що знижує ефективність регулювання в цілому. Крім того, поєднання функцій може звести реалізацію цілей макропруденційного нагляду до узагальнення ризиків окремих учасників фінансових ринків і негативно вплинути на системну процедуру оцінки моніторингу показників стійкості фінансового сектору. Аналогічна ситуація характерна і для функціонування підрозділу фінансової стабільності у складі департаменту з питань монетарної політики [9]. Враховуючи світовий досвід, наслідки світової фінансової кризи та існуючі ризики фінансового сектору, на нашу думку, ефективнішим є створення підрозділу фінансової стабільності як автономної структурної одиниці НБУ. Найбільш вдалим прикладом успішної діяльності окремого підрозділу із забезпечення фінансової стабільності системи в організаційній структурі центрального банку є Словаччина, де цей департамент підпорядкований безпосередньо Голові Народного банку Словаччини та відповідальний за підготовку Огляду фінансової стабільності [35].

Отже, на нашу думку, в Україні доцільно створити Службу фінансового нагляду при НБУ як орган пруденційного нагляду на фінансовому ринку в цілому і зокрема ринку похідних фінансових інструментів. Запропонована система пруденційного нагляду представлена на рис. 3.4.

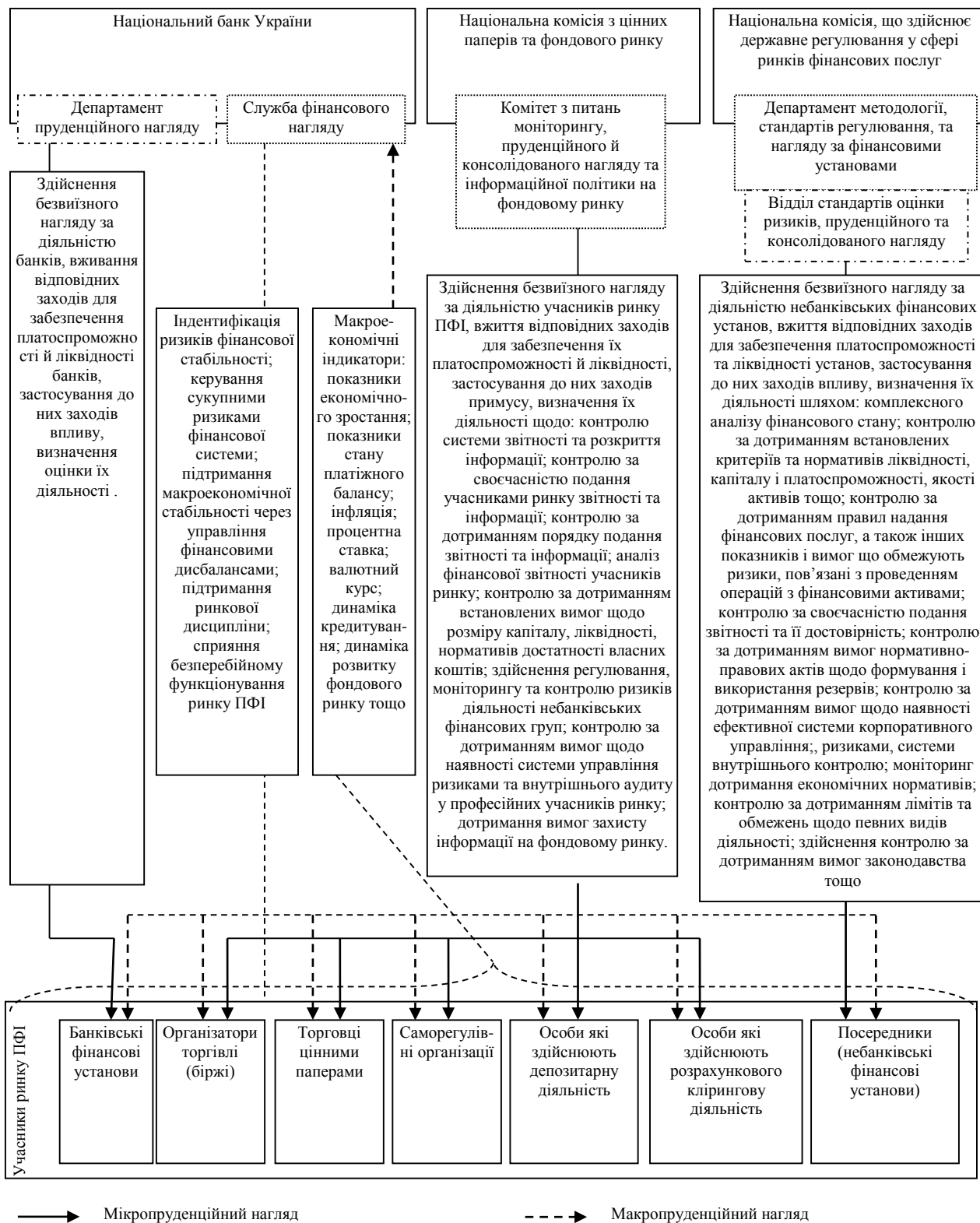


Рис. 3.4 – Запропонована система пруденційного нагляду

Слід відмітити, що створення цієї Служби при Національному банку України є найбільш вдалим із варіантів реформування діючої системи регулювання фінансового ринку і не суперечить існуючому у світі вектору розвитку моделей регулювання цього ринку.

У запропонованій системі об'єктами макропруденційного нагляду є відносини між фінансовими посередниками, учасниками, інфраструктурою цього ринку, а також між фінансовим сектором економіки та реальною економікою.

Основними завданнями макропруденційного нагляду ринку похідних фінансових інструментів є:

- підтримка стійкості фінансової системи перед агрегованим впливом шоків на ринок похідних фінансових інструментів;
- обмеження надлишкових фінансових ризиків фінансової системи;
- згладжування фінансового циклу шляхом запобігання формуванню "мильних бульбашок" на ринках фінансових активів, які несуть потенційну загрозу стійкості фінансової системи в цілому та ринку похідних фінансових інструментів зокрема, або мають істотні негативні ефекти для нефінансового сектора.

Беручи до уваги той факт, що між рівнями пруденційного нагляду існує тісний зв'язок, з метою побудови ефективної системи макропруденційного нагляду негайного рішення вимагає проблема пов'язана з відсутністю комплексної системи мікропруденційних вимог.

На сьогодні в чинних та проектних нормативних актах пруденційні вимоги не дозволяють мінімізувати основні ризики, врахувати особливості діяльності відповідних учасників ринку похідних фінансових інструментів, забезпечити стійкість ринку.

На нашу думку, з метою побудови ефективної системи мікропруденційного нагляду необхідно розробити для кожного суб'єкту

нагляду (банківські фінансові установи; торгівці цінними паперами та їх похідними; організатори торгів; саморегульовані організації; особи, що здійснюють депозитарну діяльність; особи, що здійснюють розрахунково-клірингову діяльність та особи, які надають певні фінансові послуги) систему пруденційних вимог, сукупність яких можна розділити на декілька груп, а саме: фінансовий леверидж, ризик ліквідності, ринковий ризик, кредитна експансія (кредитний ризик), ризик інвестування, взаємозалежність системоутворюючих гравців ринку та організаційні.

Запропонована нами система пруденційних вимог навідрізню від існуючої має наступні переваги:

- відповідає принципам інформативності, суттєвості та достатності;
- має цільовий характер, оскільки кожна з груп спрямована на вирішення конкретної проблеми (наприклад, забезпечення фінансової стійкості тощо) або мінімізацію відповідних ризиків;
- враховує специфіку кожного окремого учасника ринку похідних фінансових інструментів.

При цьому, слід відмітити, що макропруденційний нагляд має можливість враховувати ті аспекти, які, як правило, ігноруються мікропруденціальним регулюванням (наприклад, враховує інтереси системоутворюючих учасників та взаємозв'язки між ними та іншими учасниками).

У свою чергу, на відміну від мікропруденційних норм, які для всіх суб'єктів є рівними, інструментарій макропруденційного нагляду має декілька особливостей:

- передбачається встановлення більш високих норм та стандартів для інститутів, ринків та інструментів, які є ключовими для не тільки для ринку похідних фінансових інструментів, а й для фінансової системи в цілому, що дозволяє створити буфер капіталу та ліквідності і не залежати від грошової допомоги або фіскальної влади;

- норми макропруденційного нагляду повинні носити динамічний характер, що дозволить фінансовим інститутам протистояти дисбалансам на ринках фінансових активів.

Висновки до розділу 3

Дослідження світового досвіду регулювання ринку похідних фінансових інструментів та моделей регулювання дозволяють виокремити модель перехресного регулювання як найбільш адекватної моделі. Оскільки саме вона дозволить урахувати основні недоліки існуючої української системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів (недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами, фрагментарність та непослідовність нормативної бази, високий рівень бюрократизації, низький рівень транспарентності тощо).

Сьогодні спостерігається динамічний розвиток ринку похідних фінансових інструментів, основною причиною цього виступає зростання інтересу з боку суб'єктів до похідних фінансових інструментів як засобу отримання спекулятивного прибутку. Проте, порівнюючи з відповідним міжнародним ринком, в Україні рівень розвитку цього сегмента фінансового ринку є низьким, що є результатом сумарного впливу ряду проблем. Вирішення проблем функціонування ринку похідних фінансових інструментів пропонується здійснювати шляхом незначного реформування існуючої системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів шляхом трансформування моделі секторного регулювання на модель перехресного регулювання, оскільки саме вона дозволить урахувати основні недоліки існуючої української системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів (недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами, фрагментарність та непослідовність нормативної бази, високий рівень бюрократизації, низький рівень транспарентності тощо). Запропоновані заходи з реформування регулювання ринку похідних фінансових інструментів

покликані усунути недоліки діючої системи регулювання, сприяти зростанню прозорості, підзвітності, конкурентності ринку похідних фінансових інструментів з метою отримання переваг його учасниками.

Також запропоновані заходи формування в Україні моделі перехресного регулювання ринку похідних цінних паперів дає можливість вирішити проблему запровадження системи макропруденційного нагляду. Здійснивши аналіз досвіду США та країн ЄС обґрунтовані системні характеристики формування системи макропруденційного нагляду в Україні. Крім іншого визначена необхідність створення Службу фінансового нагляду при НБУ як органу пруденційного нагляду на фінансовому ринку в цілому і зокрема ринку похідних фінансових інструментів.

Основними завданнями макропруденційного нагляду ринку похідних фінансових інструментів визначено: підтримка стійкості фінансової системи перед агрегованим впливом шоків на ринок похідних фінансових інструментів; обмеження надлишкових фінансових ризиків фінансової системи; згладжування фінансового циклу шляхом запобігання формуванню «мільних бульбашок» на ринках фінансових активів, які несуть потенційну загрозу стійкості фінансової системи в цілому та ринку похідних фінансових інструментів зокрема, або мають істотні негативні ефекти для нефінансового сектора.

ВИСНОВКИ

Результати дослідження економічної сутності похідних фінансових інструментів (ПФІ) свідчать, що дана категорія існує у двох аспектах. У вузькому розумінні – це строкові контракти та особливі умови їх укладання та виконання. Тобто, під даним кутом зору, ПФІ є особливими ринковими механізми. У широкому розумінні – це будь-які інструменти ринку, засновані на первинних доходних активах, таких, як товари, гроші, майно, цінні папери, які використовуються для отримання найбільшого доходу при заданому рівні ризику або для отримання заданого доходу при мінімальному ризику. В останньому випадку клас похідних фінансових інструментів включає не лише строкові контракти, а і будь-які інші фінансові інструменти ринку, які утворюються із комбінацій існуючих.

У розрізі предмету дослідження, вважаємо обґрунтованим і доцільним поділ всієї сукупності фінансових інструментів на; базові фінансові інструменти (інвестиції, утримувані до погашення; позики та дебіторська заборгованість; фінансовий актив або фінансове зобов'язання, які оцінено за справедливою вартістю, з відображенням переоцінки як прибутку або збитку; фінансові активи, доступні для продажу); ПФІ (форвардні контракти, ф'ючерсні контракти, опціоні контракти, контракти своп).

ПФІ визначаються як фінансові інструменти, що базуються на (походять від) інших фінансових інструментах, які називають базовими інструментами. При цьому, базовими фінансовими інструментами є активи (товари, цінні папери, житлові застави, нерухоме майно, позики), індекси (на відсоткові ставки, валютні курси, фондові індекси, індекси споживчих цін) або інші умови. До ПФІ відносять: інструменти, розрахунки за якими провадитимуться у майбутньому; інструменти, вартість яких змінюється внаслідок зміни вартості базових фінансових інструментів; інструменти, які не потребують

початкових інвестицій. Основними видами похідних фінансових інструментів визначено форварди, ф'ючерси, опціони та свопи.

ПФІ створюють права та зобов'язання, які передбачають передачу одного чи кількох фінансових ризиків, властивих базовому фінансовому інструменту, між сторонами контракту про даний інструмент. На час вступу контракту в силу, ПФІ надають одній стороні контрактне право обмінювати фінансові активи чи фінансові зобов'язання з іншою стороною за умов, які є потенційно сприятливими, або контрактне зобов'язання обмінювати фінансові активи чи фінансові зобов'язання з іншою стороною за умов, що є потенційно несприятливими.

Отже, розуміння ПФІ охоплює, фактично, всі види строкових контрактів, вторинні цінні папери, а також продукти сучасних технологій фінансового інжинірингу, зокрема структуровані, гібридні, синтетичні фінансові інструменти.

Ринок похідних фінансових інструментів (деривативів) в Україні, в процесі своєї еволюції знаходиться на другому етапі розвитку. Перший етап (1994–2009 рр.) – це етап фактичного зародження, формування ринку деривативів. Усі ці процеси в Україні відбувалися в складних умовах: довготривала економічна криза; відсутність розвинутого вторинного ринку, передусім біржового; незначний обсяг торгів деривативами; несвоєчасне формування та недосконалість законодавчої бази. Фактично ринок похідних цінних паперів почав свій розвиток у 2010 р., коли розпочалися торги ф'ючерсними контрактами на індекс UX на Українській біржі. Починаючи із цього року спостерігається зростання обсягів укладених контрактів із похідними фінансовими інструментами. Аналіз свідчить про активізацію торгів на біржовому строковому ринку протягом 2010–2018 рр., причинами якої, на наш погляд, є запровадження фондовими біржами ПАТ «Українська біржа», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива»», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа» нових технологій строкового ринку та суттєве розширення спектру похідних фінансових інструментів, а також зміни у

Податковому кодексі України, зокрема запровадження з 1 січня 2013 року податку на позабіржові операції з деривативами при одночасній відсутності оподаткування біржових операцій з деривативами.

Водночас на основі аналізу стану та динаміки функціонування ринку деривативів можна констатувати, що він поки не відповідає потребам розвитку національної економіки, не виконує своєї головної функції – хеджування ризиків учасників ринку. Нагальні проблеми, що існують на ринку деривативів в Україні, заважають його розвитку – це незначні обсяги торгів деривативами, обмежена кількість похідних цінних паперів, недосконалість та відсутність спеціального нормативно-правового підґрунтя щодо регулювання випуску та обігу деривативів. Разом із тим перехід ринку деривативів на якісно новий рівень залежить від вирішення проблемних питань та стимулювання подальшого його розвитку. Підвищення ефективності функціонування ринку деривативів в Україні дасть змогу запровадити міцну основу для довгострокового зростання економіки України та забезпечення стабільності її фінансової системи.

Аналіз основних характеристик провідних світових бірж свідчить про особливості історичного розвитку провідних бірж похідних цінних паперів та операційного статусу. Сучасні біржі працюють у широкому колі власників, за різниці економічних та політичних умов. Світові біржі нині є потужними центрами ціноутворення, які розглядаються як перспективна сфера інвестування капіталів та трансферту товарних і фінансових потоків.

До основних інноваційних тенденцій на світовому біржовому ринку слід віднести: глобалізацію світових біржових ринків; суттєве зростання обсягу торгівлі; лібералізацію механізму торгівлі та регулювання; електронізацію всіх операцій на біржових ринках; вплив світової глобалізації ринків деривативів на активізацію розвитку цих ринків у країнах із перехідною економікою.

Дослідження світового досвіду регулювання ринку похідних фінансових інструментів та моделей регулювання дозволяють виокремити модель

перехресного регулювання як найбільш адекватної моделі. Оскільки саме вона дозволить урахувати основні недоліки існуючої української системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів (недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами, фрагментарність та непослідовність нормативної бази, високий рівень бюрократизації, низький рівень транспарентності тощо).

Сьогодні спостерігається динамічний розвиток ринку похідних фінансових інструментів, основною причиною цього виступає зростання інтересу з боку суб'єктів до похідних фінансових інструментів як засобу отримання спекулятивного прибутку. Проте, порівнюючи з відповідним міжнародним ринком, в Україні рівень розвитку цього сегмента фінансового ринку є низьким, що є результатом сумарного впливу ряду проблем. Вирішення проблем функціонування ринку похідних фінансових інструментів пропонується здійснювати шляхом незначного реформування існуючої системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів шляхом трансформування моделі секторного регулювання на модель перехресного регулювання, оскільки саме вона дозволить урахувати основні недоліки існуючої української системи регулювання ринку похідних фінансових інструментів (недостатня координація і взаємодія між наглядовими органами, фрагментарність та непослідовність нормативної бази, високий рівень бюрократизації, низький рівень транспарентності тощо). Запропоновані заходи з реформування регулювання ринку похідних фінансових інструментів покликані усунути недоліки діючої системи регулювання, сприяти зростанню прозорості, підзвітності, конкурентності ринку похідних фінансових інструментів з метою отримання переваг його учасниками.

Також запропоновані заходи формування в Україні моделі перехресного регулювання ринку похідних цінних паперів дає можливість вирішити проблему запровадження системи макропруденційного нагляду. Здійснивши аналіз досвіду США та країн ЄС обґрунтовані системні характеристики формування системи макропруденційного нагляду в Україні. Крім іншого

визначена необхідність створення Службу фінансового нагляду при НБУ як органу пруденційного нагляду на фінансовому ринку в цілому і зокрема ринку похідних фінансових інструментів.

Основними завданнями макрупруденційного нагляду ринку похідних фінансових інструментів визначено: підтримка стійкості фінансової системи перед агрегованим впливом шоків на ринок похідних фінансових інструментів; обмеження надлишкових фінансових ризиків фінансової системи; згладжування фінансового циклу шляхом запобігання формуванню «мільних бульбашок» на ринках фінансових активів, які несуть потенційну загрозу стійкості фінансової системи в цілому та ринку похідних фінансових інструментів зокрема, або мають істотні негативні ефекти для нефінансового сектора.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Андреева Г. І. Похідні цінні папери: сутність, поняття й визначення. *Ефективна економіка*. 2010. № 12. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2010_12_14. (дата звернення: 28.10.2019).
2. Андрущенко О. С. Оцінка можливості використання енергозберігаючого потенціалу деривативів. *Інтелект XXI*. 2017. № 4. С. 42–47.
3. Артамонова А. А. Біржовий ринок деривативів: світовий досвід та українські реалії. *Молодий вчений*. 2016. № 4. С. 8–11.
4. Бланк И. А. Управление финансовыми рисками. Киев : Ника-Центр. 2005. 600 с.
5. Братусь Г. А., Шклярук С. Г. Управління ризиками при застосуванні деривативів на фінансовому ринку України. *Проблеми інноваційно-інвестиційного розвитку. Серія : Економіка та менеджмент*. 2018. № 16. С. 66–75.
6. Бурденко І. М. Інституціональна структура регулювання ринку похідних фінансових інструментів: міжнародний досвід. *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України*. 2013. Вип. 1. С. 167–176.
7. Бурденко І. М. Ліквідність ринку похідних фінансових інструментів: підходи до її сутності. *Європейський вектор економічного розвитку. Економічні науки*. 2013. № 1. С. 24–33.
8. Бурденко І. М. Упорядкування системи розкриття інформації на ринку похідних фінансових інструментів в Україні. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2013. № 1. С. 238–243.
9. Бурденко І. М., Єльнікова Ю. В. Сучасні світові моделі регулювання ринку похідних фінансових інструментів. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2013. Вип. 37. С. 29–44.
10. Бутенко О. І. Похідні фінансові інструменти: суть, роль НБУ у їх

використанні банківською системою. *Ефективна економіка*. 2016. № 3. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2016_3_27 (дата звернення: 25.10.2019).

11. Васильченко З. М. Розвиток ринку фінансових деривативів як інструментів ризик-менеджменту: світовий та національний аспекти. *Фінансові послуги*. 2017. № 2. С. 2–5.

12. Возіанов К. С. Особливості організації та функціонування ринку деривативів у країнах центральної та східної Європи. *Інвестиції: практика та досвід*. 2010. № 24. С. 76–80.

13. Возіанов К. С. Сучасні тенденції розвитку ринку деривативів в Україні. *Економіка та держава*. 2016. № 3. С. 73–77.

14. Головка В. І., Кляченко В. В. Аналіз наукових підходів до трактування сутності та класифікації похідних фінансових інструментів та їх складових. *Міжнародний науковий журнал "Інтернаука"*. 2018. № 3(2). С. 38–42.

15. Гудіма Т. С., Антонишина Н. В. Проблеми правового забезпечення обігу похідних фінансових інструментів в Україні. *Економіка та право*. 2019. № 1. С. 38–43.

16. Данилишин В. І., Стефанків О. М. Проблеми та перспективи впровадження деривативів на валютному ринку України. *Актуальні проблеми розвитку економіки регіону*. 2014. Вип. 10(2). С. 156–164.

17. Даниліна С. О. Ринок похідних фінансових інструментів. *Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки*. 2017. № 2(2). С. 52–55.

18. Деньга С., Джейн А. Визначення, класифікація та використання похідних фінансових інструментів. *Облік і фінанси*. 2016. № 1. С. 90–99.

19. Дудніченко О. В. Визначення сутності ринку похідних фінансових інструментів, його структури та основних функцій. *Управління розвитком*. 2013. № 17. С. 89–92.

20. Єльнікова Ю. Науково-методичні засади розвитку державного регулювання ринку похідних фінансових інструментів. *Збірник наукових*

праць Черкаського державного технологічного університету. Сер. : Економічні науки. 2014. Вип. 36(1.1). С. 138–145.

21. Єльнікова Ю. В. Методологія оцінки впливу фінансового та фондового ринків на ринок похідних фінансових інструментів. *Інноваційна економіка*. 2014. № 5. С. 265–272.

22. Єльнікова Ю. В. Механізм регулювання українського ринку похідних фінансових інструментів. *Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки*. 2014. № 1. С. 186–195.

23. Єльнікова Ю. В. Семантика поняття "похідний фінансовий інструмент". *Вісник Житомирського державного технологічного університету. Сер. : Економічні науки*. 2013. № 4. С. 170–174

24. Згама А. О. Правові аспекти функціонування похідних фінансових інструментів. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Сер.: Право*. 2014. Вип. 25. С. 71–74.

25. Зельдіс В. В. Застосування фінансових деривативів у стратегіях арбітражу на ринку цінних паперів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2015. № 11. С. 9–14.

26. Зельдіс В. В. Організація торгівлі деривативами на біржах України та світу. *Проблеми економіки*. 2015. № 1. С. 266–273.

27. Кабанов В. Г., Цеков К. В. Аспекти державного регулювання ринків похідних фінансових інструментів. *Правничий вісник Університету "КРОК"*. 2013. Вип. 16. С. 133–139.

28. Князь С. В., Лучко Г. Й. Сучасний стан та проблеми функціонування ринку деривативів в Україні. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. № 6. С. 347–354.

29. Козик В. Оборотоzdатність деривативів за українським законодавством: історія, сучасність і перспективи. *Юридичний вісник*. 2015. № 1. С. 229–234.

30. Козик В. Є. Категорії "дериватив" та "похідний цінний папір" в українському законодавстві: правова природа та сучасний стан проблеми.

Актуальні проблеми вдосконалення чинного законодавства України. 2015. Вип. 37. С. 115–129.

31. Колодізев О. М., Коцюба О. В. Аналіз перспектив розвитку ринку деривативів в Україні з урахуванням вирішення проблеми його нормативно-правового регулювання. *Проблеми економіки.* 2016. № 1. С. 242–248.

32. Корнєєв М. В. Вплив розвитку ринку похідних фінансових інструментів на цінові показники ринків реальних товарів. *Вісник Одеського національного університету. Серія : Економіка.* 2014. Т. 19, Вип. 3(4). С. 45–49.

33. Кравченко А. С. Сутність дефініції "фінансовий дериватив" та їх обіг на біржовому фондовому ринку. *Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія : Економіка, аграрний менеджмент, бізнес.* 2018. Вип. 284. С. 104–109.

34. Кравчук Г. В., Бурденко І. М. Перспективи розвитку інфраструктури ринку похідних фінансових інструментів як основи безпеки фінансового ринку України. *Вісник Чернігівського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки.* 2014. № 3. С. 172–177.

35. Кравчук І. Характеристика міжнародного ринку деривативів. *Економічний аналіз.* 2013. Т. 12(2). С. 48–53.

36. Кравчук І. С. Економіко-правовий аналіз деривативів. *Фінансовий простір.* 2015. № 4. С. 51–56.

37. Кузнецова Н. В., Сльозко О. О. Світова торгівля на ринку деривативів: ф'ючерси. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер. : Економічні науки.* 2014. Вип. 8(5). С. 26–30.

38. Лебедева Т. Ю. Потенційні вектори розвитку глобальної архітектури фінансового нагляду над ринком похідних фінансових інструментів. *Правничий вісник Університету "КРОК".* 2013. Вип. 16. С. 140–152.

39. Лиса О. В. Напрями розвитку ринку деривативів в Україні. *Науковий*

вісник Херсонського державного університету. Сер. : Економічні науки. 2014. Вип. 5(4). С. 80–83.

40. Макаренко І. О. Забезпечення прозорості і розкриття інформації у фінансовій звітності про похідні фінансові інструменти. *Вісник Української академії банківської справи.* 2014. № 1. С. 49–54.

41. Масло А. І. Товарні деривативи як інноваційні інструменти хеджування ризиків на вітчизняному аграрному ринку. *Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія : Економіка, аграрний менеджмент, бізнес.* 2015. Вип. 211(1). С. 122–127.

42. Мержа Н. В., Гвоздь В. С. Сучасний стан та перспективи розвитку ринку похідних цінних паперів в Україні. *Формування ринкових відносин в Україні.* 2015. № 1. С. 23–26.

43. Миськів Г. В. Кредитні деривативи як новітні інструменти кредитного ринку. *Ефективна економіка.* 2014. № 7. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2014_7_10 (дата звернення: 05.11.2019).

44. Михайловська О.В. Ринок товарних деривативів в умовах світосистемних трансформацій. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право.* 2013. № 4. С. 86–93.

45. Міщенко С. В., Міщенко В. І. Регулювання ринку деривативів в Україні. *Вісник Одеського національного університету. Серія : Економіка.* 2016. Т. 21, Вип. 5. С. 186–190.

46. Морозов В. С. Регулювання ринку цінних паперів та похідних фінансових інструментів у ФРН. *Вісник Маріупольського державного університету. Сер. : Економіка.* 2014. Вип. 7. С. 13–23.

47. Парандій О. В. Розрахунково–клірингова система ринку похідних фінансових інструментів. *Формування ринкових відносин в Україні.* 2015. № 5. С. 31–35.

48. Петришин Л., Сиротюк Г. Похідні фінансові інструменти: сутність та облікові аспекти. *Вісник Львівського національного аграрного*

університету. Серія : Економіка АПК. 2014. № 21(1). С. 91–99.

49. Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. № 2755-VI *Відомості Верховної Ради України (ВВР)*. 2011. № 13-14, № 15-16, № 17. ст. 112.

50. Пономаренко І. В., Віннікова І. І. Глобальний ринок деривативів: сучасний стан та перспективи розвитку. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія : Економічні науки*. 2015. Вип. 14(3). С. 22–26.

51. Примостка Л. О. Перспективи розвитку ринку валютних деривативів в Україні. *Наукові праці НДФІ*. 2019. Вип. 2. С. 71–74.

52. Примостка Л. О., Краснова І. В. Біржовий ринок деривативів в Україні: історія, сучасність, перспективи розвитку. *Фінанси України*. 2014. № 7. С. 49–65

53. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. Закон України від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80> (дата звернення: 20.11.2019)

54. Про похідні фінансові інструменти (деривативи) [Електронний ресурс]. Проект Закону України . URL: <http://aeaep.com.ua/en/proekt-zakonu-ukrayini-pro-pohidni-fi/> (дата звернення: 25.11.2019)

55. Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 року. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/994_586

56. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12.07.2001 № 2664–III. URL : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi? nreg=2664-14&new=1>. (дата звернення: 19.10.2019).

57. Про цінні папери та фондовий ринок. Закон України від 23 лютого

2006 року № 3480–IV. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (дата звернення: 18.11.2019).

58. Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо регульованих ринків та деривативів) від 01.03.2016 №3498. URL : <http://www.rada.kiev.ua/zakon/PR1/4skl/1/0900/0966.htm>. (дата звернення: 29.09.2019).

59. Річна звітність Національної Комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/> (дата звернення: 20.09.2019)

60. Силантьєв С. О. Похідні фінансові інструменти – онтологія моделей. *Актуальні проблеми економіки*. 2013. № 6. С. 29–39.

61. Слободяник А. М. Сучасний стан похідних фінансових інструментів на світових біржових ринках. *Наукові праці МАУП*. 2016. Вип. 50. С. 130–135.

62. Супрович Г. О. Порівняльні характеристики деривативів і цінних паперів. *Науковий вісник Чернівецького університету. Економіка*. 2011. Вип. 579–580. С. 95–98.

63. Фінансові інструменти: визнання та оцінка. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 39 (МСБО 39). URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_015(дата звернення: 22.10.2019).

64. Фінансові інструменти: розкриття та подання. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32 (МСБО 32). URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_029 (дата звернення: 16.10.2019).

65. Фінансові інструменти. П(С)БО 13 Наказ Міністерства фінансів України від 30.11.2001 р. № 559. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01> (дата звернення: 27.10.2019).

66. Хвостенко В. С. Ринок похідних цінних паперів в Україні. *Причорноморські економічні студії*. 2017. Вип. 17. С. 220–224.

67. Хома І. Б., Угринюк О. Г. Сучасний стан та перспективи розвитку ринку похідних цінних паперів в Україні. *Молодий вчений*. 2017. № 5. С. 769–774.

68. Шелудько В., Вірченко В. Сучасні тенденції розвитку світового ринку деривативів. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. 2014. Вип. 10. С. 81–87.

69. Шмуратко Я. А. Перспективи розвитку вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія : Економіка і менеджмент*. 2016. Вип. 18. С. 140–144.

70. Шталь Т. В., Доброскок Ю. Б., Тищенко О. О. Міжнародний ринок похідних фінансових інструментів, його проблеми і перспективи розвитку. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг*. 2016. Вип. 1. С. 89–99.

71. Яворська В. О. Глобалізаційний вплив на інноваційний розвиток світового біржового ринку фінансових деривативів. *Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. Серія : Економіка, аграрний менеджмент, бізнес*. 2015. Вип. 222. С. 176–181.

72. Gensler G. OTC Derivatives Reform. Chatham House, London, 18 March, 2010. – р. 4., 10. Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010. 111-th Congress, 2d Session. 25 April, 2010. – 357 p.

73. Levine R. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is better?. *NBER Working Paper*. 2012. № 9. Pp. 7 15

74. Proposals of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories [Електронний ресурс]. European Commission staff working paper (P. 13 (3.1.2)). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1058&from=EN> (дата звернення: 25.11.2019).

75. Scholes M. Derivatives in a dynamic environment. *Nobel Lecture*. 2007. December 9. P.12–18.

76. Soros G. The new paradigm for financial markets: the credit crisis of 2008 and what it means. New York: Public Affairs, 2008. 162 p.

Декларація академічної доброчесності

здобувача вищої освіти ЗНУ

Я, Гуль Ярослав Віталійович, студент 2 курсу, денної форми навчання, економічного факультету, спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування, освітньої програми «Фінанси і кредит» , адреса електронної пошти _____,

- підтверджую, що написана мною кваліфікаційна робота на тему «Сучасний стан та напрями розвитку ринку деривативів в Україні» відповідає вимогам академічної доброчесності та не містить порушень, що визначені у ст. 42 Закону України «Про освіту», зі змістом яких ознайомлений;
- заявляю, що надана мною для перевірки електронна версія роботи є ідентичною її друкованій версії;
- згоден на перевірку моєї роботи на відповідність критеріям *академічної доброчесності у будь-який спосіб, у тому числі за допомогою* Інтернет-системи, а також на архівування роботи в базі даних цієї системи.

Дата _____ Підпис _____ Гуль Я.В.

Дата _____ Підпис _____ Болдуєва О.В.