

4. ВАР «Фондова біржа РТС»: Сайт у мережі Інтернет. — www.rts.ru

5. CME Group: Сайт у мережі Інтернет. — www.cmegroup.com.

6. *Вьюгин М.* Стандарт оценки рисков от FORTS // Futures&Options#5. — Май 2008. — С. 22—25.

Стаття надійшла до редакції: 03.06. 2011 р.

УДК 336.764.2

**Н.В. Дегтярьова**, канд. екон. наук, доц.,  
доцент кафедри «Фінансові ринки»,  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

## ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ УКРАЇНСЬКОГО СТРОКОВОГО РИНКУ

*АННОТАЦИЯ. В статье охарактеризованы результаты развития рынка производных финансовых инструментов в Украине. Определены основные проблемы современного украинского срочного рынка. Обоснованы предложения по совершенствованию нормативно-правового обеспечения функционирования данного сегмента рынка.*

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** срочный рынок, деривативы, производные ценные бумаги, фьючерсы, опционы.

*ABSTRACT. The results of the development of derivatives market in Ukraine are described in the article. The major problems of modern term market in Ukraine are determined. Legal act's improvements of functioning of this segment of market are suggested.*

**KEY WORDS:** term market, derivatives, derivative securities, futures, options.

*АННОТАЦІЯ. У статті охарактеризовані результати розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні. Визначено основні проблеми сучасного українського строкового ринку. Обґрунтовано пропозиції щодо вдосконалення нормативно-правового забезпечення функціонування даного сегменту ринку.*

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** строковий ринок, деривативи, похідні цінні папери, ф'ючерси, опціони,

Інтеграція нашої країни у світовий економічний простір потребує вдосконалення фінансових інструментів, що використо-

вуються на фінансовому ринку. Розвиток сучасного світового фінансового ринку характеризується якісними змінами, які, перш за все, пов'язані з фінансовими інноваціями у сфері строкового його сегменту. Україна знаходиться на шляху розбудови строкового ринку, тому доцільно розглянути сучасні проблеми його становлення та розвитку.

Теоретичні та методологічні засади використання деривативів відображено у працях відомих західних економістів Дж. Кейнса, Дж. Хікса, Н. Калдора, Ф. Блека, М. Скоулза, Р. Колба, Ф. Шварца, Дж. Маршалла та ін. Серед російських та вітчизняних економістів можна назвати роботи А. Буреніна, О. Кандінської, А. Фельдмана, А. Кавкіна, Л. Примостки, О. Сохацької, О. Кузьміна, В. Міщенко, О. Мозгового, А. Філіпенка, О. Шарова та ін. Разом з тим, запровадження строкових інструментів у практику функціонування вітчизняного фінансового ринку потребує проведення подальших досліджень.

Метою цієї статті є визначення основних проблем строкового ринку в Україні та обґрунтування шляхів його подальшого розвитку.

Деривативи — інструменти строкового ринку, дозволяють його учасникам зменшувати валютні, процентні та інші ризики. В той же час, деривативи є інструментами спекуляцій, за допомогою них можна уникати державного регулювання, контролю та нагляду, маніпулювати правилами бухгалтерського обліку та збільшувати ризики, що призводить до фінансових криз. Саме тому важливе значення має адекватне державне регулювання, яке, з одного боку, має створити умови для заохочення учасників ринку до використання деривативів, з іншого — попередити можливі негативні наслідки їх застосування. Стан державного регулювання даного сегменту фінансового ринку в Україні не відповідає потребам учасників ринку: на сьогодні відсутній спеціальний закон, який встановив би особливості використання та регулювання деривативів або похідних цінних паперів. Незважаючи на це, йде поступове становлення строкового ринку.

Так, 27 травня 2010 року почалися торги на строковій секції «Української біржі», а першим інструментом став розрахунковий ф'ючерсний контракт на Індекс українських акцій. У табл.1 наведено дані щодо частки строкового ринку за видами контрактів — ф'ючерсні та опціонні за період з початку запуску строкового сегменту.

## СТРУКТУРА УГОД НА УКРАЇНСЬКІЙ БІРЖІ\*

№ п/п	Показник	01.01.09 — 01.05.11		01.01.11 — 01.04.11		01.04.11 — 01.05.11	
		За обсягами торгівлі	За кількістю угод	За обсягами торгівлі	За кількістю угод	За обсягами торгівлі	За кількістю угод
1.	Всього	100	100	32,0	100	100	100
1.1	Строковий ринок	19,36	21,4	31,9	30,2	32,0	41,2
1.1.1	Ф'ючерси	19,35	21,38	0,1	27,2	31,9	41,0
1.1.2	Опціони	0,01	0,02	x	x	0,1	0,2

\*Примітка: розраховано за даними [1].

У I кв. 2011 р. частка строкового сегменту Української біржі у загальному обсязі укладених біржових угод складає 9,4 % (для порівняння — за 9 місяців 2010 р. — 1,7 %) [2]. Наведені дані дозволяють зробити висновок про те, що за короткий період часу строковий ринок зміг показати достатньо високі результати розвитку. При цьому більшість досягнень є результатом торгів всього лише одним інструментом — ф'ючерсом на Індекс українських акцій. Завдяки появі ф'ючерсу на Індекс українських акцій, як зазначається в пресі, спостерігається також великий приплив приватних інвесторів як на строковий, так і на спотовий ринки.

Перевагою ф'ючерсу на Індекс українських акцій є розрахунковий тип контракту (виконується шляхом грошових розрахунків без здійснення фізичної поставки базового активу), знижений розмір біржового збору по скальперським угодам (передбачають відкриття і закриття позиції на протязі одного дня), що є суттєвим і для арбітражних операцій, тому що досить часто вони завершуються у той же день. Ф'ючерсний ринок є достатньо ліквідним і надає можливість торгувати індексним портфелем за наявності обмеженого грошового ресурсу: не вимагається наявності повної суми (лише 20 %), а це приваблює приватних інвесторів. У планах біржі також запуск ф'ючерсів на золото та нафту.

З 26 квітня на Українській біржі був запущений квартальний опціон, базовим активом якого є ф'ючерсний контракт на Індекс Української біржі. У торговельній системі одночасно торгуються опціони з датою виконання 15 червня й 15 вересня 2011 року, при цьому допускається дострокове виконання опціонів (американсь-

кий опціон). У систему уведено 15 страйків із кроком 100 пунктів, діапазон страйків на даний момент становить 1900—3500.

Опціони дозволяють значно розширити перелік доступних учасникам ринку стратегій. Окрім того, вони збільшують ліквідність як самого ф'ючерса на індекс UХ, так і фондового ринку в цілому. Опціони — це загальноновизнані й незамінні інструменти для хеджування від несприятливих змін цін на ринках базових активів. Комбінації опціонів з іншими інструментами дозволяють будувати якісно нові торговельні стратегії, що враховують ринкові ризики, у тому числі стратегії з гарантією захисту капіталу. Короткий термін існування цього інструменту не дає змоги провести детальний аналіз. До того ж, що брокери ще не визначились з тарифами. Якщо вони будуть занадто високими, це може стати серйозним бар'єром для участі у торгівлі опціонами приватних клієнтів з незначним розміром капіталу.

Конкуренти Української біржі — фондові біржі ПФТС і «Перспектива» вже готуються запропонувати власні інструменти строкового ринку. При цьому конкурувати з Українською біржею в ніші індексних ф'ючерсів зараз недоцільно, тому, наприклад, на «Перспективі» планують запровадити інструмент з іншим базовим активом. Ймовірно, це будуть розрахункові ф'ючерси на цінні папери і товарні ф'ючерси, що передбачають поставку базового активу. Планується також запуск строкового ринку й на фондовій біржі ПФТС [3]. (Зазначимо, що три фонові біржі — Українська, «Перспектива» та ПФТС забезпечили у I кв. 2011 р. більше 98 % загального біржового обсягу угод [2]).

Практика функціонування українського строкового ринку випереджає його нормативно-правову базу. Чинні нормативні акти залишаються недосконалими, не враховують світовий досвід застосування строкових інструментів.

Проблеми починаються з відсутності єдиного підходу до термінологічного апарату. Так, у Цивільному кодексі України [4] та Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [5] використовується термін «похідні цінні папери» — це такі, механізм випуску і обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором (контрактом) цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів. При цьому не зазначається, які саме цінні папери відносяться до похідних. У Податковому кодексі використовується термін «дериватив», який характеризується як стандартний

документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством. До деривативів зазначеним нормативно-правовим документом віднесені: своп, опціон, форвардний контракт, ф'ючерсний контракт (ф'ючерс) [6]. Прогресивним, на наш погляд, є те, що у кодексі передбачається забезпечення виконання зобов'язань за ф'ючерсом шляхом створення відповідних умов організатором торгівлі стандартизованими строковими контрактами відповідно до його специфікації шляхом постачання базового активу та його оплати коштами або проведення між сторонами контракту грошових розрахунків без постачання базового активу.

У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» [7] застосовуються як терміни «похідні (деривативи)» так й «похідні цінні папери». Так, у ст. 2 зазначеного Закону фондовий ринок характеризується як «...сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)». При цьому в статті 3 приведено класифікацію цінних паперів, серед яких виокремлюється група «похідні цінні папери», якій надано визначення, але не приведено переліку цінних паперів, що належать до цієї групи.

Згідно останнього зареєстрованого у Верховній Раді України законопроекту «Про похідні (деривативи)» [8], до похідних (деривативів) відносить: строкові контракти та похідні цінні папери. До строкових контрактів, згідно цього проекту, належать: ф'ючерсні контракти (ф'ючерси); опціонні контракти (опціони); форвардні контракти (форварди); свопові контракти (свопи). До похідних цінних паперів — опціонні сертифікати; фондові варанти. Укладання опціонних контрактів (опціонів) і ф'ючерсних контрактів (ф'ючерсів), згідно законопроекту, може здійснюватися виключно на організаторі торгівлі строковими контрактами. Обіг похідних цінних паперів здійснюється на фондових біржах, які відповідно до законодавства одержали ліцензію на провадження діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку. Привертає увагу те, що визначення деривативів, ф'ючерсних контрактів, опціонів, свопів, що наведені у законопроекті, не відповідають визначенням Податкового кодексу, що негативно

буде впливати на діяльність учасників ринку за умови прийняття законопроекту.

До того ж, деякі норми законопроекту є некоректними. Так, у законопроекті зазначено емітента опціонного сертифікату на придбання (це юридична особа - власник базового активу такого сертифіката або юридична особа, яка уклала з власником базового активу опціонного сертифіката договір комісії чи договір доручення), а щодо сертифікату на продаж — не визначено, хто взагалі може виступати в такій ролі.

На наш погляд, вже сьогодні для учасників ринку є незрозумілим одночасне існуванням на біржах обігу «опціонів» як строкових контрактів, так і «опціонних сертифікатів». Нагадаємо, що Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку в 2009 році прийняла два нормативно-правових документа [9; 10], які, на наш погляд, не сприяють розвитку цивілізованого та сучасного ринку деривативів. Так, зазначеними документами запроваджено до біржового обігу «опціонні сертифікати», які навіть у цих документах не характеризуються як «цінні папери», а тільки як «стандартні документи». У зв'язку з тим, що у Податковому кодексі застосовується тільки термін «опціон», в учасників ринку виникає необхідність доводити те, що «опціонний сертифікат» — це те саме, що й «опціон». Але визначення опціонного сертифікату немає нічого спільного з визначенням опціону у Податковому кодексі.

Іншою проблемою використання опціонних сертифікатів є здійснення з ними біржових операцій професійними учасниками фондового ринку — торговцями цінними паперами. Згідно чинного законодавства, операції з цінними паперами для торговців цінними паперами — членів фондової біржі є виключним видом діяльності (за виключенням банків). Якщо опціонні сертифікати не будуть вважатися цінними паперами, так звані «чисті» торговці цінними паперами не матимуть можливості працювати з ними.

Запровадження ф'ючерсів та опціонів у біржову торгівлю без прийняття Закону «Про похідні (деривативи)» та відповідних нормативних актів супроводжується невирішеністю проблеми щодо клірингу та розрахунків. Так, згідно чинного законодавства, організатори торгівлі можуть поєднувати діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку з клірингом та розрахунком за договорами щодо похідних (деривативів), що укладаються на тако-

му організаторі торгівлі [7, ст. 20, 26]. Нажаль, на сьогодні є вимоги до біржі, але не існує окремої ліцензії на здійснення організатором торгівлі клірингу та розрахунків щодо строкових контрактів [5, ст. 4]. Депозитаріям, що здійснюють розрахунково-клірингову діяльність на фондовому ринку, чинне законодавство не надає функцій клірингу та розрахунків щодо деривативів. До того ж, при здійсненні заходів щодо зниження ризику невиконання зобов'язань за строковими контрактами та забезпеченню виконання учасниками клірингу своїх зобов'язань за ними, клірингова установа має здійснювати функцію центрального контрагента, та стає покупцем щодо кожного продавця та продавцем щодо кожного покупця за договорами щодо строкових контрактів, які укладаються на організаторі торгівлі. В умовах відсутності нормативно-правового врегулювання цього питання, на Українській біржі, що запровадила строковий ринок, у «Правилах торгівлі в секції строкового ринку» передбачено, що функції центрального контрагента виконує член біржі, який має ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку — депозитарної діяльності зберігача цінних паперів та зобов'язався укладати угоди виключно на біржі (без права укладати угоди на інших фондових біржах та позабіржовому ринку) відповідно до функцій центрального контрагента на біржі та заключив з біржею відповідний договір [1]. Зазначимо, що чинне законодавство вимагає членства на біржі виключно торговців цінними паперами (які можуть поєднувати свою діяльність з депозитарною діяльністю зберігача), але функції торговців та зберігачів чітко визначено у відповідних нормативних документах ДКЦПФР, що створює ризики як діяльності самого центрального контрагента з точки зору її відповідності чинним вимогам, так й інших учасників торгівлі строковими інструментами.

Всі вищезазначені проблеми потребують розв'язання шляхом вдосконалення нормативно-правового регулювання. Недосконалість відповідного нормативно-правового забезпечення, основні недоліки якого розглянуто в статті, є однією з значущих перешкод для успішного розвитку ринку деривативів в Україні. Перспективи подальшого розвитку похідних фінансових інструментів в Україні, на наш погляд, залежать як від розвитку організованого ринку базових активів, так й від прийняття спеціального закону, що відповідає світовим стандартам, вдосконалення чинних нормативно-правових документів.

### Література

1. Українська біржа: Сайт у мережі Інтернет. — [www.ux.ua](http://www.ux.ua)
2. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку: Сайт у мережі Інтернет. — <http://www.ssmc.gov.ua/>
3. Біржи хотят срочности // Текст взято з сайта: <http://eizvestia.com/finance/full/birzhi-hotyat-srochnosti>
4. Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради України (ВВР). — 2003. — № 40—44. — Ст. 356.
5. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні // Закон України від 30 жовтня 1996 року // Текст взято з сайта Верховної Ради. — <http://rada.gov.ua>
6. Податковий кодекс // Текст взято з сайта Верховної Ради. — <http://rada.gov.ua>
7. Про цінні папери та фондовий ринок // Закон України від 23 лютого 2006 року // текст взято з сайта Верховної Ради. — <http://rada.gov.ua>
8. Про похідні (деривативи) // законопроект // Текст взято з сайта Верховної Ради. — [http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb\\_n/webproc4\\_1?id=&pf3511=40500](http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?id=&pf3511=40500)
9. Порядок реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії: Затв. Рішенням ДКЦПФР від 16.06.2009 № 572.
10. Положення про порядок реєстрації змін до правил фондової біржі щодо запровадження в обіг на фондовій біржі деривативів: Затв. Рішенням ДКЦПФР від 04.08.2009 № 884.

Стаття надійшла до редакції 15.06. 2011 р.

УДК 330.131.7

**І.Б. Івасів**, д-р екон. наук, професор  
кафедри банківської справи  
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»,  
**А.В. Максимова**, викладач  
кафедри банківської справи  
Криворізького економічного інституту КНЕУ

## МАКРОЕКОНОМІЧНЕ СТРЕС-ТЕСТУВАННЯ БАНКІВ: СУТНІСТЬ, ПІДХОДИ ТА ОСНОВНІ ЕТАПИ

*АНОТАЦІЯ. У статті досліджено особливості процедури макроекономічного стрес-тестування банків. Здійснено структурний аналіз процесу макроекономічного стрес-тестування банків, розглянуто основні етапи його проведення та виявлено можливості їх удосконалення для підвищення прогнозної точності даного методу оцінки фінансової стійкості банківської системи.*