

Л. О. Примостка, І. В. Краснова

БІРЖОВИЙ РИНОК ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ: ІСТОРІЯ, СУЧАСНІСТЬ, ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ

У статті досліджено еволюцію строкового ринку в Україні в контексті світових тенденцій. Наголошено, що він одразу почав формуватись як біржовий, але з переважанням спекулятивних мотивів. Проаналізовано динаміку строкового ринку в сегменті біржової торгівлі у світі й в Україні, виявлено основні тенденції та закономірності. Окреслено основні проблемні аспекти функціонування вітчизняного ринку деривативів. На основі проведеного аналізу надано пропозиції з підвищення ефективності його діяльності. Визначено стратегічні напрями розвитку цього ринку, такі як розширення інструментарію строкового ринку; автоматизація й модернізація внутрішньої торгової інфраструктури, розвиток електронної торгівлі; поліпшення нормативно-правового регулювання біржового ринку; залучення до біржових торгів індивідуальних інвесторів.

Ключові слова: строковий ринок, деривативи, біржа, ф'ючерс, опціон, хеджування, біржова торгівля.

Табл. 1. Рис. 4. Літ. 18.

Л. А. Примостка, И. В. Краснова

БИРЖЕВОЙ РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ В УКРАИНЕ: ИСТОРИЯ, СОВРЕМЕННОСТЬ, ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

В статье исследована эволюция срочного рынка в Украине в контексте мировых тенденций. Подчеркнуто, что он сразу начал формироваться как биржевой, но с преобладанием спекулятивных мотивов. Проанализирована динамика срочного рынка в сегменте биржевой торговли в мире и в Украине, выявлены основные тенденции и закономерности. Очерчены основные проблемные аспекты функционирования отечественного рынка деривативов. На основе проведенного анализа представлены предложения по повышению эффективности его деятельности. Определены стратегические направления развития данного рынка, такие как расширение инструментария срочного рынка; автоматизация и модернизация внутренней торговой инфраструктуры, развитие электронной торговли; улучшение нормативно-правового регулирования биржевого рынка; привлечение к биржевым торгам индивидуальных инвесторов.

Ключевые слова: срочный рынок, деривативы, биржа, фьючерс, опцион, хеджирование, биржевая торговля.

Liudmyla Prymostka, Iryna Krasnova

DERIVATIVES EXCHANGE MARKET IN UKRAINE: THE HISTORY, THE PRESENT, AND FUTURE DEVELOPMENT

Evolution of the terminal market in Ukraine within the context of global trends is investigated in paper. It is emphasized that in Ukraine terminal market began to emerge as an exchange immediately with a predominance of speculative motives. The dynamics of the terminal market at exchange segment both in the world and in Ukraine is analyzed. As well, main trends and problem issues of the domestic derivatives market functioning are outlined. Based on provided analysis the suggestions concerning improvement of the domestic derivatives market are developed. It is defined the main strategic directions of the domestic derivatives market development, in particular: extension of the terminal market tools; automation and modernization of the domestic trade infrastructure, development of e-commerce;

© Примостка Л. О., Краснова І. В., 2014

improving the legal regulation of an exchange market; involvement of individual investors to exchange trading.

Keywords: terminal market, derivatives, exchange, futures, options, hedge, exchange trading.

JEL classification: G20, G24.

Глобальна нестабільність світової економіки змушує учасників ринкових відносин постійно шукати інноваційні методи та ефективні інструменти зниження ризиків. Міжнародний досвід показав, що найдієвіше фінансові ризики мінімізує хеджування, яке здійснюється за допомогою похідних фінансових інструментів (деривативів) на строковому ринку. В Україні цей ринок перебуває на етапі становлення, тому більшість проблем організаційного й методологічного характеру ще не розв'язано: обсяги торгівлі є незначними, а спектр деривативів — украй обмеженим. Однак навіть наявність у обігу на вітчизняному строковому ринку деривативів та поступове зростання обсягів торгівлі дають підстави для оптимістичних прогнозів щодо перспектив його розвитку. Разом із тим збільшення обсягів випуску похідних фінансових інструментів свідчить про підвищення інтересу учасників ринку до такого методу управління ризиками, як хеджування.

Метою цього дослідження є з'ясування структурних і функціональних особливостей обігу деривативів на вітчизняному біржовому ринку, виявлення проблем становлення біржової строкової торгівлі та пошук шляхів їх подолання, окреслення перспектив розвитку строкового ринку в Україні.

Теоретичні й методологічні засади використання деривативів відображено в працях відомих західних економістів Ф. Блека, Дж. Кейнса, Р. Колба, М. Скоулза, Ф. Шварца [1–4] та ін. Окремі аспекти створення та функціонування строкового ринку в Україні вивчали В. Бралатан, Н. Дегтярьова, І. Кицюк, Г. Коваль, В. Міщенко, О. Сохацька [5–10] та ін. Утім, низка питань залишається невирішеною та потребує подальшого розгляду з урахуванням нових тенденцій і умов, що склалися із запровадженням строкових інструментів у практику функціонування вітчизняних бірж.

Успіх розвитку глобальних строкових ринків на сучасному етапі пояснюється насамперед можливістю трансферту фінансових ризиків окремо від тих реальних активів, у зв'язку з якими цей ризик виникає. Отже, строковий ринок є сукупністю економічних відносин із приводу трансферту (перерозподілу) ризиків, котрі виникають під час операцій із фінансовими інструментами чи товарами.

Предметною основою строкового ринку є похідні фінансові інструменти. Оскільки найбільшу частку в його структурі становлять операції з такими інструментами, його часто називають ринком деривативів. Призначення та головна функція строкового ринку полягають у формуванні механізмів хеджування (мінімізації) цінкових ризиків, що не виключає можливості проведення операцій спекулятивного характеру.

Ринок строкових контрактів — це складний і розвинений механізм. Його інфраструктура включає провідні біржі світу, міжнародні системи позабіржової

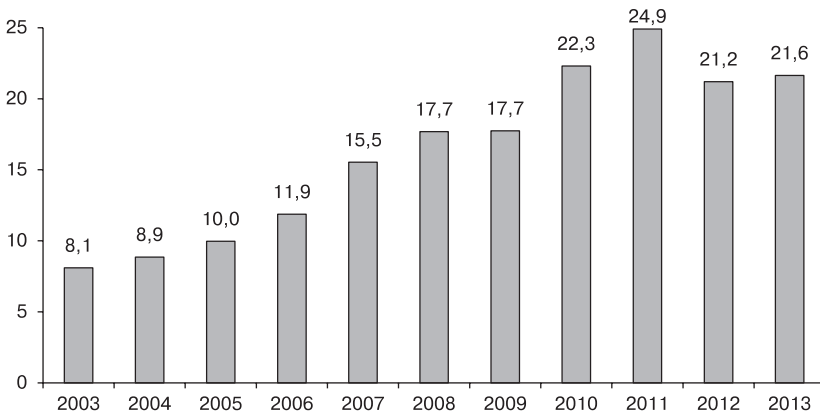
торгівлі на базі електронних засобів зв'язку та широкий спектр організацій, котрі виконують клірингові, брокерські й дилерські функції. Найактивнішими й безпосередніми учасниками строкового фінансового ринку є банки, що проводять операції як із власними коштами, так і з коштами клієнтів на їх доручення.

Строкові ринки розвинутих країн мають давню історію. Біржова форма торгівлі була започаткована ще в стародавніх Греції та Римі, а також у Японії в I ст. до н. е. [9, с. 9]. Звісно, це не були деривативи в сучасному розумінні, проте вже тоді виробники сільськогосподарської продукції укладали угоди про продаж за фіксованою ціною майбутнього врожаю. У середні віки товарні біржі успішно функціонували в багатьох містах Європи — в Антверпені (1531 р.), Ліоні (1549 р.), Тулузі (1549 р.), Лондоні (1556 р.), Амстердамі (1608 р.). Під час укладання угоди на біржі погоджувалася ціна товару, що давало змогу уникнути можливих цінових змін на момент реальної поставки [4, с. 3].

У Росії перша біржа була організована в 1705 р. у Санкт-Петербурзі за наказом Петра I та проіснувала майже 100 років. Згодом були створені Одеська (1796 р.) і Кременчуцька (1834 р.) біржі, а наприкінці XIX ст. у Росії налічувалося вже 114 бірж. Спочатку на них проводились операції з товарами, валютними коштами, цінними паперами. З часом зажили популярності ф'ючерсні контракти, предметом яких були здебільшого сільськогосподарські товари, зокрема зерно. Строкові угоди фінансового характеру в Росії до Першої світової війни були заборонені. Питання про доцільність введення в біржовий обіг строкових контрактів на цінні папери та інші фінансові інструменти тривалий час жваво дискутувалося серед учених і законодавців. Полеміка закінчилася в 1913 р. законодавчим утвердженням ф'ючерсних угод, що поклало початок їх активному впровадженню в біржову практику [9, с. 16—19]. Як відомо, подальші історичні події в країні призвели до цілковитого припинення біржової торгівлі.

У міжнародній практиці організована торгівля строковими контрактами у формі, близькій до сучасної, вперше відбулася в 1751 р. у США, на Нью-Йоркській продовольчій біржі. Перша строкова біржа — Чиказька торговельна палата (Chicago Mercantile Exchange, CME), де проводилися торги ф'ючерсними контрактами на сільськогосподарську продукцію, відкрита в 1848 р. Понад двісті років строковий ринок розвивався як товарний, і лише в 1972 р. у Чикаго була організована перша біржа фінансових ф'ючерсів — Міжнародний валютний ринок (International Monetary Market, IMM). Саме тут було започатковано торгівлю валютними ф'ючерсними контрактами, котрі й зараз найпопулярніші серед інших таких контрактів. Активний розвиток ринку деривативів на початку 1970-х років був зумовлений лібералізацією світової фінансової системи та переходом до змінних (плаваючих) валютних курсів. Відтоді світовий ринок фінансових деривативів стрімко й динамічно розвивається, пропонуючи нові похідні інструменти та вдосконалюючи внутрішню інфраструктуру.

На сьогодні обсяг світового ринку деривативів оцінити досить складно, експерти називають різні цифри: від 600 до 1500 трлн дол. США. За даними Futures Industry Association (FIA), професійної асоціації строкових бірж, тільки у Сполучених Штатах обсяг ринку деривативів становить майже 700 трлн дол., тоді як світовий ВВП не перевищує 70 трлн дол. За період 2003—2013 рр. загальна кількість зареєстрованих на біржах світу строкових контрактів виросла на 167 %, навіть незважаючи на ускладнення кількох останніх років (рис. 1).



Джерело: побудовано за: The Futures Industry Association, FIA Annual Volume Survey, 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.futuresindustry.org/downloads/FIA_Annual_Volume_Survey_2013.pdf.

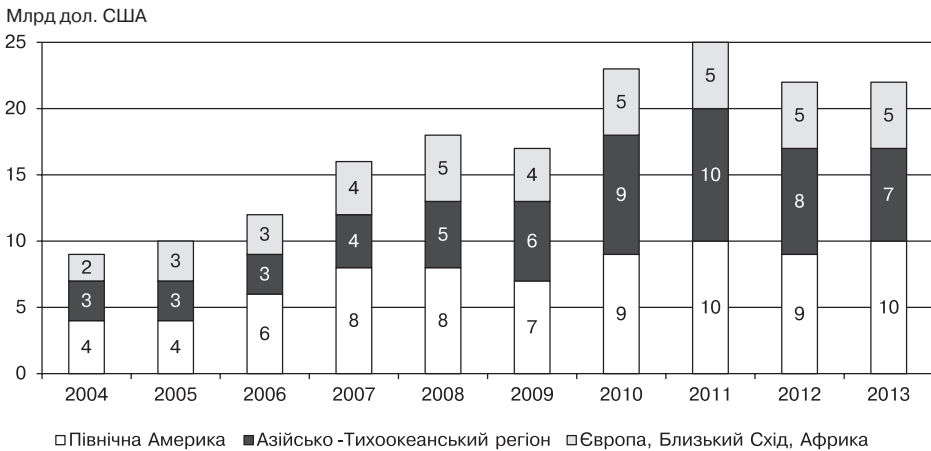
Рис. 1. Динаміка обсягів біржових угод світового ринку ф'ючерсів і опціонів на 84 біржах у 2003—2013 рр., млрд дол. США

Утім, глобальна фінансова криза не могла не вплинути на динаміку строкового ринку. Так, у 2008—2009 рр. обсяг ринку не зменшився, проте істотно уповільнилися темпи зростання. І хоча у 2010 р. вони відновились, у 2012 р. тенденція знову змінилася, а обсяг біржових угод із деривативами зменшився порівняно з 2011 р. на 15,3 %. Азійсько-Тихоокеанський регіон (АТР), Європа та Північна Америка повідомили про зниження за всіма базовими фінансовими активами — процентними ставками, акціями й валютою. Водночас товарні біржові деривативи у 2012 р. мали стабільну або висхідну динаміку, але їхній ресурс для світового ринку був занадто малим, щоб змінити загальну тенденцію. Ці коливання стали віддзеркаленням тривалої невизначеності, спричиненої повільними темпами зростання світової економіки, борговою кризою в єврозоні, високим рівнем безробіття в розвинутих економіках та ризику інфляції в країнах із ринками, що формуються.

Після 2012 р., коли глобальні ринки деривативів постраждали найбільше, торговельна діяльність у 2013 р. дещо пошвавилася. Загальний обсяг торгівлі

ф'ючерсами й опціонами на біржах по всьому світу досяг 21,64 млрд дол. США, що на 2,1 % більше, ніж у попередньому році, але значно нижче рівня, який спостерігався в 2011 і 2010 рр. Проте навіть таке незначне зростання може виявитися циклом, що започатковує нову фазу зростання. Після тривалої депресії минулих років у торгівлі ф'ючерсами й опціонами істотно збільшилися процентні ставки, особливо в Північній Америці. Наслідки п'ятирічної кредитної кризи не було повністю подолано, зате з'явився ряд контрактів, які поступово набувають популярності: ф'ючерси на срібло, на вугілля, валютні ф'ючерси.

Істотні зрушення відбуваються й у регіональній структурі строкового ринку. Так, у 2010 р. торги на азійських строкових біржах уперше перевищили аналогічні показники американських бірж та досі домінують. За результатами 2013 р. частка строкових бірж Азійсько-Тихоокеанського регіону у структурі таких бірж становила 33,6 %, Північної Америки — 36,7 %, Європи — близько 20 %. Лідерство Північної Америки пов'язане зі збільшенням обсягів торгівлі ф'ючерсами й опціонами (рис. 2).



Джерело: побудовано за: World Federation of Exchanges, Exchange Traded Derivatives Trading Volumes Recovered in 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/insight/reports/exchange-traded-derivatives-trading-volumes-recovered-2013>.

Рис. 2. Регіональна структура світового біржового ринку деривативів у 2004—2013 рр. (кількість угод на 84 біржах світу)

Слід зауважити, що порівняно з позабіржовою формою торгівлі деривативами біржова має низку переваг, зокрема такі: зниження ризиків невиконання зобов'язань або зриву поставки, висока ліквідність контрактів та дешевизна операцій. У сучасних умовах розвиток світового біржового ринку відбувається за рахунок деривативів, базисними активами котрих є валюта, цінні папери, фондові індекси, процентні ставки, а основними учасниками біржового ринку

залишаються банки. Наприклад, у 2009 р. доходи таких великих банків, як “JP Morgan Bank”, “Bank of America”, “Citibank”, “Goldman Sachs”, на ринку деривативів становили 88, 38, 32 і 30 млрд дол. США відповідно [11].

У період формування ринкових відносин строкова торгівля була започаткована й в Україні. Домінування біржової форми фінансових деривативів на міжнародних ринках великою мірою визначило формування вітчизняного строкового ринку як біржового з переважанням спекулятивних мотивів (на відміну від світової практики). В Україні торгівля фінансовими деривативами була започаткована в 1994 р. на Придніпровській товарній біржі (м. Дніпропетровськ), де відбулися перші торги валютними ф'ючерсними контрактами. Друга спроба впровадження таких контрактів у практику була зроблена на товарній біржі “Єкатеринославська” (м. Дніпропетровськ), де в 1995 р. відбулися торги ними на безготівковий курс карбованця до долара США [9, с. 331]. Згодом ф'ючерсна торгівля була організована на Київській універсальній біржі.

У грудні 1997 р. відкрилася секція строкової торгівлі на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ), що сприяло розвитку й активізації процесу впровадження деривативів у вітчизняну практику. На початковому етапі діяльність строкової секції УМВБ викликала інтерес професійних учасників ринку. За період активних торгів валютними ф'ючерсними контрактами на цій біржі (до березня 1998 р.) сумарний обсяг попиту сягнув 23 180 тис., а пропозиції — 25 222 тис. дол. США, проте реально було укладено угод лише на 2351 тис. дол., або 10,1 % обсягу попиту. Одна з причин невеликої кількості укладених угод — жорстке регулювання валютного курсу за допомогою механізму валютного коридору, обмеження котрого поширювалися й на строкові валютні операції. У лютому 1998 р. були переглянуті межі валютного коридору, що вкрай негативно позначилося на стані строкової торгівлі, адже укладені до перегляду угоди орієнтувалися на попередні умови.

Не сприяли розвитку вітчизняного строкового ринку в цей період і кризові явища на фінансовому ринку, що призвели, зокрема, до припинення торгівлі ф'ючерсними контрактами на строковій секції УМВБ через істотне підвищення ризику невиконання зобов'язань його учасниками. Аби запобігти дестабілізації валютного ринку, Національний банк України 21 серпня 1998 р. вніс зміни до Правил здійснення валютних операцій, згідно з якими укладання строкових контрактів тимчасово заморожувалося. Фактично це означало припинення роботи як біржового, так і позабіржового строкових ринків. У той самий період великі комерційні банки, насамперед Приватбанк, розпочали співпрацю з провідними біржами світу (CME, LIFFE) з укладання валютних ф'ючерсних контрактів [10].

Аналіз ситуації на вітчизняному ринку в період його становлення засвідчив явне переважання при організації біржової торгівлі валютними ф'ючерсними контрактами спекулятивних мотивів. Утім, таке становище стало скоріше наслідком загальноекономічних явищ, ніж їх причиною. За умов економічної

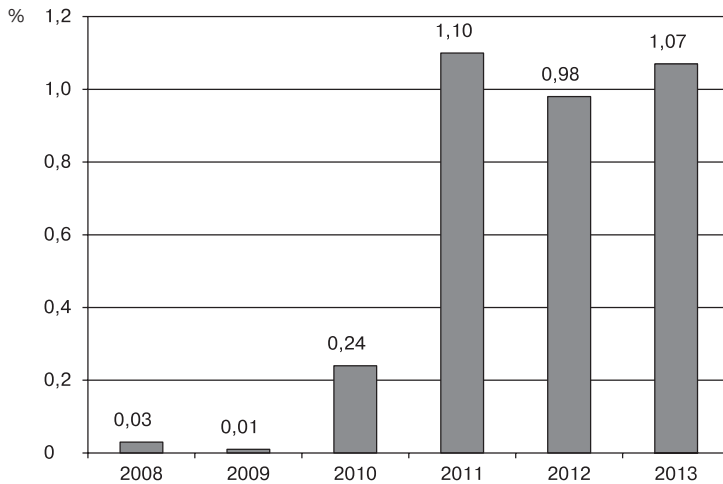
кризи, перерозподілу власності та політичної нестабільності спекулятивні тенденції починають домінувати у сфері господарської діяльності загалом. За таких умов внутрішній фінансовий ринок, включаючи строковий, змушений відігравати роль, подібну до казино. Тому сучасна стратегія бізнесу націлена на налагодження цивілізованих відносин.

Практикою доведено, що ринки, де переважають спекулянти, не можуть існувати довго. На відміну від хеджерів трейдери не мають балансових позицій, щоб компенсувати збитки за відкритими ф'ючерсними позиціями. Трейдери беруть на себе ризик хеджерів, сподіваючись одержати винагороду за цей ризик у вигляді прибутків за відкритими ф'ючерсними позиціями. Хеджери, навпаки, прагнуть уникнути ризиків, пов'язаних зі зміною ціни базового фінансового інструменту, та згодні за це платити, тобто змиритися з недоотриманням прибутків. Тому на ф'ючерсних біржах відбувається вільний перелив капіталів від хеджерів до трейдерів, без чого проведення спекулятивних операцій втратило б сенс.

На ринку, де хеджери відсутні, трейдери не мають постійного джерела доходів. Такий ринок може існувати певний час за рахунок того, що трейдери теж помиляються та не одержують прибутки за кожною операцією. Утім, зрештою можливості отримання прибутків значно звужуються й виникає чималий дисбаланс між попитом і пропозицією. Ліквідність такого ринку знижується, що стає основною причиною його недеєздатності. Саме це трапилося на вітчизняних ф'ючерсних біржах.

Новий етап розвитку строкового ринку в Україні розпочався у 2003 р., коли на УМВБ після п'ятирічної перерви була відновлена торгівля валютними ф'ючерсами, а також активізувалася біржова торгівля опціонами на акції деяких підприємств. Загалом вітчизняний строковий ринок поки що відіграє незначну роль — частка деривативів становить лише близько 1 % загального обсягу торгів на ринку цінних паперів (рис. 3).

Разом із тим спостерігалось динамічне зростання строкового ринку, зокрема у 2011 р. його обсяг збільшився майже в п'ять разів порівняно з попереднім роком. Хоч як це парадоксально, фінансова криза стимулювала активізацію біржового сегмента строкового ринку, котрий у посткризовий період характеризується постійним підвищенням обсягів емісій і торгів із похідними інструментами. Аналізуючи 2013 р., можна зазначити, що обсяг торгів деривативами зменшився на 6,9 млрд грн порівняно з 2012 р., проте частка деривативів у загальному обсязі зросла і становила 1,07 %. Аналіз динаміки цих показників за 2007—2013 рр. дає змогу виокремити два періоди: докризовий і післякризовий. Для першого періоду властива нестабільна динаміка емісії та незначні, майже сталі, обсяги торгів, що вказує на фактичну відсутність інтересу до деривативів. На противагу цьому посткризовий період характеризується інтенсивним зростанням обсягів торгів деривативами й, відповідно, емісій на строковому ринку. За останніх три роки суми, на котрі були укладені



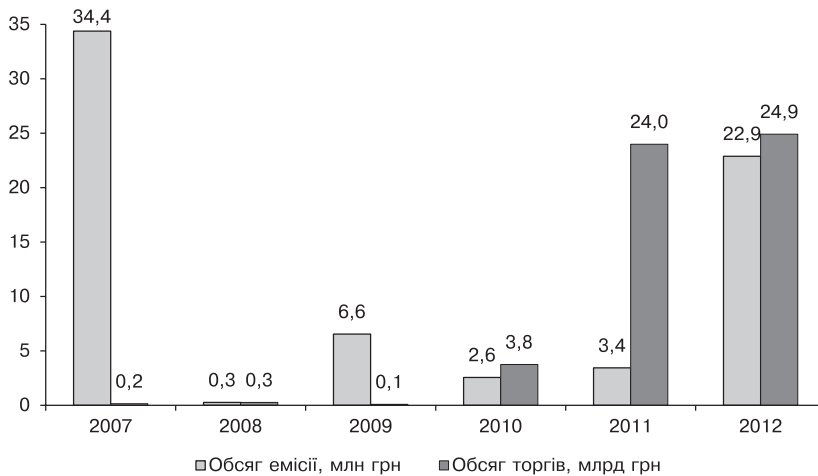
Джерело: побудовано за даними річних звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<http://www.nssmc.gov.ua>).

Рис. 3. Динаміка частки торгів деривативами на фондовому ринку України у 2008—2013 рр.

біржові строкові контракти, помітно збільшилися — з 3,75 млрд грн у 2010 р. до 24,91 млрд грн у 2012 р., тобто майже в 6,6 раза (рис. 4). У 2013 р. обсяг торгів похідними цінними паперами (деривативами) на біржовому ринку становив 18,01 млрд грн, у т. ч. в секції строкового ринку сума контрактів за деривативами дорівнювала 17,64 млрд грн. До біржових списків організаторів торгівлі було включено 259 похідних цінних паперів, що на 12,61 % більше, ніж у 2012 р. (230 деривативів).

Такому стрімкому зростанню ринку сприяла активізація у 2010 р. діяльності фондових бірж — лідерів торгів щодо запровадження нових технологій та інструментів торгівлі похідними фінансовими інструментами. Крім того, це пов'язано з істотними змінами в загальній структурі операцій на фондовому ринку, де значно зменшилася частка операцій із пайовими цінними паперами. З 1 січня 2013 р. введено податок на позабіржові операції з деривативами, тоді як для операцій, що проводяться на біржовому ринку, передбачена нульова ставка. У результаті відбулися структурні зрушення в бік організованої біржової торгівлі. Щоправда, якість цінних паперів, котрі потрапили на ринок, на думку фахівців, може бути неналежною [12, с. 106].

Основними організаторами торгів на вітчизняному строковому ринку виступили Українська біржа (УБ), на яку станом на 01.11.2013 припадало 53,4 % обсягів строкової торгівлі, та фондова біржа “Перспектива” з часткою ринку 46,6 %. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) зареєструвала правила торгівлі строкового майданчика УБ та зразок ф'ючерсного контракту на її індекс, розпочавши цим новий етап



Джерело: побудовано за даними річних звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<http://www.nssmc.gov.ua>).

Рис. 4. Динаміка обсягів зареєстрованих випусків опціонів і торгів деривативами на строковому ринку у 2007—2012 рр.

становлення вітчизняного фондового ринку. Того ж року на цій біржі відкрилася строкова секція, де здійснювалася торгівля фондовими деривативами. Зараз Українська біржа проводить торги розрахунковими ф'ючерсними контрактами на індекс українських акцій (UX) та опціонними контрактами на ф'ючерс на індекс українських акцій. Нові інструменти швидко набули популярності серед учасників торгівлі, у результаті обсяги торгів зросли, а їхня частка у 2013 р. на організованому строковому ринку становила 100 % [13].

До розбудови строкового ринку в Україні приєдналася фондова біржа “Перспектива”, що працює з 2006 р. У 2011 р. НКЦПФР було зареєстровано Правила строкового ринку біржі “Перспектива” та специфікації строкових контрактів на: 1) український індекс ставок за депозитами фізичних осіб (індекс UIRD); 2) індекс українських облігацій (індекс UB); 3) поставку облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). У травні 2012 р. запроваджено торги процентним деривативом — ф'ючерсом на український індекс. Це стало першою спробою біржових торгів процентними строковими контрактами (Interest Rate Future, IRF) на вітчизняному строковому ринку. Такі процентні деривативи дають змогу ефективно хеджувати ризики зміни процентних ставок на фінансовому ринку, тому саме ці базові активи покладено в основу переважної більшості строкових фінансових інструментів, котрі застосовуються у світі. На думку фахівців, відсутність нормативних можливостей для обігу валютних деривативів (окрім валютних форвардів і свопів), а також специфіка ринку акцій в Україні та його певна умовність ускладнюють обіг фондових деривативів. Тому вибір було зроблено на користь процентних деривативів.

Станом на 01.07.2013 біржею “Перспектива” зареєстровано три специфікації ф’ючерсних контрактів і три специфікації опціонів, базовим активом яких є процентна ставка. Ця біржа першою в Україні реалізувала ринок заявок, self-listing (2010 р.), модель централізованого клірингу та розрахунків через спеціалізовану небанківську платіжну систему (2009 р.); зареєструвала специфікації (2011 р.) та випустила в обіг процентні деривативи (2012 р.). Членами біржі є 125 торговців цінними паперами (на 28.02.2013), що становить 18,2 % їхньої загальної кількості — членів профільної саморегульованої організації [14]. Завдяки запровадженню нових строкових інструментів, із 2010 р. розміри торгів деривативами почали переважати над обсягом їх емісії, отже, строковий ринок із незначного сегмента поступово перетворюється на більш функціональну й повноцінну складову фінансового ринку, на якому обертаються значні обсяги похідних інструментів.

В обігу на вітчизняному строковому ринку перебувають опціони та ф’ючерси. Починаючи з 2003 р. НКЦПФР зареєстровано 26 випусків опціонів, проте їх обсяги були незначними порівняно з опціонними ринками розвинутих країн. У 2009 р. торги опціонами проводилися на Придніпровській фондовій біржі (ПФБ) — 264,3 млн грн, Українській фондовій біржі (УФБ) — 252 млн грн, Українській міжбанківській валютній біржі — 157 млн грн, Першій фондовій торговельній системі (ПФТС) — 0,03 млн грн. На початку 2010 р. кількість майданчиків, які проводять аукціони з продажу опціонів, скоротилася до двох (УМВБ і ПФБ). Серед похідних інструментів, що випускались у 2007—2009 рр., переважали опціони на товари й послуги. У пропонуваніх опціонних контрактах базовими активами найчастіше ставали не традиційні для розвинутих ринків інструменти або товари (валюта, акції, нафта чи зерно), а екзотичні. Так, базовим активом опціонів ВАТ “Укртелеком” стали послуги телефонних мереж зв’язку. Також у НКЦПФР були зареєстровані випуски опціонів, базовими активами яких є житлові приміщення. Той факт, що фінансові інструменти ще не стали найпоширенішими базовими активами при укладанні строкових контрактів, пов’язаний головним чином із недостатнім розвитком фондового ринку та його низькою активністю.

У 2012 р. НКЦПФР зареєстровано дев’ять випусків опціонів на суму 22,89 млн грн, порівняно з кризовим 2009 р. обсяг їх випуску збільшився в 3,5 раза (таблиця). У 2013 р. спостерігалось стрімке зростання обсягів емісії — у 6,7 раза, або на 19,45 млн грн порівняно з 2011 р. У обігу на українському фондовому ринку перебувають лише квартальні опціони, базовим активом яких є ф’ючерсний контракт із різними датами виконання. Опціон американського типу, його можна виконати достроково. У систему введені 15 страйків у діапазоні 1900—3500 пунктів [15]. У останній день дії опціону відбувається його автоматичне виконання “в грошах”. При цьому укладається ф’ючерс, що є базовим активом опціону, за ціною, котра дорівнює ціні його виконання. Власник опціону стає покупцем ф’ючерсу, а передплатник — продавцем ф’ючерсу.

Таблиця. Обсяги біржових торгів похідними фінансовими інструментами в Україні у 2010—2013 рр.

Деривативи	Обсяги торгів, млрд грн				Приріст, %		
	2010	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Всього	3,73	23,82	24,41	17,64	+538,6	2,48	(-) 27,73
У т. ч. ф'ючерси UX та опціони на них	3,59	23,71	13,11	3,13	+560,4	(-) 44,71	(-) 76,12
ф'ючерси UIRD	—	—	11,37	14,51	—	100	27,62

Джерело: складено за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<http://www.nssmc.gov.ua>); біржі “Перспектива” (<http://economics.unian.net/rus/news/179351-birja-perspektiva-zapuskaet-torgi-depozitnymi-sertifikatami-natsbanka.html>); ПАТ “Українська біржа” (<http://www.ux.ua>).

Для ф'ючерсів, що обертаються на Українській біржі, базовим активом є індекс на її акції, тобто це фондові ф'ючерси; для ф'ючерсів, які обертаються на біржі “Перспектива”, — процентні ставки, тобто вони є процентними ф'ючерсами. Наприкінці 2013 р. біржа “Перспектива” закріпила лідируючу позицію на строковому ринку України. Її ринкова частка за результатами 2013 р. становила 85 % загального обсягу торгів. Домінування торгів процентними деривативами збіглося зі світовою тенденцією. Відсутність у структурі вітчизняного біржового обороту товарних деривативів (ф'ючерсних контрактів і опціонів) свідчить, що на сучасному етапі товарні біржі в Україні практично не виконують цінову та стабілізаційну функції [16]. Податкова й депозитарна реформи українського фондового ринку призвели до скорочення в 2013 р. обігу цінних паперів, зокрема деривативів, на третину.

Порівняльний аналіз процесів становлення строкових ринків у розвинутих країнах та в Україні дає змогу виявити низку суттєвих відмінностей. У світовій практиці зародження строкової торгівлі пов'язане з появою передусім її позабіржової форми — форвардних контрактів. Досягнення спекулятивних цілей на позабіржовому строковому ринку є досить проблематичним, тому більшість позабіржових угод укладається з метою хеджування. І тільки після тривалого розвитку було організовано перші біржові центри торгівлі похідними інструментами. Спочатку на міжнародних ф'ючерсних біржах переважали контракти на основі товарних активів (наприклад, нафтові ф'ючерси). Виникнення такого ринку було пов'язане з необхідністю розв'язати суперечність між циклічністю коливань ринкової кон'юнктури та забезпеченням стабільності фінансового стану суб'єктів господарювання. Спекулятивна складова за таких умов мала підпорядковане значення.

Фінансові ф'ючерсні біржі набули розвитку насамперед у країнах — лідерах ринкової економіки, де акумульовані величезні фінансові ресурси в різних інвестиційних фондах та банківських системах. Зі складової оптової торгівлі біржі перетворилися на центри ф'ючерсної торгівлі в широкому розумінні, тобто на ціноутворювальні центри, центри страхування прибутку й такої комерційної діяльності, яка надає можливість отримувати додатковий прибуток. Високий

рівень розвитку інформаційних технологій і лібералізація фінансового сектору економіки сприяли оперативному поширенню й популяризації деривативів. Таким чином, біржова торгівля ф'ючерсами стала своєрідною вищою точкою розвитку строкового ринку, котрий відповідає рівневі ринкової економіки. На відміну від згаданого, вітчизняний строковий ринок відразу почав формуватись як біржовий, хоча відповідні умови ще не були створені.

Проводячи історичні паралелі, вимушені констатувати, що при утворенні вітчизняного ф'ючерсного ринку переважали спекулятивні тенденції. На початковому етапі формування ринкових засад в Україні не було об'єктивних причин для виникнення строкового ринку, якщо мати на увазі завдання хеджування ризиків, котрі розв'язуються в західній економіці. Скоріше створення ф'ючерсних бірж стало продовженням процесу копіювання форм організації зарубіжних фінансових ринків. У цій сфері реалізації реформ, як і в інших, запозичувалася насамперед зовнішня форма, котра, за задумом організаторів, мала автоматично набути адекватного змісту. Однак на практиці цього не відбулося. Отже, на відміну від розвинутих країн строкова торгівля в Україні виникла переважно як спекулятивна, що значною мірою зумовило її вразливість [17].

Як за масштабами, так і за цілями й правилами торгівлі вітчизняний ринок фінансових деривативів істотно відрізняється від міжнародних фінансових ринків. Основною причиною його вразливості слід визнати домінування спекулятивних мотивів та відсутність хеджерів. При цьому закономірно постає питання: чи потрібен внутрішній ринок фінансових деривативів за наявності великої кількості стабільних і успішних міжнародних центрів торгівлі деривативами? Відповідь на нього однозначна: механізми хеджування ризиків потрібні всім, а доступ на міжнародні біржі має обмежене число вітчизняних підприємців. Тому створення й активізація власного ф'ючерсного ринку, що відповідав би потребам і можливостям національних виробників, є найреальнішим та перспективним напрямом розвитку фінансових деривативів в Україні. У майбутньому такий ринок може інтегруватися в міжнародну систему ф'ючерсної торгівлі.

У результаті аналізу виявлено проблеми розвитку вітчизняного строкового ринку, а саме:

- відсутність механізмів оптимізації одночасної участі на ринку стандартних контрактів та ринку базисних активів;
- фактичну несформованість відповідного інфраструктурного забезпечення функціонування ринку та його непристосованість до управління ризиками;
- брак інноваційних інструментів;
- високу залежність від активності індивідуальних гравців і недостатню участь у ринку інституційних інвесторів;
- слабозрозвинений опціонний сегмент, високу концентрацію активності в невеликій кількості найліквідніших контрактів;

— фрагментарне, вузькоспеціалізоване правове регулювання, відсутність чіткого, єдиного термінологічного підґрунтя.

Незначний інтерес вітчизняних хеджерів до цього виду діяльності зумовлений також недостатньою інформованістю потенційних учасників строкового ринку про можливості, котрі надають деривативи.

Строковий ринок є надбудовою спотового ринку, тому його ефективність безпосередньо залежить від розвитку останнього. Фінансові деривативи як інструменти мінімізації цінових ризиків дістануть поштовх до розвитку, коли до цього виду діяльності масово вдаватимуться хеджери, а спекулятивні мотиви, котрі переважали у вітчизняній практиці на початковому етапі, матимуть підпорядкований характер. Уже підкреслювалося, що ф'ючерсні ринки в розвинутих країнах були покликані створити умови саме для проведення операцій хеджування цінових ризиків. Як наголошував М. Стрейт, “у історії розвитку індивідуальних ф'ючерсних ринків не відомі випадки, коли мотиви спекуляції, а не бажання уникнути комерційних ризиків, були рушійною силою відкриття таких ринків” [18, с. 24].

Найбільшою категорією хеджерів є підприємства, тому нарощування обсягів випуску конкурентоспроможної продукції та активізація зовнішньоекономічної діяльності спричиняють об'єктивну потребу в проведенні операцій хеджування цінових ризиків. Успішність упровадження фінансових деривативів у діяльність українських підприємств як інструментів хеджування значною мірою залежить від якості практичних рекомендацій стосовно їх аналізу, обліку й аудиту, котрі впливають із результатів наукових досліджень та в яких враховано особливості вітчизняного законодавчого й нормативного поля.

Вважаємо, що на сучасному етапі найефективнішими, з точки зору залучення учасників торгів і поліпшення інвестиційної привабливості біржового ринку, є розрахункові ф'ючерсні контракти в гривні, але з прив'язкою до курсу долара США. До таких відносимо насамперед ф'ючерси на ціну золота та на валютну пару “долар — гривня”, навіть попри занепокоєння регулятора тим, що валютні деривативи можуть бути використані спекулянтами у спосіб, який дестабілізує валютний ринок. Упровадження строкових контрактів на валютну пару надасть НБУ можливість фіксувати реальну волатильність змінного курсу гривні відносно долара США, що має створити базу для прогнозування його динаміки та потребує спрощення валютного регулювання.

Крім того, довгоочікуваним інструментом на вітчизняному фінансовому ринку, котрий допоможе хеджувати разом із традиційними виробничими ризиками ризики світових фінансових криз, є ф'ючерсний контракт на золото. Обсяги торгів ф'ючерсом на золото на зарубіжних торговельних майданчиках, зокрема на найбільшій біржі деривативів CME Group, сягають близько 300 тис. контрактів на день, що свідчить про попит учасників на цей інструмент. Хеджуванню виробничих ризиків та прозорому ціноутворенню сприятиме торгівля товарними біржовими деривативами, які мають прив'язку до

реального базового активу. Запровадження торгів такими деривативами на фондовій біржі також може стати першим кроком до інтеграції біржової торгівлі в Україні, що відповідатиме усталеним світовими тенденціям.

Роль каталізатора процесів популяризації й упровадження фінансових деривативів у повсякденну діяльність суб'єктів ринкових відносин мають відігравати комерційні банки. Зазначимо, що для останніх діяльність, пов'язана з такими деривативами, створює низку привабливих можливостей: окрім механізмів хеджування строковий ринок дає змогу істотно розширити спектр банківських продуктів і послуг. Цими можливостями банки можуть скористатись як для проведення власних операцій, так і для виконання посередницьких функцій між клієнтами й ринком, що сприятиме підвищенню банківських доходів.

Обов'язковою умовою успішного розвитку будь-якого ринку є економічна й політична стабільність. Оскільки рішення у сфері економіки часто тісно пов'язані з політикою, цілком очевидно, що ризики зміни законодавства, правил оподаткування та валютного регулювання дотепер значно перевищують прийнятний рівень. За таких умов вітчизняний ринок деривативів не спроможний виконувати функцію макроекономічної стабілізації, котра в класичній економічній теорії та практиці розвинутих країн належить строковому ринку. Лише держава у змозі сформувати довгострокову довіру до похідних фінансових інструментів та забезпечити високу ліквідність контрактів, без якої їх функціонування втрачає сенс. Досвід розвинутих країн свідчить, що становлення строкового ринку, як правило, супроводжується підтримкою з боку держави: у більшості європейських країн біржі від їх створення функціонують під її контролем.

На етапі формування вітчизняний ринок деривативів не мав реальної державної підтримки, хоча саме в цей період вона була найпотрібніша. Як довела практика роботи ф'ючерсних бірж в Україні, для організації високоліквідного й стабільного ринку фінансових деривативів зусиль окремих груп замало, тож участь держави в цьому процесі є необхідною. Саме остання повинна створити сприятливі умови для активізації строкового ринку. Таку роботу слід проводити в кількох напрямках. Насамперед варто офіційно визнати, що Україні потрібен строковий ринок, та розробити державну політику. Також на державу покладається функція формування відповідної правової бази, включаючи систему ефективного контролю біржової діяльності. У країні має бути створене єдине правове підґрунтя для функціонування бірж, контролю їхньої діяльності з боку державних органів, ліцензування, оподаткування й регулювання. Активна участь держави в проведенні строкових операцій сприятиме створенню атмосфери довіри та підвищенню ліквідності похідних інструментів. Для цього варто визначити тактичні й стратегічні засади державної політики, закріпивши їх законодавчо через прийняття Державної концепції розвитку строкового ринку.

Рівень розвитку та якість функціонування строкового ринку великою мірою залежать від досконалості інфраструктури біржового ринку. І вітчизняний біржовий ринок не є винятком. Важливим аспектом реформування є зміни, спрямовані насамперед на створення консолідованої інфраструктури біржової діяльності. В Україні не сформовано належної системи організації й регулювання останньої. Незважаючи на певний прогрес, рівень розвитку та підтримки взаємодії між структурними елементами біржового ринку залишається низьким та не відповідає світовим стандартам. Ідеться передусім про слабку взаємодію бірж із депозитарною системою, на яку покладено функції клірингу та обслуговування рахунків за договорами. Отже, без створення інфраструктури строкового ринку, що відповідатиме цивілізованим стандартам та буде підкріплена адекватною законодавчою базою, сподіватися на прогрес у цьому сегменті ринку не варто.

Активізації національного строкового ринку перешкоджає недосконалість законодавчої бази, яка не відповідає реальній економічній ситуації та загальноприйнятим у світовій практиці нормам і регулятивним механізмам. У чинних законодавчих актах і регулятивних документах наявні суперечності (тлумачення деривативу, питання мита й оподаткування тощо). Нормативно-правові акти здійснюють фрагментарне регулювання [6, с. 40]. Не створено й спеціалізованого регулятивного органу, який повинен здійснювати координацію, контроль та організаційне забезпечення системи біржової торгівлі. Як наслідок, біржовий ринок фактично розвивається стихійно. Чинне законодавство чітко не забезпечує неоспорюваності, дійсності та гарантій виконання правочинів із деривативами, що зумовлює неможливість використання деривативів в Україні за їхнім безпосереднім призначенням.

Змінити ситуацію можуть рішучі дії на підтримку строкового ринку з боку державних структур. Надзвичайно важливою є позиція Національного банку України з цього питання. Потужного імпульсу розвитку строкового ринку можуть надати скоординовані дії Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, податкових органів, науковців, фахівців бірж і комерційних банків. Із метою забезпечення ефективного регулювання й нагляду за дотриманням правил торгівлі доцільно заснувати координаційну раду з питань біржового ринку на чолі з НБУ, що сприятиме наданню гарантій та створенню сприятливого інвестиційного клімату для залучення вільного капіталу у сферу біржової торгівлі.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Розвиток сучасного строкового ринку характеризується якісними змінами, пов'язаними з фінансовими інноваціями та активізацією торгівлі деривативами. Ринок деривативів є невід'ємною складовою міжнародного фінансового ринку, що означає його зближення і взаємодію з іншими секторами економіки. Виняткова роль строкового ринку для економіки проявляється в його здатності нейтралізувати фінансові ризики для учасників ринку. Крім того, ринок деривативів сприяє

підвищенню ліквідності фондового ринку загалом, а також потребує значно менших інвестиційних витрат, ніж операції на ринках базових активів, завдяки можливості використання фінансового левереджу.

В умовах нестабільності світових фінансових ринків, правової неврегульованості та недостатньої затребуваності деривативів суб'єктами реального сектору української економіки як інструментів хеджування необхідне створення високонадійної й ефективної системи захисту фінансових активів від непередбачуваних цінових коливань за допомогою деривативів. Для запровадження торгівлі похідними фінансовими інструментами слід забезпечити ефективне функціонування біржової торгівлі на ринку спот. Проблемним питанням залишається відсутність нормативних актів, які чітко визначали би порядок емісії й обігу деривативів в Україні. Встановлення таких правил та формування механізмів активізує ринок та сприятиме зростанню зацікавленості в біржових строкових контрактах.

Таким чином, стратегічними напрямками розвитку вітчизняного ринку деривативів є: розширення інструментарію строкового ринку; автоматизація та модернізація торгової інфраструктури, розвиток електронної торгівлі; вирішення питань правового регулювання функціонування біржового ринку; розширення кола учасників шляхом забезпечення ефективного механізму залучення до біржових торгів індивідуальних інвесторів.

Список використаних джерел

1. *Black F.* The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // *Journal of Political Economy.* — 1973. — №. 3. — P. 637—654.
2. *Кейнс Дж.* Общая теория занятости, процента и денег / Дж. Кейнс ; пер. с англ. — М. : Гелиос АРВ, 1999. — 352 с.
3. *Колб Р. У.* Финансовые деривативы : учебник / Р. У. Колб ; пер. с англ. — 2-е изд. — М. : Филинь, 1997. — 360 с.
4. *Шварц Ф.* Биржевая деятельность Запада (Фьючерсные и фондовые биржи, система работы и алгоритмы анализа) / Ф. Шварц ; пер. с англ. — М. : Ай Кью, 1992. — 172 с.
5. *Бралатан В. П.* Розвиток біржового ринку в Україні: історія діяльності товарних бірж в Україні / В. П. Бралатан [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://revolution.allbest.ru/bank/00094454_9.html.
6. *Дегтярьова Н. В.* Інфраструктурна складова розвитку інноваційних біржових фінансових інструментів / Н. В. Дегтярьова // *Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку* : зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф., 15 листоп. 2013 р., Київ. — К. : Криниця, 2013. — С. 39—41.
7. *Кицюк І. В.* Шляхи становлення ф'ючерсних ринків України / І. В. Кицюк, Г. І. Коваль // *Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки.* — 2008. — № 6. — С. 143—147.
8. *Міщенко В. І.* Організація ф'ючерсного валютного ринку / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова // *Фінанси України.* — 1998. — № 10. — С. 60—69.
9. *Сохацька О. М.* Ф'ючерсні ринки: історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. — Т. : Екон. думка, 1999. — 408 с.

10. *Сохацька О. М.* Біржова справа : підручник / О. М. Сохацька — 2-ге вид., змін. і доп. — Т. : Карт-бланш ; К. : Кондор, 2008. — 632 с.
11. The Futures Industry Association: Report on Trading Volume in the Global Listed Derivatives Markets, 2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.futuresindustry.org/downloads/FI-2012_Volume_Survey.pdf.
12. *Тимченко О. М.* Доцільність новацій в оподаткуванні операцій з цінними паперами / О. М. Тимченко // Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку : зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф., 15 листоп. 2013 р., Київ. — К. : Криниця, 2013. — С. 105—107.
13. Офіційний веб-сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/>.
14. Биржа “Перспектива” запускає торги депозитними сертифікатами Нацбанка [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://economics.unian.net/rus/news/179351-birja-perspektiva-zapuskayet-torgi-depozitnyimi-sertifikatami-natsbanka.html>.
15. Оперативна інформація щодо стану фондового ринку та ринку цінних паперів // Офіційний веб-сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>.
16. *Бугіль С. Я.* Товарні біржі України: проблеми та перспективи розвитку / С. Я. Бугіль // Вісник Львівської державної фінансової академії. — 2009. — № 16. — С. 46—52.
17. *Примостка Л. О.* Вразливість строкового ринку України — в домінуванні спекулятивних тенденцій / Л. О. Примостка // Вісник НБУ. — 1999. — № 2. — С. 38—40.
18. *Strait M.* Futures Markets: Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading / M. Strait. — London, 1983. — 115 p.