

Святослав В. Князь, Галина Й. Лучко
**СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ
РИНКУ ДЕРИВАТИВІВ В УКРАЇНІ**

У статті досліджено особливості функціонування вітчизняного ринку похідних цінних паперів. Виділено складові цього ринку та наведено порядок їх взаємодії. Запропоновано визначення економічної сутності деривативів. Оцінено стан торгівлі похідними цінними паперами в Україні за останні п'ять років. Виокремлено основні проблеми, які перешкоджають повноцінному розвитку цього ринку.

Ключові слова: фінансовий ринок; похідні цінні папери; деривативи; хеджування; ризики.

Рис. 2. Літ. 11.

Святослав В. Князь, Галина И. Лучко
**СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМЫ
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ В УКРАИНЕ**

В статье исследованы особенности функционирования отечественного рынка производных ценных бумаг. Выделены составляющие элементы этого рынка и представлен порядок их взаимодействия. Предложено определение экономической сущности деривативов. Оценено состояние торговли производными ценными бумагами в Украине за последние пять лет. Выделены основные проблемы, препятствующие полноценному развитию этого рынка.

Ключевые слова: финансовый рынок; производные ценные бумаги; деривативы; хеджирование; риски.

Sviatoslav V. Kniaz¹, Halyna Y. Luchko²
**CURRENT STATE AND PROBLEMS IN DERIVATIVES
MARKET FUNCTIONING IN UKRAINE**

The paper explores the specific features of the domestic derivatives market functioning. The components of the market are identified and the order of their interaction is determined. The definition of the economic contents of derivatives is offered. Assessment of the derivatives trading in Ukraine in the past five years is carried out. The key problems hindering the development of the market are determined.

Keywords: financial market; derivative securities; derivatives; hedging; risks.

Постановка проблеми. Глобалізація економіки, нестабільність відсоткових ставок, валютних курсів, значна інфляція та світова криза у 1970-х рр. стали поштовхом до виникнення ефективних фінансових інструментів управління ризиками. Саме динамічність і глобалізація світових ринків зумовили появу однієї з найуспішніших інновацій фінансових ринків – похідних фінансових інструментів (деривативів). Сучасний світовий фінансовий ринок, зокрема строковий, незважаючи на банкрутство низки відомих банків, продовжує динамічно розвиватись. Саме ринок деривативів в економічно розвинених країнах світу виконує роль індикатора стану і перспектив змін як національних, так і світової економік. В Україні ринок деривативів перебуває на сьогодні у фазі становлення. Саме тому актуальним є дослідження стану та перспектив упровадження інноваційних методів управління ризиками на основі використання деривативів в Україні.

¹ National University "Lviv Polytechnics", Ukraine.

² National University "Lviv Polytechnics", Ukraine.

Аналіз досліджень і публікацій. Дослідження ринку деривативів привертало увагу багатьох зарубіжних теоретиків і практиків. Вивченням проблематики розвитку ринку деривативів займалися такі вітчизняні вчені, як: В. Гордон [2], В. Гоффе [3], Н. Іващук [4], В. Міщенко [7], Л. Примостка [8], О. Сохацька [10] та інші. Наукові праці названих авторів присвячені дослідженню фінансових ринків загалом; становленню і розвитку ринку деривативів в Україні, уточненню сутності похідних фінансових інструментів та особливостей їх функціонування; розробці теоретико-методологічних засад застосування деривативів; формуванню процедур функціонування біржового та позабіржового ринків. Також у наукових працях [2; 3] досліджено роль та сутність вітчизняного ринку деривативів та розглянуто шляхи його прискореного розвитку з урахуванням зарубіжного досвіду.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Здебільшого ці праці висвітлюють результати дослідження сутності та структури строкового ринку, ф'ючерсного ринку, аспектів застосування похідних фінансових інструментів. Поглибленого вивчення вимагає ідентифікація проблем, які гальмують подальший розвиток вітчизняного ринку деривативів.

Метою дослідження є аналіз сучасного стану вітчизняного ринку деривативів та виявлення основних чинників, що перешкоджають розвитку цього ринку та його повноцінному функціонуванню.

Основні результати дослідження. Національна фінансова система є сукупністю механізмів формування і використання ресурсів, необхідних для створення економічних благ, соціальних гарантій і задоволення інших потреб держави, суспільства та суб'єктів господарювання. Враховуючи те, що вона знаходиться на стадії розвитку, на сьогодні відсутнє єдине розуміння її структури. Узагальнення літературних джерел показало, що більшість авторів серед компонентів фінансової системи України виділяють міжнародні фінанси, фінанси держави, фінанси суб'єктів господарювання, фінанси домогосподарств, а також фінансові ринки [4; 5; 11]. Бурхливі економічні зміни, які в останні роки відбуваються в Україні, зумовили розвиток вітчизняного фінансового ринку. Його динамічність, мінливість і непередбачуваність, які спричиняли постійні коливання курсів валют, котирувань цінних паперів і процентних ставок, стали поштовхом до розвитку нових фінансових інструментів, а саме деривативів.

Національний фінансовий ринок включає ринок банківських кредитів, страховий ринок, ринок золота та інших банківських металів, валютний ринок і ринок цінних паперів. Серед компонентів ринку цінних паперів виділяють ринок інструментів власності (ринок корпоративних цінних паперів), ринок боргових цінних паперів та ринок похідних цінних паперів. Найменш дослідженою компонентою ринку цінних паперів є ринок похідних цінних паперів. На розвинутих світових фінансових ринках одним із найпопулярніших способів інвестування з метою отримання прибутку і страхування активів є використання деривативів.

За результатами аналізу низки наукових праць [2–4; 6; 7] і нормативно-правових актів, а також власних досліджень доцільно розглядати деривативи як похідні цінні папери, які мають форму строкових контрактів, що визна-

чають права і зобов'язання сторін на предмет придбання чи продажу одних активів в обмін на інші активи на умовах, визначених на момент підписання контракту, або на предмет проведення розрахунків за результатами порівняння ціни виконання деривативу з біржовим індексом на момент закриття торгів у день виконання контракту. Найпоширенішими деривативами є форварди, ф'ючерси, опціони та свопи. На вітчизняному ринку окремі аналітики фінансових організацій до деривативів відносять також сертифікати акцій, сертифікати облігацій, депозитні та депозитарні розписки. Їх обіг пов'язаний з обігом базових фінансових активів і, відповідно, їх ціна також залежить від вартості базового активу. Для фондових деривативів базовим активом є цінні папери, біржові індекси, для валютних деривативів – валюта, для товарних деривативів – матеріальні активи. У даний час немає обмежень щодо інновацій на ринку деривативів. Окрім стандартних базових активів (ціни акцій, індекси ринків акцій, відсоткові ставки, курси валют тощо), на світових ринках базовими активами можуть бути будь-які змінні в часі величини. Це приводить до появи нових нестандартних фінансових інструментів – екзотичні опціони, кредитні та погодні деривативи тощо.

Доцільно зауважити, що ф'ючерси обертаються лише на біржовому ринку, форварди – лише на позабіржовому, опціони є предметом обігу на обох. Основними міжнародними центрами здійснення операцій з деривативами є такі фондові біржі: Чиказька – Chicago Mercantile Exchange (CME); Нью-Йоркська – New-York Mercantile Exchange (NIMEX); Лондонська – London International Financial Futures Exchange (LIFFE); Паризька – Marche a Terme International de Paris (MATIF). Проте 95% операцій строкового ринку належить позабіржовому ринку (Over the Counter Market – OTC), банкам та іншим фінансовим інституціям.

Для визначення двох основних функцій ринку деривативів доцільно процитувати В.Б. Гордона: «Ринок похідних фінансових інструментів виконує дві функції. Перша – перерозподіл ризиків між суб'єктами господарювання (відображає операції з хеджування), друга – це перерозподіл доходів між учасниками ринку строкових угод (пов'язана із спекулятивними операціями)» [2]. За результатами узагальнення [3; 4; 7; 8] також доцільно виділити такі функції деривативів у національній фінансовій системі:

- посвідчення прав, що впливають з володіння основними цінними паперами;
 - надання додаткових пільг власникам основних цінних паперів. Цю функцію здійснюють ф'ючерси, опціони, в т.ч. варанти, які дають можливість придбати або відмовитись від придбання основних цінних паперів; забезпечення функціонування основних цінних паперів;
 - можливість використання деривативів для стабілізації фінансового стану суб'єктів в умовах нестабільності ринкової економіки;
 - фіксація очікуваних курсів і страхування власників основних цінних паперів від пониження курсів. Цю функцію виконують ф'ючерси та опціони;
 - можливість заміни основних цінних паперів їх сурогатними формами.
- Цю функцію виконують сертифікати акцій, сертифікати облігацій, депозитні розписки;

- забезпечення проникнення основних цінних паперів на іноземні фондові ринки. Цю функцію виконують депозитарні розписки, зокрема, в тому випадку, коли вони випускаються на вітчизняні цінні папери іноземними емітентами і рееструються іноземною депозитарною системою.

Аналіз наукових праць [2–5; 10; 11], присвячених дослідженню фінансових ринків, похідних фінансових інструментів, та власні дослідження дозволили виділити наступні складові елементи ринку похідних цінних паперів (рис. 1) та встановити порядок їх взаємодії.

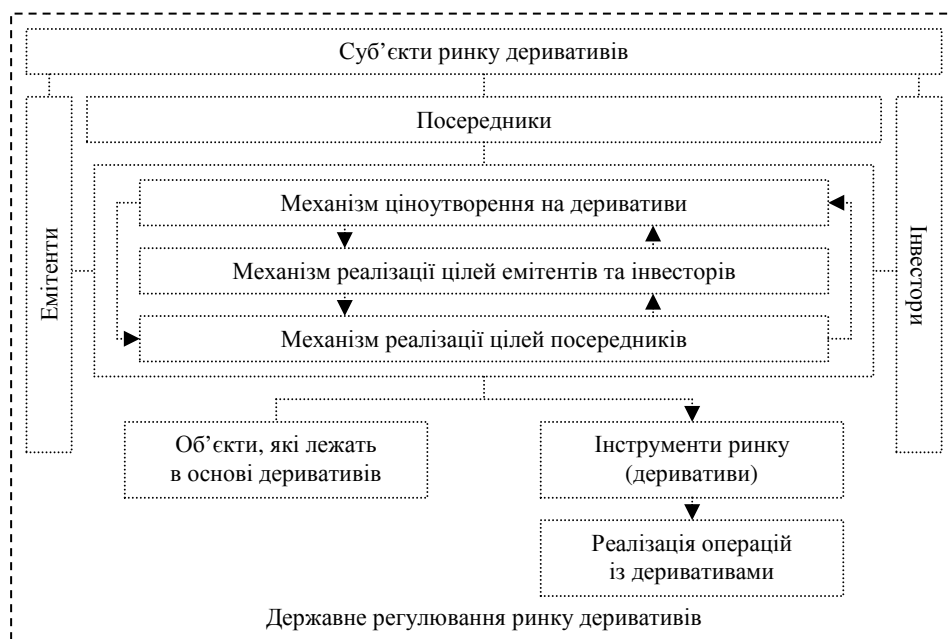


Рис. 1. Взаємодія складових елементів ринку деривативів, авторська розробка

До складових елементів ринку похідних цінних паперів належать: суб'єкти та інструменти ринку, об'єкти, які лежать в основі деривативів, механізми ціноутворення на деривативи, а також реалізації цілей суб'єктів ринку деривативів. Суб'єктами ринку похідних цінних паперів є емітенти, інвестори, брокери, депозитарії, зберігачі, дилери тощо. У ролі тактичних та стратегічних інструментів реалізації цілей суб'єктів фінансових ринків виступають похідні цінні папери. Механізм ціноутворення на деривативи і механізми реалізації цілей суб'єктів ринку деривативів (емітентів, інвесторів і посередників), з одного боку, формуються на основі організаційно-правових та інфраструктурних умов, які прописуються законодавством і біржовими правилами, а, з іншого боку, є виявом взаємодії попиту і пропозиції на деривативи.

На вітчизняному фінансовому ринку традиційно широко застосовуються операції з первинними фінансовими інструментами. Похідні ж фінансові інструменти в українській практиці є інновацією. Ринок деривативів – ще досить молодий сегмент ринку цінних паперів, адже операції з ф'ючерсними

контрактами було розпочато лише у 1994 року. З метою визначення чинників, які гальмують розвиток ринку деривативів, необхідно визначити стан реалізації похідних фінансових інструментів на українському ринку. На основі узагальнених даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [9] за 2013 р. та попередні роки варто зауважити, що хоча на сьогодні в Україні обсяг біржової торгівлі деривативами, у порівнянні з розвинутими ринками, є незначним, однак спостерігається його динамічне зростання, що свідчить про інтерес учасників ринку до цих фінансових інструментів (рис. 2).

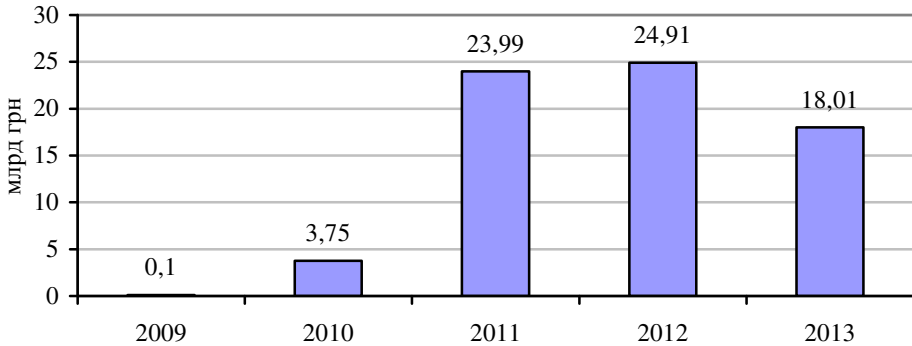


Рис. 2. Динаміка обсягу торгів деривативами на українському фондовому ринку у 2009–2013 рр., розроблено за даними [9]

Очевидно, що фінансова криза 2008 р., яка на світових ринках похідних цінних паперів спричинила кризу неплатежів і т.зв. обвал цін на деривативи, активи та індекси, що лежали в їх основі, зумовила низьку активність на українському ринку деривативів у 2009 році. Однак вже з 2010 р. тенденція до зростання ринку похідних цінних паперів в Україні продовжилась. Незважаючи на те, що обсяг реалізації операцій з деривативами у 2013 р., порівняно з 2012 р., знизився на 6,9 млрд грн, частка операцій з ними зросла і становить 1,07% у загальній структурі операцій на ринку цінних паперів. На відміну від світового ринку, де основна кількість операцій здійснюється на позабіржовому ринку, в Україні практично всі операції з деривативами здійснюються на біржовому ринку (так, за даними НКЦПФР у 2013 р. весь обсяг операцій з похідними цінними паперами здійснювався лише на біржах). Причиною цього, безумовно, є нестабільна політична та економічна ситуація в країні, яка спонукає учасників ринку торгувати на більш надійних біржових майданчиках, сподіваючись таким чином захистити себе від ймовірних ризиків. Протягом 2013 р. операції з деривативами активно реалізовувались на Українській фондовій біржі, фондовій біржі «Перспектива» та Українській біржі. У 2013 р. до біржових списків організаторів торгівлі було включено 259 похідних цінних паперів, що на 12,61% більше, ніж у попередньому році [9]. На жаль, хоча ринок деривативів і характеризується постійним зростанням обсягів операцій, все ж можна констатувати низьку зацікавленість суб'єктів господарювання до їх використання у власній діяльності, що свідчить про наявність багатьох перешкод їх ефективному застосуванню.

З одного боку, операції з похідними цінними паперами дають змогу мінімувати ризики, що дозволяє підвищувати ефективність фінансової та виробничо-господарської діяльності учасників фінансового ринку. З іншого боку, операції з деривативами в країнах з перехідною економікою є досить ризиковими для всіх суб'єктів ринку похідних цінних паперів. Хоча ризик став причиною появи деривативів, операції з ними завжди пов'язані з ризиком. Ризики, що супроводжують виконання операцій, пов'язаних з інвестуванням у похідні цінні папери, поділяють на такі: кредитний (ризик невиконання контрагентом зобов'язань); ринковий (пов'язаний з можливістю зміни вартості контракту під впливом змін ринкових факторів); операційний (зумовлений можливістю юридичних помилок, неправильного виконання операцій); стратегічний (ризик неправильного вибору напрямку дії) [4]. Враховуючи це, учасникам ринку необхідно здійснювати постійний моніторинг реалізації операцій з деривативами з метою вчасної ідентифікації ймовірних ризиків та розробки ефективних методів управління ними.

Найбільшим недоліком функціонування ринку деривативів є відсутність єдиних норм у законодавстві України щодо регулювання випуску та обігу похідних фінансових інструментів. У нормативно-правовій базі, яка регламентує операції на ринку похідних цінних паперів, сьогодні відсутні механізми регулювання багатьох ключових моментів функціонування ринку похідних цінних паперів, зокрема, чітко не прописані нетривіальні питання клірингу за строковими угодами, емісії контрактів, вимоги щодо біржової маржі і гарантування угод, недостатньо висвітлені питання бухгалтерського і податкового обліку операцій із деривативами, відсутній єдиний законодавчий акт, який регулював би систему відносин на ринку похідних фінансових інструментів. Для нормального функціонування ринку похідних цінних паперів необхідним є ухвалення Верховною Радою України спеціальних правових актів, які б конкретизували особливості правовідносин між суб'єктами ринку деривативів.

Враховуючи, що ринок деривативів тісно інтегрований з валютним ринком, ринком золота та інших банківських металів, ринком банківських кредитів, а також товарними ринками (ринком нафти, кави, цукрової тростини тощо), досить складно виділити чинники, які впливають на процеси і явища, що відбуваються на ньому. За результатами проведеного аналізу доцільно визначити комплекс причин, які гальмують розвиток вітчизняного ринку деривативів та перешкоджають його функціонуванню [1–4; 6; 7]:

- політична та фінансово-економічна нестабільність в Україні і низький рівень диверсифікації національного фондового ринку;
- низький рівень систематизованості і узгодженості норм права, що регламентують використання деривативів в Україні;
- відсутність дієздатної системи державного регулювання відносин на ринку похідних цінних паперів;
- недостатній рівень розвитку відповідної інфраструктури організованих ринків;
- низький рівень розвитку ринків базових фінансових інструментів;
- низька ліквідність та висока ризиковість виконання операцій з деривативами;

- низький рівень поінформованості суб'єктів господарювання про операції з похідних цінними паперами та відсутність належного рівня їх інформаційного забезпечення;
- незначна кількість вітчизняних компаній, які володіють достатнім обсягом власного капіталу, капіталізацією активів і запасом фінансової стійкості для реалізації фінансових операцій на міжнародних фінансових ринках;
- відсутність досвіду і традицій в учасників ринку щодо реалізації операцій із похідними цінними паперами;
- відсутність кваліфікованих фахівців, які мають достатній рівень знань для здійснення операцій з деривативами тощо.

Усунення зазначених перешкод необхідне для перетворення вітчизняного ринку похідних цінних паперів на повноцінну компоненту фінансового ринку, яка забезпечуватиме не лише інвестиційні і страхові (хеджінгові) можливості для суб'єктів інвестування, але й виступатиме в якості індикатора стану національної економіки. Вирішення проблем, які перешкоджають розвитку ринку похідних цінних паперів в Україні, сприятиме формуванню засад функціонування цього ринку і дозволить найбільш ефективно реалізовувати його функції.

Висновки. Вітчизняний ринок похідних цінних паперів перебуває на стадії становлення. Він широко інтегрований з іншими фінансовими ринками, оскільки в основі деривативів – активи, які виступають предметом торгівлі на цих ринках, або індекси, що характеризують ці ринки. Деривативи дозволяють страхувати курсові, відсоткові і цінові ризики, які виникають у суб'єктів реальних ринків, а також швидко акумулювати прибуток за рахунок приросту їхньої ринкової вартості. Саме тому кількість операцій з похідними фінансовими інструментами постійно зростає. Виконання операцій із деривативами в Україні є правомірною, але високо ризиковою діяльністю. Розв'язання правових проблем реалізації операцій з деривативами знизило б ризиковість виконання тактичних рішень та рівень конфліктів між учасниками ринку. Широке запровадження операцій з деривативами в Україні стане можливим лише після вирішення всіх проблем, пов'язаних з їх реалізацією. Удосконалення інфраструктурного і правового забезпечення позитивно вплине на розвиток вітчизняного ринку похідних цінних паперів, фінансову систему України та національну економіку загалом.

1. *Бурденко І.М.* Передумови створення та використання інноваційних фінансових інструментів на ринку похідних фінансових інструментів України // Маркетинг і менеджмент інновацій. – 2012. – №3. – С. 181–190.

2. *Гордон В.Б.* Ринок похідних фінансових інструментів та перспективи його розвитку в Україні: Автореф. дис... канд. екон. наук: спец. 08.04.01 – Фінанси, грошовий обіг і кредит. – К., 2005. – 20 с.

3. *Гоффе В.В.* Ринок деривативів: зарубіжний досвід та перспективи розвитку в Україні: Автореф. дис... канд. екон. наук: спец. 08.04.01 – Фінанси, грошовий обіг і кредит. – К., 2005. – 23 с.

4. *Іващук Н.Л.* Ринок деривативів: економіко-математичне моделювання процесів ціноутворення: Монографія. – Львів: Національний університет «Львівська політехніка», 2008. – 472 с.

5. *Калач Г.М.* Роль фондового ринку в акумуляції й перерозподілі фінансових ресурсів у реальний сектор економіки // Фінанси України. – 2008. – №9. – С. 62–69.

6. *Лиса О.В.* Напрями розвитку ринку деривативів в Україні // Науковий вісник Херсонського державного університету.– 2014.– №5, Ч. 4. – С. 80–83.
7. *Мищенко В.І.* Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: Монографія. – К.: КНЕУ, 2012. – 263 с.
8. *Примостка Л.О., Береславська О.В.* Роль і функції строкового ринку в економічній системі // Вісник НБУ.– 2012.– №8. – С. 16–17.
9. Рух ринку цінних паперів України до світових стандартів задля економічного зростання держави: Річний звіт НКЦПФР за 2013 рік // nssmc.gov.ua.
10. *Сохацька О.М.* Міжнародні ф'ючерсні ринки. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 454 с.
11. *Школьник І.О.* Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: Монографія. – Суми: УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

Стаття надійшла до редакції 6.02.2015.