

УДК 339.727:336.761(477)

**ОСОБЛИВОСТІ УЧАСТІ УКРАЇНИ НА СВІТОВОМУ РИНКУ
ДЕРИВАТИВІВ****Квактун О.О., к.е.н.***E-mail: zalesia@yandex.ru**ДВНЗ «Придніпровська державна академія будівництва та архітектури»*

Стаття присвячена особливостям розвитку світового ринку деривативів та участі України на ньому. Деривативи (похідні цінні папери) визначено як ефективний інструмент, який має особливу цінність в кризовій економічній ситуації, так як похідні цінні папери не зводяться лише до поставки активу, що є базою контракту, а також виконують роль страхового інструменту, тобто захисту від ризику в умовах важко прогнозованої кон'юнктури ринку. Доведено, що ринок похідних інструментів безпосередньо пов'язаний з ринком цінних паперів. Вони функціонують за однаковими принципами, ціноутворення на цих ринках відбувається за аналогічними законам та на них торгують ті ж самі учасники. Визначено, що світовий та український ринок деривативів мають деякі відмінності, а відсутність розвинутого і стабільного ринку похідних фінансових інструментів в Україні відчувається внаслідок не тільки дефіциту кваліфікованих кадрів, але й відсутністю єдиної методології трактування та застосування похідних інструментів. Система оподаткування в Україні, також не дає можливість здійснювати операції хеджування, оскільки згідно із законами про оподаткування підприємств, податком на доходи оподатковується фінансовий результат, отриманий від операції з деривативами.

Ключові слова: світовий ринок деривативів, деривативи, хеджування ризику, біржа, біржовий ринок, інвестор

UDC 339.727:336.761(477)

**FEATURES OF UKRAINE'S PARTICIPATION IN THE GLOBAL
MARKET OF DERIVATIVES****Kvaktun O.O., PhD in Economics***E-mail: zalesia@yandex.ru**Prydniprov's'ka State Academy of Civil Engineering and Architecture*

The paper is devoted to the development of the global derivatives market and the participation in it. Derivatives securities have been determined as an effective tool, which is of particular value in economic crisis situation, as the derivatives are not limited to delivery of the asset, which is the base of contract and act as an insurance instrument, i.e. protection from risk in the conditions of difficult to predict market trends. The derivatives market is directly connected with the market of securities. They are functioning according to the same principles, the pricing in these markets goes through the same laws and they are trading the same participants. It has been determined that the world and Ukrainian market of derivatives have some differences, and the absence of a developed and stable derivatives

market in Ukraine is not only caused by the shortage of qualified personnel, but also by the lack of a unified methodology of interpretation and application of derivative instruments. The taxation system in Ukraine does not give an opportunity to conduct hedging operations, since in accordance with the laws on taxation of enterprises there is a tax on income resulting from financial transactions with derivatives.

Key words: global derivatives markets, derivatives, hedge risk, exchange, a stock market, investor

Актуальність проблеми. В умовах високої волатильності цін, процентних ставок, валютних курсів багаторазово зростають фінансові ризики учасників економічних відносин. Тому проблема страхування ризиків стала однією з найважливіших макроекономічних проблем, від вирішення якої залежить можливість забезпечення сталості економіки в цілому. Необхідність удосконалення механізмів боротьби з цими ризиками призвела до серії економічних криз, які охопили розвинені країни 1970-1980 рр. Розвиток світової економіки показує, що вирішення цієї проблеми пов'язане з розвитком ринку деривативів та вдосконаленням його державного регулювання.

Інструменти ринку деривативів виконують найважливішу функцію управління фінансовими ризиками через операції хеджування і активно використовуються в цих цілях на світових ринках похідних фінансових інструментів. Тому, на нашу думку, необхідно стимулювати й розвиток українського ринку деривативів саме в цьому напрямку.

Аналіз останніх наукових досліджень. Окремі аспекти використання похідних цінних паперів висвітлені в працях як зарубіжних, так і українських авторів. Серед них: Є.Ф. Авдокушина, А.В. Анікіна, В.А. Белова, Л.Н. Красавіна, А.Р. Наговіцина, Т. Фейму, Дж. Фішер, Ф. Фішер, А.Дж. Фрост, У. Шарп та інші. Останнім часом кількість публікацій з проблем ринку деривативів істотно зростає. Разом з тим, питання про особливості деривативів в Україні та необхідності наближення деривативів до міжнародних стандартів потребують детальнішого дослідження та мають не тільки теоретичний, але й практичний сенс.

Мета роботи полягає в дослідженні особливостей світового та українського ринку деривативів та розробці рекомендацій щодо вдосконалення останнього.

Викладення основного матеріалу дослідження. Світовий ринок деривативів або похідних інструментів є невід'ємною частиною

глобального фінансового ринку. Існуючи більше 150 років, похідні цінні папери пройшли складний історичний шлях розвитку. Значення деривативів визначається можливістю застрахуватися від втрат коливань курсу валют та інших випадкових відхилень ринку. Самі контракти, укладені з похідних цінних паперів перетворилися в інструмент широкого використання у всьому світі.

Біржові угоди є високоліквідними і характеризуються меншими ризиками, витратами порівняно з позабіржовими операціями, що й стимулює їх розвиток. Однак, ускладнення умов ведення фінансової діяльності в глобальній економіці веде до ускладнення завдань ризик-менеджменту та появи нових фінансових інструментів управління ризиками. Всі ці процеси лежать в основі розвитку позабіржового сегмента, який в даний час розвивається найбільш активними темпами, ніж біржовий. Ще один фактор випереджального зростання позабіржового обороту порівняно з біржовим полягає у збільшенні обсягів ринку свопів, а також пов'язаний з більш короткими термінами обігу біржових інструментів.

У традиційному варіанті позабіржовий ринок похідних фінансових інструментів являє собою децентралізовану дилерську модель. Великі фінансові інститути, дилери позабіржового ринку взаємодіють один з одним безпосередньо, в той час як більш дрібні фінансові посередники і кінцеві учасники ринку укладають угоди з «першим колом» учасників даного ринку.

Така структура взаємовідносин між учасниками ринку знижує можливість нетінгу вимог і зобов'язань за укладеними угодами, в результаті чого у рамках всієї системи знижується рівень прозорості, відбувається заповнення кредитних лімітів та підвищення ризиків контрагентів. При цьому позабіржовий сегмент ринку деривативів характеризується високою концентрацією обсягів укладених угод і відкритих позицій з досить вузькою групою провідних учасників, а самі угоди є набагато більшими, ніж на біржовому ринку (в середньому 100 млн. дол. проти приблизно 100 тис. дол.). Саме останні факти й викликають найбільші побоювання у регуляторів та експертів щодо існуючої моделі функціонування позабіржового ринку деривативів.

У відповідь на виклики, поставлені фінансовою кризою 2007-2008 рр. та задля уникнення ризиків, обумовлених непрозорістю позабіржового ринку деривативів, у вересні 2009 р. в рамках Піттсбурзького саміту

«Групи 20» (G20), було запропоновано до кінця 2012 р. забезпечити наступні першочергові заходи [1]:

- укладення найбільш стандартизованих позабіржових деривативів виключно через біржі або інші електронні торгові платформи;
- проведення клірингу операцій з такими найбільш стандартизованими позабіржовими деривативами через центрального контрагента;
- надання обов'язкової звітності за операціями з усіма позабіржовими деривативами у спеціальні інфраструктурні організації - торгові репозитарії;
- застосування підвищених вимог для учасників ринку до резервування капіталу з позабіржових деривативів, за яким централізований кліринг не здійснюється.

У відповідь на прийняті рішення G20 зарубіжні регулятори зробили активні дії по налаштуванню регулювання позабіржових ринків. У 2010 р. був підписаний закон Додда-Франка (Dodd-Frank Act) для американського ринку деривативів, повністю вступив в дію у 2012 р. В європейському законодавстві у 2011 р. з'явилися нові закони EMIR (European Market Infrastructure Regulation) та MIFID (Markets in Financial Instruments Directive). Незважаючи на деякі незначні відмінності у підходах до регулювання, в США і Європі встановлюються загальні принципи розвитку інфраструктури та укладання позабіржових операцій з похідними інструментами. Основні загальні риси, що визначаються зазначеними законодавчими актами, можна звести до наступного [1]:

- централізований кліринг позабіржових продуктів;
- більша стандартизація умов деривативів;
- посилення вимог до двостороннього клірингу позабіржових деривативів;
- вимога торгівлі стандартизованими деривативами на електронних майданчиках, переважно біржах;
- збільшення прозорості та вимог щодо звітності за операціями з усіма позабіржовими продуктами.

Всі чотири основні рекомендації G20 були закріплені в зарубіжному законодавстві. При цьому зміни торкнулися не тільки регулювання, але й самої інфраструктури позабіржового ринку похідних інструментів.

Однак, в даний час існує проблема достовірного, точного визначення обсягу позабіржового ринку, оскільки це закритий двосторонній ринок. Цю функцію взяв на себе Банк міжнародних розрахунків, звітність якого

публікується в рамках трьохрічного звіту «Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity» [2].

Аналіз показників світового ринку деривативів виявив переважання процентних інструментів: їх питома вага у сукупному обсязі світового ринку за номінальною вартістю (без обліку кредитних деривативів) зросла з 64,5% у 2000 р. до 85,9% у 2007 р. При цьому процентні свопи мали найвищі серед усіх інших фінансових деривативів темпи зростання - їх обсяг збільшився за сім останніх років більш ніж у шість разів. Як наслідок, їх питома вага досягла 67,6% від загальної величини усіх позабіржових фінансових інструментів.

З 2004 р. Банк міжнародних розрахунків почав публікувати дані за кредитними деривативами, які демонструють різке зростання популярності. До 2009 р. їх обсяг зріс до 57,9 трлн. дол. США і становить 9,7% сукупного обсягу всіх деривативів [2]. У цій тенденції знаходить прояв вищезазначена проблема ускладнення завдань та інструментів фінансового ризик-менеджменту.

Загальна вартість деривативів на світовому ринку перевищила обсяг світового ВВП як мінімум у десять разів. У США обсяг деривативів перевищує ВВП більш ніж у 15 разів. На кінець 2012 р. обсяг ринку деривативів США дорівнював 310 трлн. дол., тоді як ВВП в 2012 р. становив 15,9 трлн дол., державний борг - 16,8 трлн дол. [2].

Ринок похідних цінних паперів в Україні має суттєві відмінності від аналогічних ринків у країнах з розвинутою фінансовою системою. Ці відмінності стосуються і кількісної, і якісної сторін. З кількісної сторони обсяг ринку похідних цінних паперів в Україні значно менше, ніж за кордоном.

В Україні торгівля деривативами заснована в 1995 році. Проте й досі перебуває на початковому етапі розвитку: обсяги торгівлі деривативами незначні, а спектр цих інструментів - вкрай обмежений. У 2012 році обсяг торгів деривативами склав 0,98 % загального обсягу торгів на фондовому ринку. При цьому, більш ніж 99 % обсягу торгів на біржовому ринку припадає на дві з українських фондових бірж [3]. Однією з основних причин цього є відсутність чіткого і системного законодавчого поля в цій сфері: відсутність базового закону має наслідком лише фрагментарне регулювання питань здійснення операцій з деривативами в окремих нормативно-правових актах.

Тобто під одними й тими ж назвами фактично фігурують різні, часто абсолютно не схожі один на одного фінансові інструменти. Насамперед, необхідно визначитися з питанням, що саме є деривативами (похідними цінними паперами) з точки зору українського фондового законодавства. В законі України «Про оподаткування прибутку підприємств» дериватив розглядається як «стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також грошові кошти на визначених ним умовах у майбутньому» [4]. Таке ж формулювання міститься й в інших нормативно-правових актах України. У Законах України «Про державний регулювання ринку цінних паперів в Україні» та «Про цінні папери та фондовий ринок» похідні цінні папери трактуються як «цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів» [4].

Зупинимося на основних характеристиках та особливостях деривативів в Україні та їх відмінності від похідних цінних паперів, що використовуються за кордоном. На нашу думку, дериватив слід розглядати, насамперед, як контракт на термін, угода між двома особами, яка має (або може) бути виконано в майбутньому. Похідними цінними паперами деривативи є саме тому, що, будучи самі активами, вони фіксують угоду з приводу інших активів. Без базисного активу не існує деривативу. Випуск деривативів завжди вторинний відносно базисного активу, що лежить в їх основі.

Найважливішою характеристикою деривативу є так званий базисний актив, тобто матеріальний або віртуальний об'єкт, з приводу якого укладається строковий контракт. В світовій практиці використовуються різні базисні активи, від біржових товарів до економічних або погодних умов. У США найбільше поширення отримали процентні деривативи, їх частка в загальній вартості похідних паперів на початок 2009 р. становить 72,4%. Всього ж можна нарахувати не менше восьми різних видів базисних активів похідних цінних паперів [5].

Першою суттєвою особливістю українських деривативів є відміна від зарубіжних деривативів за базисним активом. В Україні існують численні обмеження кількості базисних активів. Наше законодавство дозволяє лише три види базисних активів: цінні папери, товари або кошти, відповідно виділяється три вигляду деривативів: фондові, товарні та валютні. Однак

слід зазначити, що в нормативних актах згадуються й інші активи, такі, наприклад, як «характеристики» названих базисних активів, які також можуть бути базисними активами, але тільки за певних умов [6].

Курсові індекси (показники) можуть бути базовим активом опціонів або ф'ючерсів тільки в разі надання цим індексам (показниками) офіційного статусу у відповідність з нормативними актами Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку і тільки на умовах регулярної публікації таких курсових індексів (показників) у періодичних виданнях України протягом року. Також індексні деривативи не виділені в окрему категорію, хоча за ступенем поширеності в світі - це провідні деривативи. Ще більш жорсткими є обмеження по базисним активів ф'ючерсів - ними можуть бути тільки товарні ресурси та грошові кошти (валюта). За обмеженнями за базисним активом кількість модифікацій з деривативівами, застосовуваних в Україні, значно менше, ніж за кордоном.

Другою важливою особливістю деривативів, дозволених до випуску в Україні, є обмеження щодо емітентів. Це стосується всіх видів деривативів. Так, емітентами опціонів можуть бути тільки юридичні особи - торговці цінними паперами, які є членами фондових бірж чи торгово-інформаційних систем (ТІС), повинні відповідати обов'язковим нормативам достатності власних коштів та іншим показникам. Існують також обмеження на випуск варантів, вони можуть бути емітовані лише публічними акціонерними товариствами. Емітентом ф'ючерсів можуть бути тільки створена фондовою (товарною) біржею або ТІС клирингово-розрахункова палата або розрахунково-клиринговий банк, з якими біржа (ТІС) уклали відповідний договір [4].

Третьою особливістю деривативів в Україні є наявність обмежень щодо місця торгівлі цими цінними паперами. Відомо, що в зарубіжних країнах деривативи можуть бути як виключно позабіржовим товаром (наприклад, форвардні контракти), або торгуватися, як на біржовому, так і на позабіржовому ринках. Незважаючи на те, що біржова торгівля деривативами забезпечує більші гарантії її учасникам, у вартісному вираженні переважають позабіржові деривативи. В Україні торгівля ф'ючерсами та опціонами може вестися тільки на біржах чи у ТІС, тобто деривативи цих типів є виключно біржовими товарами.

Наступна особливість деривативів в Україні полягає в повній відсутності непокритих (незабезпечених) деривативів. У світовій практиці

можливе існування як покритих деривативів, тобто таких цінних паперів, на які у сторони, відповідальної за контрактом є в наявності базисний актив, так і непокритих. Українське законодавство з деривативів прямо забороняє непокриті (незабезпечені активом) деривативи. Прямої заборони не існує тільки форвардів та ф'ючерсів. Емітент опціону на купівлю цінних паперів повинен бути власником базисного активу (який за контрактом він повинен буде поставити) у кількості не менше 80% від загальної кількості, передбаченої умовами випуску. Цей актив повинен зберігатися у зберігача цінних паперів. Емітент опціону на продаж повинен забезпечити гарантії шляхом внесення на рахунок зберігача грошових коштів або державних цінних паперів. Розмір цих коштів повинен бути не менше, ніж сумарна вартість премій плюс 30% вартості базисного активу. Обсяг базисного активу емітента варантів не повинен перевищувати 50% обсягу акцій даного емітента [7].

Висновки. Таким чином, деривативи в Україні володіють рядом істотних особливостей. Практично за всіма параметрами є помітні відмінності від «класичних» деривативів, які звертаються на зарубіжних строкових ринках. Найбільш масштабні відмінності є за кількістю дозволених базисних активів, покриттю деривативів та за сферою їх обігу. Є ряд обмежень, що накладаються на похідні цінні папери в Україні. Про це свідчить не тільки вкрай незначна частка похідних паперів у загальному вартісному обсязі цінних паперів первинного і вторинного фондових ринків України, але і цілі застосування деривативів.

Необхідно не тільки розвивати теоретичні питання, але й ініціювати конкретні зміни в законодавчій базі похідних цінних паперів. Для того, щоб деривативи в Україні як екзотичні та малозрозумілі більшості інвесторів фінансові інструменти, перетворилися в нормальні й звичні цінні папери. Слід зняти безглузді обмеження за деривативами, орієнтуючись не на заборонні заходи урядових органів, а на саморегулювання і підвищення ролі бірж та ТІС. У цьому випадку активне використання деривативів як інструментів хеджування зробить їх необхідним елементом українського фондового ринку. Перспективи подальших досліджень полягають у розробці конкретних пропозицій щодо застосування термінових контрактів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Офіційний сайт «Групи 20» [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <https://www.g20.org/>
2. Statistical Annex. Derivatives markets. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics/index.htm>.
3. Звіт Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2012 рік. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua>.
4. Законодавчо-правова база України. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/>
5. Кантур С.Ф. Классификация производных ценных бумаг / С.Ф. Кантур // Культура народов Причерноморья.– 2009. – №171.– С.140-143.
6. Сохацька О. М. Біржова справа: підручник / О. М. Сохацька. - Тернопіль: Карт-бланш, 2008. - 632 с.
7. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти [Монографія]/Л.О. Примостка – К.: КНЕУ, 2001.– 263 с.
8. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. - 928 с.
9. Джон К. Халл. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Джон К. Халл. - 6-е изд. - М.: Вильямс, 2007. - 1056 с.