

Ф. О. Журавка  
І. М. Бурденко  
І. О. Макаренко

# ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОГО РОЗВИТКУ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ

*Монографія*

State Higher Educational Institution  
UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
“THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”  
Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВЬСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”



ТОВ «Друкарський дім «Папірус»  
Суми-2012

УДК 336.76:005.36(477)

ББК 65.262.10

Ж 91

*Рекомендовано до друку вченою радою Державного вищого навчального закладу "Українська академія банківської справи Національного банку України", протокол від 15.10.2010 № 1*

#### Рецензенти:

**С. В. Леонов** – доктор економічних наук, професор Державного вищого навчального закладу "Українська академія банківської справи Національного банку України";

**З. М. Васильченко** – доктор економічних наук, професор Київського національного університету ім. Тараса Шевченка

**Ж 91 Журавка Ф. О. Забезпечення стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України / Ф. О. Журавка, І. М. Бурденко, І. О. Макаренко. – Суми: ТОВ "Друкарський дім "Папірус", 2012. – 166 с.**

У монографії наведено теоретичні основи функціонування ринку ПФІ та запропоновано підходи до удосконалення науково-методичних засад забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ України.

Монографію рекомендовано для фахівців у галузі фінансових ринків, біржової справи, а також для студентів та аспірантів економічних спеціальностей, науковців і викладачів вищих навчальних закладів.

© Журавка Ф. О., Бурденко І. М.,  
Макаренко І. О., 2012

© ТОВ "Друкарський дім  
"Папірус", 2012

ISBN 978-966-2787-74-0



# ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. Теоретичні основи функціонування ринку похідних фінансових інструментів .....	6
1.1. Економічна сутність та класифікаційні особливості похідних фінансових інструментів .....	6
1.2. Функції похідних фінансових інструментів як інструментів управління та генерації ризиків.....	16
1.3. Еволюція, сучасні тенденції ринку похідних фінансових інструментів та його регулювання.....	31
РОЗДІЛ 2. Становлення ринку похідних фінансових інструментів в Україні.....	47
2.1. Сучасний стан національного та світового ринків похідних фінансових інструментів.....	47
2.2. Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів в межах системного та синергетичного підходів.....	62
2.3. Формалізація впливу факторів на стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів .....	80
РОЗДІЛ 3. Науково-методичні підходи до забезпечення стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України.....	92
3.1. Інструментарій оцінювання стану ринку похідних фінансових інструментів.....	92
3.2. Реформування регулювання ринку похідних фінансових інструментів України.....	107
3.3. Обґрунтування концептуальних засад стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України.....	128
ВИСНОВКИ .....	142
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	146
ДОДАТКИ .....	163



**Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”**

**State Higher Educational Institution  
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”**



## ВСТУП

З інтенсифікацією глобалізаційних процесів, зростанням обсягів та прискоренням потоків капіталу, поглибленням кризових явищ посилюється дискусія щодо ролі похідних фінансових інструментів у світовій фінансовій архітектурі. Незважаючи на безумовний позитивний ефект від використання похідних фінансових інструментів (ПФІ) з метою хеджування широкого спектра ризиків, накопичення системного ризику внаслідок неконтрольованих спекулятивних операцій з ними ставить під сумнів доцільність їх застосування. Існування дилеми між роллю ринку ПФІ як інструмента макроекономічної стабілізації та можливим деструктивним впливом на увесь фінансовий ринок зумовлює необхідність дослідження питань його стійкого розвитку.

Стійкий розвиток ринку ПФІ не тільки виступає одним із факторів ефективного функціонування фінансового ринку, але й транлює свій вплив на ефективне функціонування реального сектора економіки. Масштабність та глибина рецесії у фінансовому та реальному секторах за 2007-2009 рр. підтвердила можливість виникнення криз на ринку ПФІ й продемонструвала необхідність моніторингу його стану та забезпечення стійкого розвитку.

Відзначаючи дослідження ролі ринку ПФІ у забезпеченні ефективного функціонування фінансових ринків, слід наголосити на недостатній увазі, яка приділяється напрямам стійкого розвитку ринку ПФІ, його оцінюванню та забезпеченню. Підкреслюючи цінність попередніх наукових праць, присвячених даній проблематиці, та узагальнюючи їх результати, необхідно дослідити економічну сутність ПФІ, роль у генеруванні та переміщенні ризиків, капіталу, особливості регулювання ринку ПФІ. Потреба у вирішенні вказаних питань, створенні концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ України обумовила актуальність, теоретичну значимість та практичну цінність дослідження окресленої проблематики.

Монографію рекомендовано для фахівців у галузі фінансових ринків, біржової справи, а також для студентів та аспірантів економічних спеціальностей, науковців і викладачів вищих навчальних закладів.



# РОЗДІЛ 1

## Теоретичні основи функціонування ринку похідних фінансових інструментів

### 1.1. Економічна сутність та класифікаційні особливості похідних фінансових інструментів

З поглибленням глобалізаційних процесів, зростання обсягів фіктивного капіталу, втіленого в ПФІ на світових ринках, а також негативного впливу на світову фінансову стабільність, дискусія щодо сутності і ролі цих інструментів та їх ринків у майбутній фінансовій архітектурі посилилась.

Попри багатолітню історію розвитку ринків ПФІ, у наукових джерелах немає єдиного погляду щодо визначення, тлумачення та класифікації ПФІ: як і раніше немає повної ясності щодо їх типологізації, місця в структурі світового фінансового ринку, що створює неоднозначність у підходах до їх застосування і можливого впровадження в Україні.

Аналізуючи процес формулювання дефініції ПФІ, можемо говорити про тотожність понять “похідні фінансові інструменти” і “фінансові деривативи”. Однак варто зауважити, що загальне поняття “деривативи” включає також похідні товарні інструменти. Предметом нашого дослідження є саме ПФІ (фінансові деривативи).

За своєю лексичною семантикою “деривативи” (з лат. “*derivatus*” – відведений, похідний) є англломовною калькою терміна, що використовується на західних ринках, і має те ж саме значення, що і похідні інструменти – як товарні, так і фінансові. У групі романогерманських мов подібне тлумачення зберігається – німецькою мовою “*derivativ*”, “*das derivativum*” та англійською “*derivative*”, і в обох випадках означає “похідний”. Проте на німецькому фінансовому ринку загальноживаним є термін “угоди на різницю” – “*differenzgeschäften*”.

До формулювання визначень ПФІ в науковій літературі (табл. А.1 додатка А) склалося два базові підходи:

↳ формальний:

- надання широкого узагальненого визначення даним інструментам [14, 99, 124, 31];
- вузьке визначення сутності ПФІ і перерахунок існуючих прикладів ПФІ [172, 189, 194];



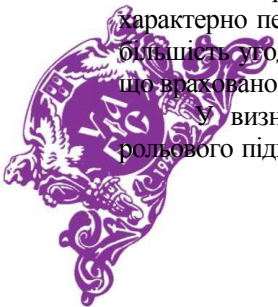
2) змістовний:

- часовий – підкреслення часового лагу між датами укладання контракту і розрахунків за ним (ознака строковості) [133, 158, 15, 112];
- вартісний – акцент на залежності вартості ПФІ від вартості базових активів (ознака похідності) [78, 131, 53];
- рольовий – особлива увага у визначеннях надається ролі і функціям ПФІ [113, 79, 7, 104];
- структурний – наголошується на формальній відокремленості основних видів ПФІ від складних та спеціально сконструйованих інструментів фінансового інжинірингу [19, 25, 78, 83, 167].

З урахуванням позитивної ролі наукових розробок як вітчизняних, так і зарубіжних вчених у створенні теоретичного обґрунтування сутності і ролі ПФІ, нами були висунуті певні зауваження до цих розробок. Так, важко погодитися з визначеннями І. О. Бланка, С. О. Маслової, оскільки стандартизована форма ПФІ притаманна лише біржовим інструментам, а не всій сукупності ПФІ, яка також включає і нестандартизовані (налаштовані під потреби клієнтів) позабіржові інструменти, що досить часто не мають регуляторно закріпленої форми цінних паперів. Крім того, ПФІ, на наш погляд, не можна визначати як "... фінансові інструменти, що обслуговують процес функціонування основних цінних паперів" і включати до них сертифікати акцій, облігацій, ордери, депозитарні розписки, купони [79, с. 165], оскільки ПФІ є самостійним видом фінансових інструментів, похідних від певних змінних характеристик базових активів, а не просто пов'язаними з основними цінними паперами як їх доповнення.

Окреме зауваження маємо і до визначення строкового інструмента (похідного активу), наданого О. М. Буреніним, адже ПФІ є лише певним класом строкових інструментів, і крім того, вони можуть виступати у вигляді фінансового зобов'язання, а не лише активу. Дефініція, запропонована О. І. Дегтярьовою, охоплює не лише ПФІ, але й такий вид інструментів, як варрант (документ, що засвідчує право власника на покупку цінних паперів), а дефініція А. А. Пересади містить дещо некоректну, з нашого погляду, ознаку ПФІ – завершення угоди поставкою базового активу, що було характерно передусім для похідних товарних інструментів. На сьогодні більшість угод з ПФІ мають розрахунковий (безпоставочний) характер, що враховано у визначенні С. О. Маслової.

У визначеннях В. В. Гоффе, та Л. О. Примостки в рамках рольового підходу увага приділяється такій функції ПФІ як перерозподіл



State Higher Educational Institution  
UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
"NATIONAL BANK OF UKRAINE"

фінансових ризиків. У праці А. С. Глущенко та Д. М. Борисенка визначення ПФІ базується на синтезі ознак і виконуваних функцій: похідні фінансові інструменти – це строкові інструменти фінансового ринку, які здатні не лише приносити інвестиційний дохід, а й відтворювати потоки платежів, вартість яких залежить від вартості інших, більш первинних базисних активів, та які в змозі управляти ризиком, підвищувати ефективність ринку на підставі відповідного інформаційного забезпечення, активізувати формування та розвиток фінансових інновацій [26].

Зарубіжні фахівці, зокрема, Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал, С. Вайн, А. Чизхолм, Дж. Халл, є прихильниками вартісного підходу у тлумаченні сутності ПФІ. Окремо варто відзначити позиції регуляторів у межах формального підходу на ринку ПФІ щодо визначення сутності підконтрольних їм інструментів. Наведені у табл. А.1 додатка А визначення Ради з Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ), Комісії зі строкової торгівлі США, засновані на перерахунку переліку інструментів, що належать до похідних або ж їх базових активів. У такий же описовий спосіб здійснена спроба визначити перелік інструментів, що є похідними у Директиві 2004/39/ЄС від 21.04.2004 “Про ринки фінансових інструментів” (European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC – MiFiD). У той час, коли в переліку даної директиви наводиться 7 розширених видів ПФІ, які дублюють і взаємовиключають один одного, охоплюючи й кредитні інструменти, то у скороченому визначенні, що надає мегарегулятор фінансового ринку Великобританії FSA (Financial Services Authority), під деривативами варто розуміти тільки контракти на різницю – ф’ючерси і опціони.

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

Відсутність узгодженої позиції науковців щодо визначення поняття ПФІ, що може пояснюватися порівняно нетривалим їх вивченням у світовій фінансовій науці (з 30-х рр. XX ст.) і відставанням вітчизняної, певною мірою є вирішальною у тому, що до цього часу не було створено єдиного погляду на сутність і перелік ПФІ як з боку учасників ринку, так і його регуляторів.





Аналогічним чином не існує повної ясності у співвідношенні термінів “похідні фінансові інструменти”, “фінансові інструменти”, “строкові (термінові) угоди (інструменти)”, “похідні цінні папери”, “інструменти управління ризиком”.

Російський вчений О. М. Буренін ототожнює поняття “строковий ринок” та “ринок похідних фінансових інструментів” і, відповідно, під ПФІ розуміє строкові угоди. Прихильником такого підходу є й І. Дарушин [34]. М. В. Жуковська, наводячи визначення ПФІ за методологією МСФЗ, підкреслює сутність цих інструментів як похідних цінних паперів у своїй одноіменній праці [35]. Д. М. Михайлов визначає дериватив як фінансовий інструмент чи операцію, що дозволяє знижувати ризики, тобто як інструмент управління ризиком [81]. О. Б. Фельдман пропонує розглядати ПФІ як поєднання властивостей фінансового продукту (споживчої вартості) та фінансового інструмента (як результату здійснення фінансового продукту) і, відповідно, наводить визначення похідного фінансового продукту-інструмента.

Відзначаючи цінність вказаних визначень, на нашу думку, слід чітко розмежовувати різні аспекти сутності ПФІ, що схематично зображені на рис. 1.1.



**Рисунок 1.1 – Підходи до визначення економічної сутності ПФІ (складено авторами)**



У процесі встановлення співвідношення поняття “похідні фінансові інструменти”, “фінансові інструменти”, “строкові інструменти” поняття “похідні фінансові інструменти” є вузким і безумовно включається до фінансових інструментів як одна із класифікаційних груп, у другому, зазвичай, але не завжди, ПФІ є строковими угодами – угодами на умовах “форвард”. Виконання ПФІ характеризується протяжністю у часі, на відміну від угод на умовах “тод”, “том”, “spot” – так званих угод спотового ринку, тоді як відомі строкові угоди (валютний своп, операції “репо”, наприклад) хоч і обертаються не на спотовому ринку (ознака строковості), та все ж їх вартість часто не залежить від вартості активу, що лежить в їх основі (ознака похідного інструмента).

Незважаючи на подібність в організації обігу і специфіки торгівлі ПФІ та цінних паперів, досить важко також погодитися з думкою авторів, які ототожнюють поняття “похідні фінансові інструменти” та “похідні цінні папери”. Насамперед, цінні папери виступають титулами реальних прав власності, титулами реального чи фіктивного капіталу I порядку, у той час як ПФІ можна назвати титулами лише майбутнього фіктивного капіталу, виходячи із ознаки строковості, тобто фіктивного капіталу II і вище порядку. Відмінними рисами ПФІ є також їх обмежена правилами біржі стандартизація (тільки для біржових ПФІ) та функції управління ризиком на противагу законодавчо встановленій формі цінних паперів з фіксованою кількістю реквізитів і виконання ними функції залучення капіталу [113, с. 35–37, 14].

Слід також зазначити, що ПФІ є лише окремим видом інструментів управління ризиком (інструментом хеджування або спекуляції), який відрізняється від тих же страхових угод симетричними наслідками реалізації стратегій хеджування, наявністю права відмовитись від угоди (у випадку опціону) та нижчою вартістю [29, с. 323–324]. Так, страхову угоду можна розглядати як опціон для страхувальника, який реалізується незалежно від його волі (з настанням певної події), у той час як ПФІ виключно залежать від рішень їх учасників. Наслідки хеджування симетричні: за результатами виконання ПФІ буде отримано прибуток, який компенсує збитки від несприятливої зміни ринкової ціни базового активу.

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



а також які виступають критеріями віднесення того чи іншого інструмента до ПФІ, можна назвати:

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

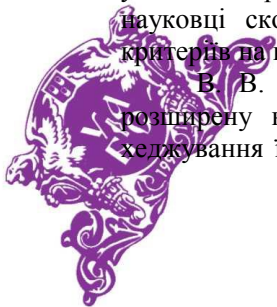
Серед додаткових ознак ПФІ, що наводяться окремими авторами, можна навести такі:

- мінімальна потреба в інвестиціях, пов'язана з доступністю ПФІ на світових розвинутих ринках (за методологією МСФЗ);
- максимальний дохід порівняно з іншими фінансовими інструментами при мінімальних інвестиціях завдяки механізму левериджу;
- відтворення потоків капіталу – забезпечення безперервності фінансових потоків на світових фінансових ринках [105];
- відсутність внутрішньої вартості ПФІ – найчастіше під час укладання з позиції бухгалтерського обліку права за цим інструментом рівні зобов'язанням у одного і того ж контрагента, а відповідно його вартість дорівнює нулю, і лише при зміні вартості базового активу ПФІ набувають певних вартісних характеристик.

У межах нашого дослідження, з урахуванням розглянутих підходів до сутності ПФІ, пропонуємо визначати їх як фінансові інструменти строкового ринку, що поєднують наступні ознаки: виступають домінуючою формою фіктивного капіталу; можуть бути використані як складові або самостійні продукти фінансового інжинірингу; їх вартість походить від вартості базових активів, що лежать в їх основі; розрахунки за ними можуть здійснюватися на певних умовах в майбутньому; призначені для трансформації і передачі ризиків як інструменти хеджування та спекуляції.

Питання класифікації ПФІ, як і питання категоріального апарату, є також досить дискусійними. У зарубіжних нормативних актах, як і в працях вчених, воно не систематизоване, відповідно, не існує єдиного переліку ПФІ, як і не існує вичерпного переліку ознак ПФІ та їх класифікації. Узагальнену нами класифікацію ПФІ надамо у таблиці 1.1. На нашу думку, наведені критерії є основними і дають уявлення про типологізацію ПФІ з різних поглядів, хоча деякі науковці скорочують або доповнюють список видів ПФІ та їх критеріїв на власний розсуд.

В. В. Гоффе, наприклад, у своїй праці побудувала досить розширену класифікацію деривативів: залежно від особливостей хеджування їх запропоновано поділити на три великі класи: лінійні



синтетичні цінні папери (кошик активів, спред); залежні від часу безумовні деривативи (лінійні або квазілінійні, нелінійні); нелінійні вимоги, залежні від обставин (опціони та іпотечні деривативи) [31, с. 9].

А. М. Балабушкін до числа ПФІ відносить лише форварди, ф'ючерси та опціони, а А. В. Безп'ятов відзначає існування ф'ючерсів, опціонів та свопів, зауважуючи, що форвард є формою ф'ючерса на позабіржовому ринку [3 с. 2; 5, с. 7].

За наступним критерієм класифікації – ступенем складності – ПФІ можуть розглядатися з двох поглядів: власне прості (елементарні), до яких належать перераховані форварди, ф'ючерси, опціони і свопи, а також більш складні (структуровані) їх форми (гібридні, синтетичні, вбудовані). У наведеній класифікації окреме місце посідають найбільш гнучкі інструменти фінансового інжинірингу – опціони, що мають свою складну класифікацію – крім загальновідомих американських та європейських опціонів існує значне різноманіття екзотичних опціонів.

**Таблиця 1.1 – Класифікація ПФІ\***

Ознака класифікації	Вид ПФІ
За економічною сутністю і призначенням	- форвард; - ф'ючерс; - опціон; - своп
Складність інструмента	- прості ( <i>plain, vanilla</i> ); - складні, структуровані ( <i>exotic, structured</i> )
Ступінь організації ринку (умовно)	- біржові ПФІ ( <i>on-exchange, exchange-traded derivatives, organized traded derivatives</i> ); - позабіржові OTC – ( <i>over-the-counter, off-exchange derivatives</i> )
За видом базового активу	- валютні ( <i>exchange rate</i> ); - процентні ( <i>interest rate, FRA</i> ); - іпотечні (MDO); - кредитні (CDO, CDS, CLN, TROR); - індексні ( <i>equity</i> ); - макродеривативи
Залежно від виду договору, що лежить в основі ПФІ	- угоди, засновані на договорі купівлі-продажу чи поставки активу; - біржові: ф'ючерс і опціон; - небіржові: форвард; - угоди, засновані на договорі міни (обміну) – свопи

\*Складено авторами на основі [53, 79, 81, 104, 124, 113].

Виходячи з цього, детальну увагу приділимо поділу ПФІ на прості і структуровані (складні). На відміну від простих ПФІ, що в своїй основі мають базові активи, гібридні інструменти визначають



як такі цінні папери, конструкції яких суміщають у собі компоненти деяких елементарних ринків: процентних інструментів, валютного, фондового тощо [78, с. 512]. На додаток Ю. М. Коваленко зазначає, що гібридні інструменти, які важко віднести до якоїсь однієї категорії, як правило, утворюються на базі чотирьох ринків: процентних паперів, валютного, фондового і товарного [51, с. 87]. Їх багатоманітність включає мультивалютні облігації, валютні і процентні свопи, свопціони та багато інших інструментів, що конструюються фінансовими інженерами провідних фінансових установ. Відмінності між простими (елементарними) та гібридними фінансовими інструментами є доволі умовними і полягають у їх властивостях, що обумовлюються однією чи декількома змінними дохідності, а також у рівні розвинутості самого ринку, його ліквідності.

Синтетичні інструменти визначають як сукупність грошових потоків, утворених композицією або декомпозицією грошових потоків для множини інструментів, яка точно відтворює сукупність грошових потоків, пов'язаних з реальними інструментами. ПФІ можуть виступати як кінцеві синтетичні продукти, так і їх складові. Прикладами можуть виступати угоди "cash&carry" [78, с. 614].

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

- опціон на конвертацію в пайові цінні папери, вбудований в борговий інструмент, конвертований у звичайні акції (тільки з погляду власника);
- опціони "кеп" і "флор", вбудовані в основний договір, що має форму боргового інструмента, за умови, що ставка виконання опціону "кеп" вища за ринкову процентну ставку, а ставка виконання опціону "флор" нижче за ринкову процентну ставку на момент випуску інструмента;
- інфляційний індекс орендних платежів, якщо орендовані активи придбані за рахунок позикових коштів, та ін. [83].

У Базовому курсі цінних паперів, за яким здійснюється підготовка до іспиту для здобувачів кваліфікаційних атестатів Федеральної комісії з ринків цінних паперів, виділяють п'ять видів ПФІ: опціони, ф'ючерси, варранти, депозитарні розписки (глобальні та американські) та конвертовані облігації [2, с. 109–110]. Відповідно, варранти, депозитарні розписки (свідоцтва чи сертифікати) та



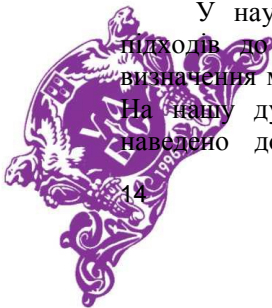
конвертовані облігації належать до гібридних цінних паперів (вторинних), що представляють титул власності на цінні папери [113].

Перераховані складні ПФІ (синтетичні, гібридні, вторинні) є продуктами фінансового інжинірингу і об'єднуються в клас структурованих продуктів як окремих вид фінансових інструментів, що поєднує декілька (найчастіше дві) частин. Перша частина – консервативна з мінімальним доходом і мінімальними ризиками для інвестора – виступає у вигляді інструментів сек'юрітизації, участі в капіталі, позикових інструментів чи значного різноманіття інших; друга частина структурованого продукту є вкладеннями в ризиковані, але прибуткові інструменти і є, як правило, ПФІ [19]. Узагальнене визначення структурованих фінансових продуктів було надане М. Ю. Глуховим, який визначав структурований фінансовий продукт як комплексний фінансовий продукт, що випускається переважно комерційними та інвестиційними банками і конструйований для задоволення специфічних потреб клієнтів, такий, що володіє нестандартними характеристиками (співвідношенням ризику і прибутковості, структурою потоків), що досягаються за рахунок комбінування в структурі продукту постійних і змінних потоків активів (грошових і негрошових), доповнених різними додатковими умовами (наприклад, правом відміни потоку, правом зміни параметра потоку, і т. д.) [25].

Залежно від ступеня організованості ринку ПФІ можна виділяти біржові (більш регульовані та стандартизовані інструменти) та позабіржові ПФІ (регульовані в приватному порядку, більш гнучкі).

Варто відзначити, що наведені класифікаційні ознаки є лише спробою упорядкувати значну видову різноманітність ПФІ, а в умовах бурхливих процесів створення не тільки модифікацій відомих процентних, валютних, індексних, але і нових їх видів не може претендувати на вичерпність. Так, згідно з класифікацією ПФІ за базовим активом з моменту появи кредитних деривативів у 1994 р. на сьогодні їх нараховують близько 200 видів, у 2002 р. з'явилися деривативи на економічні дані (макродеривативи). Проте, незважаючи на їх значне різноманіття, середовище їх обігу структурно і функціонально оформлене у вигляді ринку ПФІ.

У науковій економічній думці існує досить багато різних підходів до структуризації та сегментації фінансових ринків та визначення місця ринку ПФІ в ньому [35, 50, 52, 81, 112, 113, 114]. На нашу думку, у дисертаційному дослідженні І. О. Школьник наведено досить вичерпну структуру фінансового ринку, яка



передбачає класифікацію складових фінансового ринку через фінансові активи, що на них обертаються: валютний ринок, депозитний ринок, кредитний ринок, ринок цінних паперів, ринок похідних фінансових інструментів, об'єктом якого є контракти форвардного типу та опціонні контракти, а також на основі таких класифікаційних ознак як: функціональне призначення (грошовий ринок, ринок капіталу, ринок похідних фінансових інструментів), набуття права власності (ринок боргових фінансових інструментів та ринок інструментів, що надають право власності), рівень ризику фінансових інструментів (безризиковий, середньоризиковий, високоризиковий), територіальна ознака (міжнародний, національний, регіональний) [143].

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

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

Незважаючи на певні відмінні риси підходів до сегментації фінансового ринку, загалом у межах кожного з них розмежовують ринки за організаційною характеристикою – організований (біржовий) та неорганізований (позабіржовий) та за часовою – спотовий і строковий (ф'ючерсний). Зазначене безумовно справедливо для ринку ПФІ як строкового сегмента фінансового ринку, який може існувати як біржовий та позабіржовий.

З урахуванням попереднього доробку в цій науковій сфері, зокрема часового, вартісного, рольового, структурного підходів до сутності ПФІ, запропоновано визначення ПФІ як фінансових інструментів строкового ринку, що поєднують наступні ознаки:



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

Крім того, в межах даного підходу зосереджується увага на таких аспектах сутності ПФІ, як інструменти хеджування ризику та спекуляції, інструменти строкового ринку, продукти фінансового інжинірингу та різновиди цінних паперів.

## **1.2. Функції похідних фінансових інструментів як інструментів управління та генерації ризиків**

З огляду на неоднозначність теоретичних підходів до сутності, класифікації ПФІ та структуризації їх ринку у наукових працях, на нашу думку, найбільш істотними для прийняття рішення стосовно віднесення інструментів до класу ПФІ є виконувані ними функції, що у сукупності з ознаками вирізняють їх серед різноманіття фінансових інструментів.

Поряд із тлумаченням поняття “похідні фінансові інструменти”, формулюванням їх структурно-функціональних ознак, єдиних підходів до визначення функцій цих інструментів вітчизняні і зарубіжні науковці також не відпрацювали. На нашу думку, функції ПФІ можна згрупувати за взаємопов'язаними рівнями їх виконання на макро- і мікрорівні за ознаками однорідності світового економічного простору та конкурентними перевагами окремих учасників ринку (рис. 1.2).

На мікрорівні ПФІ проявляють функції інструментів, які формують раціональні очікування економічних агентів в умовах інформаційної прозорості ринку; хеджування ризиків – зменшення ризиків одного з учасників ринку шляхом перерозподілу його між іншими; та реалізації спекулятивної функції – отримання доходу від операцій з ПФІ, заснованих на різниці курсів інструментів в умовах їх волатильності і невизначеності. Зокрема, такі функції виділяє Я. Ю. Крамаренко стосовно валютних ПФІ [59].

Інформаційну та спекулятивну функцію детально розглядали у своїх працях Дж. М. Кейнс та Дж. Хікс, які обґрунтували гіпотезу ефективності фінансового ринку: отримуючи рівний доступ до ринкової інформації, учасники ринку з найменшими транзакційними витратами координують свої плани і майбутні очікування щодо





кон'юнктури ринку, а спекулянти згладжують цінові коливання та приймають на себе ризики хеджерів, що призводить до встановлення динамічної рівноваги на ринку [134, 45, 109]. Важко не погодитись з думкою З. М. Васильченко, яка зазначає, що "...поведінка спекулянтів робить ф'ючерсний ринок більш ліквідним і забезпечує реалізацію всіх намірів з купівлі-продажу ф'ючерсних контрактів" [17, с. 51], а також підкреслює важливу функцію цих учасників ринку.



Рисунок 1.2 – Функції ПФІ

З поєднанням спекулятивної та інформаційної функцій ПФІ вони трансформуються у ще одну функцію макрорівня – забезпечення загальної ефективності ринку з наявним на ньому строковим сегментом. Функція хеджування, що реалізується через механізм функціонування ринку ПФІ, передбачає перерозподіл ризиків від хеджерів – сторони, яка намагається мінімізувати їх, до спекулянтів (в т. ч. й арбітражерів) – сторони, яка приймає на себе ці ризики за відносно вищої норми дохідності, ніж на ринках базових інструментів, в основі якої лежить більш високий рівень левериджу. Спекулятивна та хеджувальна функція ПФІ цілком узгоджуються з визначеним у підрозділі 1.1 рольовим підходом до їх сутності.

На наш погляд, виходячи з сутності і основних ознак відсутності внутрішньої вартості ПФІ, а також відтворення потоків капіталу, та поділяючи думку О. Б. Фельдмана, крім названих функцій, що взаємодіють на макро- і мікрорівні, доцільно виділяти функцію створення і переміщення фіктивного капіталу ПФІ [133, с. 24]. Причому цей капітал носить майбутній характер стосовно реального виробничого капіталу та фіктивного капіталу, втіленого в цінних паперах і не призводить до переміщення реальних цінностей, цим самим ілюструючи вартісний підхід до сутності ПФІ. Спекулятивні та арбітражні операції, глобальний характер ринків ПФІ, відсутність законодавчих обмежень щодо обігу ПФІ, особливо позабіржових, дозволяють цьому фіктивному капіталу вільно переміщуватись світовими ринками, сприяючи більш ефективному розміщенню ресурсів.

Ці макрофункції дозволили говорити про ПФІ як інструменти підвищення однорідності і стабільності економічного простору, особливо з урахуванням впливу не тільки на строкові ринки, але і ринки базових активів. Зазначене справедливе під час зворотного підвищення інформаційної прозорості та отримання додаткових переваг учасників ринків базових активів з придбанням похідних на ці базові активи. Взаємозв'язок базових та відповідних строкових ринків активів, який підтверджується їх спотовими та ф'ючерсними цінами, довів Н. Калдор, що стояв біля витоків теорії строкового ринку поряд з Дж. Кейнсом та Дж. Хіксом [177].

Крім згаданих спекулятивної і хеджувальної функцій, деякі автори стверджують про необхідність виокремлення інноваційної функції ПФІ [161, 81 с. 94]. Створення нових продуктів в рамках процесу фінансового інжинирингу, наприклад, інвестиційними банками (з огляду на структурний підхід до сутності ПФІ) свідчить про те, що ПФІ можуть бути джерелом інновацій. Разом з виконанням ними інших мікрофункцій інноваційна функція дозволяє формувати більш вигідну конкурентну позицію – учасників ринку, що може складатися з наступних блоків:

- створення інноваційних продуктів – забезпечення поступального розвитку учасника та його недосяжність для конкурентів;
- захист його від різних видів ризику – фінансово стійка позиція на ринку;
- отримання додаткового доходу від спекуляцій з ПФІ – залучення дешевих джерел фінансування.



Погоджуючись з думками М. Кисельова та І. Дарушина, слід наголосити, що серед названих функцій, незважаючи на рівні та ознаки їх групування, первинною щодо інших є функція хеджування ризиків, адже передусім похідні інструменти були винайдені для мінімізації ризиків виробників реального товару, а згодом були перенесені у фінансову сферу [33, 48]. Відповідно функція створення фіктивного капіталу, спекулятивна функція є вторинними і взаємодоповнюючими.

Однак сучасна фінансова криза зміщує акценти в розглянутих функціях ПФІ. На перший план виступає не функція забезпечення ефективності функціонування ринків та хеджування ризиків, а функція створення фіктивного капіталу, спекулятивна та інноваційна функції, що дозволяє здійснити обґрунтування ПФІ як форми фіктивного капіталу. Стрімкий розвиток ПФІ в межах загальної фінансіалізації (фінансової глобалізації) світового господарства змінив також базові уявлення щодо традиційних фаз розвитку суспільства, поділу секторів економіки та видів капіталу (рис. 1.3).



**Рисунок 1.3 – Місце ринку ПФІ у системі світового господарства (складено авторами)**

Для індустріального суспільства з первинним і вторинним секторами економіки, що обслуговувалось переважно промисловим

(виробничим), аніж фіктивним капіталом, були характерні похідні товарні інструменти (середина XIX ст. – 70-ті рр. XX ст.). Похідні фінансові інструменти пов'язані насамперед з переходом окремих країн в постіндустріальну стадію розвитку з переважанням третинного і четвертинного секторів економіки, і їм відповідає фіктивний капітал II і III порядку [133, 86].

ПФІ як фіктивний капітал другого порядку розглядають О. І. Лаврушин, В. Т. Мусатов, В. В. Зимовець та С. П. Зубик, які наголошують на тому, що ПФІ є похідними інструментами від фіктивного капіталу I порядку [86, 62, 38], що цілком узгоджується з вартісним підходом до сутності ПФІ.

Будучи похідними від цінних паперів, що дають право на реальний капітал, ПФІ становлять фіктивний капітал II порядку, а виступаючи похідними від інших ПФІ – фіктивний капітал III та вищого порядку. Поряд з первинним ринком, на якому здійснюється залучення фінансових ресурсів, учасниками фінансового ринку через емісію цінних паперів – фінансових інструментів (створення фіктивного капіталу I порядку), та вторинним ринком, що забезпечує ліквідність цих інструментів та обіг капіталу, О. М. Сохацька доводить необхідність виокремлення третинного ринку – ринку ПФІ. Ринок ПФІ як надбудову над фінансовим ринком розглядає Ю. М. Коваленко, вказуючи на те, що він, як і ринок структурованих фінансових інструментів, походить від інших ринків (базових активів) [50].

Категорію “третинний ринок” О. М. Сохацька визначила як систему міжнародних економічних відносин суб'єктів господарювання та держави з приводу зменшення цінової невизначеності, пов'язаної з фактором часу на ринку базових товарних та фінансових активів, через укладання строкових фінансових контрактів, в яких вартісна оцінка величини зобов'язань та прав одного із контрагентів фіксується в момент укладання, а іншого – походить від вартості базового активу [123, с. 12]. Відповідно ПФІ є якісно новою формою фіктивного капіталу, що знаходиться в обігу на третинному фінансовому ринку і обслуговує потреби третинного і четвертинного секторів економіки в постіндустріальну стадію розвитку світового господарства.

Концептуальні підходи до визначення сутності фіктивного капіталу були закладені К. Марксом в ході аналізу позикового капіталу як перетвореної форми грошового капіталу, поява якого пов'язана з відокремленням капіталу-власності від капіталу-функції. Під фіктивним капіталом К. Маркс розумів насамперед капітал в цінних паперах (акціях, облігаціях та ін.), що дає право їх власникам



регулярно привласнювати частину додаткової вартості у вигляді дивіденда або відсотка [44]. Поряд з К. Марксом Р. Гілферлінг виділяє дві форми функціонування фінансового капіталу – позиковий та фіктивний, підкреслюючи їх грошову природу [24].

Поглиблення теоретичних напрацювань щодо фінансового (фіктивного) капіталу та реального сектора економіки були здійснені Дж. М. Кейнсом та Х. Мінскі. Так, Дж. М. Кейнс підкреслює спекулятивний характер очікувань інвесторів у фінансовому секторі і домінування їх над очікуваннями в реальному секторі, яке власне і породжує непередбачуваність та нестабільність фінансового сектора. Х. Мінскі в “гіпотезі фінансової нестабільності” доводить, що накопичення певної частини фірм, що використовують переважно спекулятивне та Понці-фінансування інвестицій (а не забезпечені його види) та певний шоківий стан на фінансовому ринку провокує заздалегідь обумовлену за теорією циклічності кризи в реальному секторі економіки [46, 118, 193].

З урахуванням значної кількості різновидів ПФІ, особливо позабіржових та різноманіття їх базових активів, можна стверджувати про багатоваріантність та складність форм фіктивного капіталу, втіленого в ПФІ.

Диспропорції у співвідношенні реального і фіктивного капіталів, зумовлені домінуванням останнього, мають значний вплив на стійкий розвиток світових господарських відносин. Найбільш яскраво така відособленість (розрив), проявляється під час появи “бульбашок” на фінансових ринках, спровокованих непродуктивним зростанням фіктивного капіталу, і відповідно криз, які транслюються на реальний сектор економіки. Як фіктивному капіталу, так і інструментам, за допомогою яких опосередковується його функціонування, притаманні наступні ознаки: мобільність, низька урегульованість, взаємообумовленість та відрив від реального сектора, самовідтворення та віртуальність. В межах ознаки самовідтворення фіктивний капітал є самодостатньою системою, має замкнений цикл обігу, який відбувається шляхом реалізації наступних ефектів (запропонованих П. В. Суворовим [127] та доповнених і адаптованих авторами з позицій ПФІ як форми фіктивного капіталу):

- ефект масштабу – значна гнучкість ПФІ позабіржового ринку, а також зниження вимог до маржевих внесків та використання ефекту левелювання підвищили їх доступність для пересічних інвесторів і фізичних осіб;

- ефект витіснення довгострокових інвестиційних проектів – орієнтація учасників ринку ПФІ на отримання короткострокового



спекулятивного прибутку, що не сприяє вкладанню вільних коштів у довгострокові інвестиційні проекти реального сектора;

- ефект раціональних очікувань – прогнози (очікування) контрагентів за операціями з ПФІ щодо руху ф'ючерсних цін здійснюються згідно з гіпотезою ефективності ринку, проте ринки ПФІ, як ринки фіктивного капіталу, як показав досвід останньої кризи, не є інформаційно ефективними, тому їх учасники не завжди діють раціонально, а відтак концепція їх функціонування потребує перегляду;

- ефект фінансового домінування – за своїми масштабами ринки похідних фінансових та похідних товарних інструментів значно переважають як ринки їх базових активів, так і ринки реальних активів загалом, при цьому зміна цін на похідні інструменти обумовлює динаміку цін на базові активи;

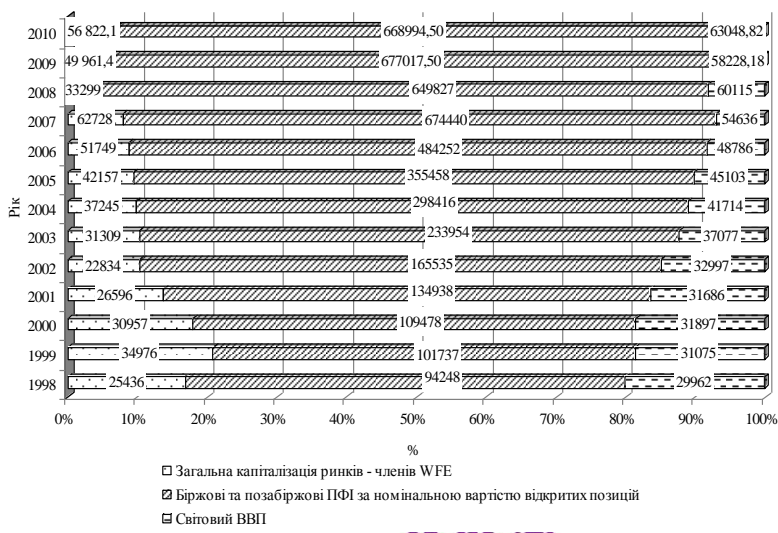
- ефект інвестиційного фінансування – лібералізація фінансових ринків та зростання різноманітності фінансових інструментів як продуктів фінансового інжинірингу призвела до пріоритетності Понці-фінансування та спекулятивного фінансування перед забезпеченим (хеджевим) [13, 127].

За останньою з перелічених ознак фіктивний капітал носить характер віртуального, так як достовірно кількісно та якісно визначити його фундаментальну вартість неможливо; припускається, що вона може бути оцінена як похідна від функціонуючого реального капіталу [11]. Аналіз динаміки зростання фіктивного капіталу в світовому господарстві за 1998–2010 рр. свідчить, що за цей період спостерігалось значне випередження обсягів фіктивного капіталу, втіленого у фондові цінності – перед обсягами капіталу реального сектора економіки (світового ВВП) (рис. 1.4).

Важливо також відзначити, що зі зміною уявлень про сутність ринку ПФІ під впливом світової фінансової кризи можна поставити під сумнів концепції, теорії та гіпотези, що обґрунтовують функціонування ринку ПФІ та ціноутворення на ньому, зокрема гіпотези ефективності ринку.

Власне гіпотеза ефективності ринку, запропонована Ю. Фама, передбачає, що ринок, на якому ціни відображають усю існуючу інформацію, є ефективним. Відповідно до теорії сучасні ф'ючерсні (строкові) ринки, що є інформаційно прозорими, відповідають поняттю ефективних ринків.

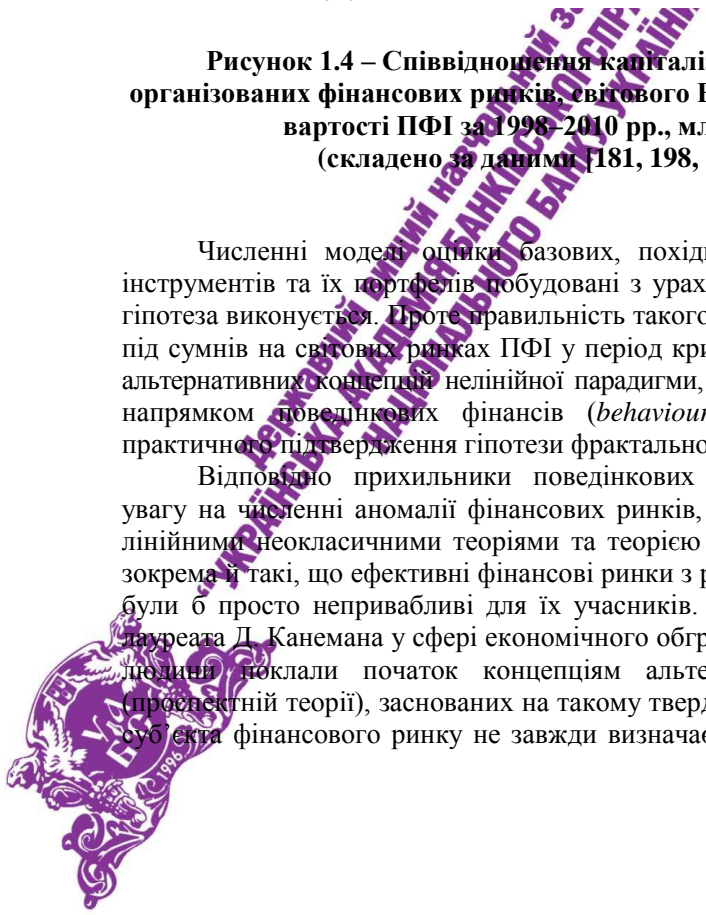




**Рисунок 1.4 – Співвідношення капіталізації світових організованих фінансових ринків, світового ВВП та номінальної вартості ПФІ за 1998–2010 рр., млрд дол. (складено за даними [181, 198, 187])**

Численні моделі оцінки базових, похідних, структурованих інструментів та їх портфелів побудовані з урахуванням того, що ця гіпотеза виконується. Проте правильність такого постулату ставиться під сумнів на світових ринках ПФІ у період кризи [71]. З розвитком альтернативних концепцій нелінійної парадигми, об’єднаних спільним напрямком поведінкових фінансів (*behavioural finance*), набули практичного підтвердження гіпотези фрактальності ринку.

Відповідно прихильники поведінкових фінансів звертають увагу на численні аномалії фінансових ринків, що не пояснюються лінійними неокласичними теоріями та теорією ефективності ринку, зокрема й такі, що ефективні фінансові ринки з рівноважними цінами були б просто непривабливі для їх учасників. Праці нобелівського лауреата Д. Канемана у сфері економічного обґрунтування поведінки людини поклали початок концепціям альтернативних фінансів (перспективній теорії), заснованих на такому твердженні, що поведінка суб’єкта фінансового ринку не завжди визначається раціонально і є



прогнозованою, вона залежить від суб'єктивних психологічних чинників [176, 197]. Серед значної кількості нелінійних теорій та концепцій поведінкових фінансів, таких як когнітивні теорії, теорія прийняття рішень в умовах невизначеності та евристичних помилок, теорія шумової торгівлі, теорії детермінованого хаосу, теорії фрактальної геометрії, теорії прогнозування довгострокової поведінки ринку (теорія Д. Сорнетте та теорія великих змін на ринку [30]), теорії ігор, теорії нейронних мереж, теорія рефлексивності особливу увагу хотілося б зосередити на останній через її практичне обґрунтування одним з найвідоміших інвесторів сучасності Дж. Соросом. В її межах Дж. Сорос заперечує базову теорію існування рівноважного стану фінансових ринків, їх ефективність і доводить, що стан ринку залежить від упереджених очікувань і дій його учасників та обумовлюється двостороннім зв'язком між їх перевагами і ринковою кон'юнктурою [119]. Автор передбачає можливість заміни застарілої гіпотези ефективності ринку теорією рефлексивності, зі зміною парадигми глобальних фінансових ринків після кредитної кризи 2008 р. [191].

Досить часто гіпотези ефективності ринку протиставляється також одна з гіпотез фрактальної геометрії – гіпотеза фрактальності ринку (*Fractal Market Hypothesis*, ФМН, розроблена Б. Мандельбротом), яка пропонує покласти в основу розуміння сутності фінансового ринку більш складні випадкові процеси. Ми підтримуємо думку авторів, що схильні вважати природу ринку ПФІ фрактальною. Як зазначає О. М. Сохацька: “за аналогією з природою стійкість та ліквідність ф'ючерсного ринку визначається різноманітністю інвестиційних горизонтів його учасників” [123, с. 14]. Підтвердження гіпотези фрактальності ринку ПФІ ми знаходимо у тому, що динамічна рівновага на ринку ПФІ досягається збалансуванням інвестиційних горизонтів хеджерів і спекулянтів, у той час як диспропорції між ними, викликані переважанням інвестиційних горизонтів спекулянтів (накопичення фіктивного капіталу), призводять до криз на ринку. З огляду на наведені положення альтернативних теорій і наслідки сучасної фінансової кризи можна говорити, що фінансові ринки і відповідно ринки ПФІ не можна однозначно вважати ефективними і стійкими ні з погляду адекватної рівню ризику оцінки активів, ні з погляду прогнозування ф'ючерсних цін та виконання інформаційної функції.

Основні позитивні якості ПФІ зумовлені їх функціональною роллю як інструментів управління ризиком і як інструментів підвищення інформаційної прозорості та однорідності економічного





простору, його інноваційної складової. Серед них можна назвати наступні:

- операції з ПФІ є важливим інструментом ризик-менеджменту, що дозволяє хеджувати (мінімізувати) ризики економічних агентів, і на відміну від спекуляції (при відмові від стратегії нехеджування) завершується офсетною угодою, що пов'язує позиції на ринку базових активів та ринку відповідних похідних;

- використання механізму ПФІ призводить до загального зменшення волатильності на фінансовому ринку (ринках базових активів) – існує позитивна залежність між зростанням кількості угод з ПФІ і зменшенням волатильності споживання і заощаджень населення, що призводить до кращого розміщення ресурсів у фінансовій системі і економіці загалом [149];

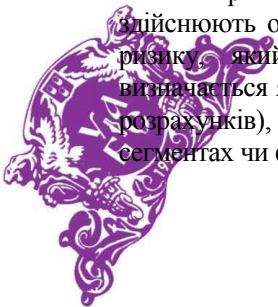
- належне використання ПФІ сприяє нівелюванню кризових явищ у довгостроковій перспективі через покращення механізмів управління ризиками сукупністю економічних агентів. У табл. 1.2 наведені переваги і недоліки використання ПФІ для основних категорій економічних агентів.

Поряд з позитивними можливостями ПФІ, у разі їх неналежного застосування можуть проявитися їх негативні риси, що виявляються при виконанні ПФІ спекулятивної функції та функції створення фіктивного капіталу, зокрема:

- високий рівень левериджу – здійснення угод з плечем має двоякий характер – зі зростанням ризиковості деривативів лінійно зростає і потенційний рівень доходу за ними; у такий же спосіб можуть накопичуватися і збитки за ними у випадку закриття негативної позиції [58];

- забалансовий характер операцій з ПФІ – за відсутності належної системи обліку і внутрішнього контролю чи незастосування загальновизнаної методології обліку спотворюється реальний фінансовий стан учасника ринку і неадекватно оцінюються ризики, пов'язані з ним. Даний недолік досить часто використовується недобросовісними економічними агентами з метою шахрайства, маніпулювання звітністю, ухилення від оподаткування [54];

- при втраті фінансової стійкості економічних агентів, що здійснюють операції з ПФІ, вони можуть стати джерелом системного ризику, який за методологією Банку міжнародних розрахунків визначається як нестабільність (в компанії, ринковому сегменті, системі розрахунків), що призводить до труднощів в інших компаніях, сегментах чи фінансовій системі загалом.



**Таблиця 1.2 – Переваги та недоліки ПФІ за категоріями економічних агентів\***

№ пор.	Категорія економічних агентів	Переваги ПФІ	Недоліки ПФІ
Макрорівень			
1	Держава (глобальні економічні системи)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- зменшення вартості капіталу, краще розміщення ресурсів в економіці та підвищення їх доступності, що призводить до стимулювання економічного зростання країни, однорідності економічного простору;</li> <li>- зменшення волатильності ринків, підвищення їх інформаційної прозорості і як наслідок – поліпшення їх інвестиційної привабливості і урегульованості</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- значні за обсягами глобальні ринки ПФІ у разі криз на них із перевищенням критичного рівня системного ризику можуть спричинити колапс фінансової системи;</li> <li>- здійснення руйнівного впливу на ринки базових активів та галузей реальної економіки</li> </ul>
Мікрорівень			
2	Суб'єкти господарювання (компанії реального сектора)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- мінімізація ризиків зростання якості управління активами і пасивами, фінансової стійкості, і як наслідок – посилення конкурентної позиції на ринку;</li> <li>- здешевлення залучених ресурсів через наявний доступ до найбільших світових фінансових ринків</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- потребують виконання підвищених регулятивних вимог щодо достатності капіталу, обліку і звітності;</li> <li>- можуть стати причиною фінансових труднощів і банкрутства внаслідок недооцінки ризиків, пов'язаних з ними;</li> </ul>
3	Фінансові інститути (банки, брокери, дилери, фондові біржі, тощо)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- зростання доходів основної діяльності, підвищення кредитного рейтингу;</li> <li>- більш яскраве управління ризиками, що диверсифікує їх джерела і підвищує стійкість установи</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- досить часто використовуються з метою приховування реального стану суб'єкта у фінансовій звітності, в операціях ухилення від сплати податків та інших шахрайських маніпуляцій</li> </ul>

\*Складено авторами.

Поряд з наведеними перевагами і недоліками для категорій суб'єктів ринку ПФІ, що характеризують зовнішні аспекти функціонування ПФІ, необхідно також звернути увагу на внутрішні аспекти, які передусім можуть бути розглянуті у взаємозв'язку з ринками, на яких функціонують ці інструменти (табл. 1.3).

З урахуванням унікальності біржових та позабіржових ПФІ як універсальних інструментів хеджування ризиків, на нашу думку, варто зосередити увагу на їх можливості застосування як інструментів ризик-менеджменту.

**Таблиця 1.3 – Переваги і недоліки ПФІ за видами фінансових інструментів залежно від ринку обігу\***

Вид ПФІ	Переваги	Недоліки
Позабіржові (форвард, своп, численні модифікації базових ПФІ)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- висока гнучкість інструментів, мінімальна стандартизація умов угоди для повного задоволення потреб клієнтів;</li> <li>- значне різноманіття базових активів, умов і технології конструювання угоди;</li> <li>- тривала дюрація портфеля інструментів;</li> <li>- відсутні лімітні, позиційні обмеження</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- низька ліквідність, відсутність можливості фінансового маневрування;</li> <li>- обмеження доступу учасників;</li> <li>- високий кредитний ризик та ризик контрагента;</li> <li>- високі транзакційні витрати;</li> <li>- укладнений пошук потрібного контрагента</li> </ul>
Біржові (ф'ючерс, опціон)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- порівняно висока доступність інструментів для пересічних інвесторів;</li> <li>- виконання похідних угод гарантується кліринговою установою біржі – висока надійність угод;</li> <li>- висока ліквідність інструментів, що підтримується біржовими маркет-мейкерами;</li> <li>- порівняно низькі транзакційні витрати та ризик контрагента</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- обмежене врахування індивідуальних потреб учасників ринку;</li> <li>- нижча дохідність за рахунок здійснення гарантійних внесків;</li> <li>- часова обмеженість у здійсненні операцій хеджування – відсутність довгострокових інструментів;</li> <li>- встановлені обмеження на вид товару, строк угоди та інші умови інструмента</li> </ul>

\*Складено авторами на основі [35, 104].

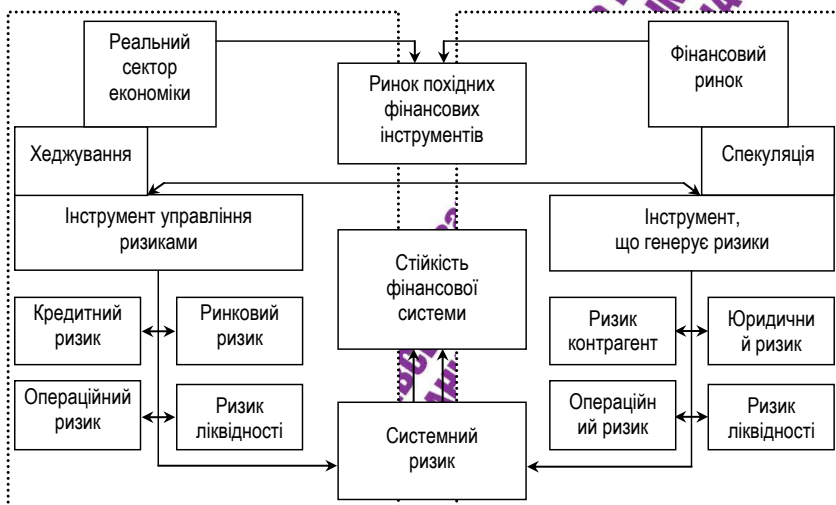
Одночасно слід також пам'ятати, що ПФІ можуть виступати джерелом додаткових ризиків для суб'єктів ринку, що обмежуються катастрофічним ризиком на рівні окремого агента і системним – на макрорівні. Взаємозв'язок між видами ризиків, які можна хеджувати за допомогою ПФІ, та ризиками, що притаманні саме ПФІ, наведений на рис. 1.5.

Ринок ПФІ як вертикальний сегмент фінансового ринку тісно пов'язаний з реальним сектором економіки через операції хеджування, які поряд з іншими інструментами ризик-менеджменту (страхуванням, диверсифікацією, лімітуванням тощо) спрямовані на захист суб'єкта, що їх застосує, від несприятливих подій. У межах нашого



дослідження основна увага серед усього різноманіття методів та інструментів хеджування приділена хеджуванню як методу у вузькому сенсі – з використанням ПФІ.

Метою використання ПФІ в операціях хеджування є нівелювання чи повна ліквідація хеджованого ризику суб'єкта. Проте з урахуванням загальновідомого лінійного співвідношення між ризиком та прибутком це означає, що існує потенційна можливість втрати прибутку, яка зазвичай не дозволяє отримати вигоди від сприятливої ситуації на ринку [103, с. 312–326].



**Рисунок 1.5 – Взаємозв'язок між ПФІ як інструментами управління ризиками та інструментами, що його генерують (складено авторами)**

Таким чином, завжди існує небезпека того, що економічний агент, який має право хеджувати свої ризики, стане використовувати ПФІ не як інструменти мінімізації ризиків, а як інструменти спекуляції [172, с. 55].

ПФІ в їх спекулятивній функції виконують важливу роль підтримання ліквідності ринку, формування доходів фінансових посередників індустрії фінансових деривативів, подають сигнали щодо майбутнього руху індикаторів ринку, забезпечуючи виконання ПФІ інформаційної функції. Однак при неналежному спекулятивному використанні порушується баланс між операціями хеджування і

спекулятивними операціями, що загрожує втратою рівноваги на ринку ПФІ і порушенням стійкості фінансової системи загалом, з урахуванням глобальних обсягів ринків ПФІ.

З огляду на кризу 2007–2009 р. у світовій фінансовій системі роль ПФІ при їх дуалістичній природі як інструментів управління ризиком та інструментів, що його генерують, була змінена в бік останньої. Якщо реалізація окремих видів ризику, проти яких використовуються стратегії хеджування, може призвести до зростання катастрофічного ризику на мікрорівні, то на макрорівні це загрожує зростанням рівня системного ризику і втратою стійкості усієї фінансової системи.

У цьому контексті варто розглянути групи ризиків, які можливо хеджувати за допомогою ПФІ, і відповідно ті ризики, які при цьому виникають. Методологія ризиків у західних наукових і регуляторних джерелах розглянута досить ретельно. Так, за загальновизнаною класифікацією ризиків Базельського комітету з банківського нагляду виділяють такі основні групи ризиків: кредитний ризик (контрагент не виконає свої зобов'язання повністю на певну дату); ринковий ризик (ризик зміни ключових для економічного агента параметрів ринку чи зростання їх волатильності, включає цінний, процентний та валютний ризик); ризик ліквідності (ризик неспроможності суб'єкта погашення своїх зобов'язань на потрібну дату); операційний ризик (ризик того, що прогалини в системі внутрішнього контролю призведуть до неочікуваних збитків агента); юридичний ризик (ризик того, що права чи зобов'язання контрагента не будуть визнані законними).

Хеджуванню за допомогою ПФІ підлягають перші три групи ризиків. Питання застосування обмеженого кола ПФІ для хеджування того чи іншого ризику є досить спірними у контексті бурхливого розвитку процесу фінансового інжинірингу і постійного конструювання нових видів ПФІ, що гнучко пристосовані для потреб клієнтів.

Паралельно з наведеною класифікацією ризиків ПФІ внаслідок недостатньо виваженого підходу управлінського персоналу фінансового інституту, компанії реального сектора до системи ризик-менеджменту загалом та контролю і моніторингу операцій з ПФІ зокрема, можуть виникати ризики, пов'язані з самими інструментами.

Серед них слід звернути увагу на наступні: ризик контрагента; ризик ліквідності; операційний ризик; юридичний ризик. Необхідно підкреслити, що вони носять універсальний характер в межах фінансового ринку, тобто притаманні не тільки ПФІ, а й іншим видам



інструментів. Проте через специфічність ПФІ набувають певні особливості, пов'язані з комплексним характером інструментів, складністю їх оцінки, високим рівнем левериджу та низьким рівнем прозорості операцій з ними, повним невиконанням чи неможливістю погашення зобов'язань за ПФІ через відсутність маркет-мейкерів, центральної клірингової установи, використанням ручних режимів управління та торгівлі ПФІ, невідповідністю контрактів з ПФІ чинному законодавству. Виходячи з цих особливостей, підходи до управління ризиками ПФІ як на національному та наднаціональному рівнях, так і на рівні окремого учасника ринку видаються більш складними і виваженими порівняно зі звичайними фінансовими інструментами.

Названі особливості, в першу чергу, стосуються позабіржового ринку ПФІ, який порівняно з біржовим є менш прозорим і регульованим, проте в десятки разів більшим за обсягом. Так, О. В. Галанова підкреслює, що генерування нових видів ринкових ризиків є невід'ємною властивістю позабіржового ринку деривативів, що пов'язано з такими його рисами, як: поєднання класичних і екзотичних контрактів; вбудований високий рівень деривативного левериджу; відносна непрозорість; трансформація ризиків; глобальний характер і концентрація складу професійних учасників; високий ступінь децентралізації; здатність до безмежного самозростання; відсутність функцій ціноутворення; інтеграція в інші фінансові ринки [21, с. 47].

Роль ПФІ може носити як позитивний, так і негативний характер. Головні переваги від використання цих інструментів у забезпеченні ефективного функціонування ринку, хеджування ризиків суб'єктів господарювання у випадку некваліфікованого застосування ПФІ чи зловживання ними можуть перетворитися на недоліки і загрожувати стійкості фінансової системи, генеруючи кризові явища. Для уникнення неналежного використання ПФІ необхідне впровадження системи їх регулювання на світовому рівні.

Проведене дослідження функцій ПФІ в системі світового господарства на макро- і мікрорівні та в умовах зміни концепції функціонування світового ринку дозволило здійснити обґрунтування ПФІ як форми фіктивного капіталу та переорієнтації виконуваних ними функцій з функцій хеджування ризиків на спекулятивну. Таким чином, стало можливим поглиблення розуміння проявів їх сутності як інструментів управління і генерування ризиків, встановлення ознак ґрунтування їх функцій, що базується на перевагах і недоліках (за категоріями економічних агентів та ринком функціонування).



### 1.3. Еволюція, сучасні тенденції ринку похідних фінансових інструментів та його регулювання

Похідні фінансові інструменти у типовому розумінні беруть свій початок з 70-х рр. XX ст., хоча передумови для їх створення назріли набагато раніше, на тривалий час визначивши подальші тенденції у їх поширенні на світовому фінансовому ринку.

Виникнення похідних інструментів можна віднести до часу появи торгівлі і перших прообразів організованих ринків (*Collegia mercatorum* – регулярних зборів купців Стародавньої Греції, *Fora vendalia* – ринків розпродажу в Римській імперії та в Фіонії в I столітті до н.е.). Першими у названих країнах з'явилися угоди з відстрочкою платежу (прообрази сучасних строкових угод). Відомий грецький філософ і математик Фалес з Мілета заробив свій статок саме на них [63]. Перша документальна історична згадка про такі інструменти, зокрема опціони, була знайдена в першому томі “Політики” Арістотеля. Відповідно опціон визначався як “...фінансовий засіб, використовуваний на принципах універсальності” [151].

В епоху раннього Середньовіччя, з розвитком ярмаркової торгівлі (X–XIII ст.) почали активно застосовувати такі інструменти, як вексель, товарний кредит, угоди про поставку товару через визначений термін на наступній ярмарці, із стандартами якості, що встановлюються за зразками.

Відомо, що у XII ст. продавці на середньовічних ярмарках, зокрема у Фландрії та Шампані підписували контракти *Lettre de faire* [17], обіцяючи поставити у майбутньому продані покупцям товари. З формуванням певних нормативних правил функціонування ярмарок (саморегуляції, арбітражу, формалізації торгових процесів) ярмаркова торгівля все більше почала наближатися до сучасної нам біржової.

З активізацією європейської географічної експансії в XVI ст. торговим центром у 1469 року стала біржа Антверпена, де вперше практикувалася торгівля за зразком: замість всієї партії товару покупцеві пред'являлася якась його частина. У біржовій торгівлі був зроблений ще один крок до стандартизації, біржа при цьому стала інститутом, що гарантував відповідність зразка товару і партії, а угоди, що укладались при цьому, стали прототипами ф'ючерсних контрактів. З Голландією пов'язано і виникнення перших строкових угод і похідних інструментів на квіти: у 1637 р. постачальники польових цибулин використовували строкові форвардні угоди для захисту від сезонних та цінових коливань на свій товар. Вартість



цибулини найбільш цінного сорту *Semper Augustus* була співставною з вартістю 12 акрів землі під забудову. Поряд з поширенням таких угод на тюльпанові цибулини, що дістало назву “тюльпаноманія”, відома і перша криза, пов’язана з похідними інструментами через численні спекуляції.

З розвитком торгівельних стосунків у процесі первинного накопичення капіталу центри торгівлі – товарні біржі – виникали в європейських містах: Ліоні (1549 р.), Тулузі (1549 р.), Лондоні (1536 р.), а згодом поширилися і в Японії (1730 р.) та США (1752 р.) [124, с. 12–13].

В організованому і певним чином стандартизованому вигляді ф’ючерсні контракти вперше з’явилися в Японії в першій половині XVIII ст. Тоді в місті Осака в 1730 р. (у деяких джерелах – 1650 р.) на рисовій біржі “Дояма” замість пакунків з рисом для зручності були введені рисові купони на майбутній урожай. Проте згадки про продаж японськими удільними князями рису на умовах відстрочених поставок у майбутньому на ринках, що називалися “*cho-ai-mai*”, походять з XVI ст. [151]. У намаганнях передбачити майбутні ціни на рис лихвар і торгівець Мунехіса з роду Хонма почав відображати рух цін на рис графічно у вигляді так званих “японських свічок”, цим самим поклавши початок “чартизму” як напрямку технічного біржового аналізу [190].

У США перші опціони з’явилися з підписанням угоди про створення Нью-Йоркської біржі, відомої як *Buttonwood Tree Agreement*, в 1792 р. Строкова торгівля була тісно пов’язана з торгівлею зерном в Чикаго, яке на той час стало торговим центром Середнього Заходу. З метою зменшення сезонного, цінового, транспортного ризиків в умовах низького розвитку біржової інфраструктури (шляхів сполучення, місць зберігання) торговці восени укладали контракти з виробниками і переробниками на постачання їм зерна навесні. Строкові контракти на пшеницю увійшли в біржову торгівлю пізніше, ніж на кукурудзу, але з часом набули більшого поширення. Саме зі зростанням її оборотів у 1848 р. 82 купці організували центральну ринкову установу – Товарну палату Чикаго. Перший зареєстрований ф’ючерсний контракт на цій біржі датується 13 березня 1851 р. [124]. У 1865 р. на цій біржі було зроблено крок до формалізації торгівлі зерном за допомогою розробки стандартних типових угод – ф’ючерсних контрактів. У тому ж році була введена в дію система гарантійних внесків на випадок невиконання покупцями і продавцями своїх контрактів.

Розвиток ринків похідних товарних інструментів дав поштовх до створення похідних аналогів і у фінансовій сфері. Так, у середині



Українська національна університетська інституція «С. Юлія Тимошенко»  
NATIONAL UNIVERSITY OF EDUCATION AND SCIENCE "S. YULIY TYMOSHENKO" OF UKRAINE



XIX ст. фінансистом Р. Сейджем (*Russell Sage*) було створено синтетичну позику як один з перших продуктів фінансового інжинірингу. Іншим прикладом спроби створити похідний фінансовий інструмент у той час став випуск двовалютних облигацій з вбудованим опціоном Конфедерацією штатів Америки для фінансування Громадянської війни. Ці облигації дозволили залучити гроші в англійських фунтах стерлінгів, а опціон – виплатити борг у французьких франках. Власники облигацій могли конвертувати їх у право на купівлю бавовни – основної валюти Конфедерації [156].

З утворенням нових товарних бірж та перших квірингових палат наприкінці XIX – у 20-х рр. XX ст. почав поширюватися товарний асортимент контрактної ф'ючерсної торгівлі: були розроблені контракти на бавовну, масло, яйця, каву, какао. Після Другої світової війни до них додалися контракти на мідь, алюміній, свинець, які були покликані застрахувати ризики добувних галузей. У 60-ті рр. найбільш популярними були ф'ючерсні контракти на живу рогату худобу і свинець [151]. У ці ж роки до біржового обігу були введені нові контракти – опціони на Паризькій фондовій біржі в 1965 р. Уже в 1967 р. в обігу з'явилися опціони, відмінні від звичайних американських і європейських, які називалися екзотичними.

У подальшому ця ініціатива була підтримана в США, зокрема на Чиказькій фондовій біржі. Водночас з крахом Бреттон-Вудської валютної системи і переходом до плаваючих валютних курсів, внаслідок зростання дефіциту торгового балансу США на початку 70-х рр. в Чикаго було створено спеціалізовану біржу строкових фінансових контрактів. З того часу на противагу похідним товарним інструментам світові позиції почали активно завойовувати ПФІ.

Так, з травня 1972 р. на Чиказькій біржі було розпочато торгівлю іноземною валютою: англійськими фунтами стерлінгів, канадськими доларами, німецькими марками, французькими франками, японськими ієнами і швейцарськими франками.

У 1973 р. було створено одну за найбільш відомих формул у фінансовому інжинірингу, від якої беруть початок моделі оцінки ПФІ: Фішер Блек і Майрон Шоулз (*Fischer Black; Myron Scholes*) опублікували формулу оцінки європейських опціонів [152]. Вона поклала початок бурхливому розвитку численних видів ПФІ. У відповідь у Чикаго у цьому ж році було створено Чиказьку опціонну біржу, де впровадили опціони на акції, а у 1975 р. було випущено процентний ф'ючерс на довгострокові казначейські векселі уряду США під товарні заставні, акції, муніципальні облигації як гарантії



боргу. Саме з 70-х рр. поряд з активним обігом похідних товарних інструментів, у біржовій практиці поширилися ПФІ.

Так, у 1981 р. з'являється їх окремих різновид – своп (простий дефолтний, своп на активи, валютний та ін.) та активізується їх позабіржовий ринок. У 1982 р. були випущені ф'ючерси на біржовий індекс Value Line Index на Канзаській біржі і на S&P 500 Index – на Чиказькій товарній біржі, впроваджено ще одне нововведення в ринковій торгівлі – опціони на ф'ючерсні контракти. На відміну від самих ф'ючерсів, опціони на них дозволяли інвесторам і біржовикам фіксувати і обмежувати ризик у формі премії, що виплачувалася за право купувати або продавати товари за строковими контрактами та ПФІ. Водночас опціони могли дати покупцеві необмежений потенціал прибутку. Опціони на ф'ючерсні контракти під облігації казначейства почали практикуватися з жовтня 1982 р. на товарній біржі Чикаго як частина експериментальної урядової програми. Успіх цього контракту відкрив перспективи для опціонів на сільськогосподарські й інші фінансові ф'ючерсні контракти (операції), першими з яких були опціони на ф'ючерсні контракти на сою і кукурудзу, відповідно, у 1984 і 1985 рр. У 1984 р. на Чиказькій біржі відбулися перші торги опціонами на відсоткові ставки.

Кризові явища на світових фінансових ринках восени 1987 р. спричинили дискусію про користь і шкоду ПФІ. Проте попри окремі негативні приклади застосування ПФІ обсяги торгівлі ними наприкінці ХХ ст. – початку ХХІ ст. значно перевищували обсяги торгівлі товарними інструментами. Особливо сприятливим чинником у розвитку ринків ПФІ стало створення методологічної основи їх функціонування – численних моделей оцінки фінансових інструментів з урахуванням оподаткування, інфляційних процесів. Крім цього, глибокі теоретичні розробки спричинили появу нових екзотичних видів ПФІ і перевтілення фінансового інжинірингу з поняття в наукових працях на вид діяльності банківських підрозділів, насамперед інвестиційних.

Необхідно також звернути увагу на розвиток процесів сек'юритизації активів фінансовими установами та домінуючу роль ПФІ, особливо кредитних. Першою такою угодою стала угода, що була укладена в 1992 р. американським банком *Bunker Trust* зі свопами на дефолт.

Ситуація, що склалася на світових товарних та фінансових ринках на початку 1990-х років, свідчить, що 3/4 контрактів, які котируються на товарних біржах, є контрактами “нетоварного”,



тобто валютно-фінансового типу. Розвиток товарних ф'ючерсів зайняв більше 150 років, а фінансові ф'ючерси досягли такого ж рівня розвитку в 10 разів швидше [43]. Високими темпами розвивався і позабіржовий ринок ПФІ. Сукупний обсяг торгівлі ПФІ як на позабіржовому, так і на біржовому ринку, у 2008 р. перевищував світовий ВВП у 13 разів. ПФІ з кінця 90-рр. XX ст. – на початку XXI ст. стали затребуваними інструментами хеджування цінового, валютного та інших видів ризику, з їх використанням здійснювали численні спекулятивні операції, що стало поштовхом до розвитку ринків ПФІ в країнах, що розвиваються.

Отже, у розвитку ПФІ, на нашу думку, можна виділити декілька етапів (рис. 1.6).



**Рисунок 1.6 – Етапи розвитку похідних інструментів (розроблено авторами)**

ПФІ, як окремий вид фінансових інструментів, що увійшов у стандартну біржову практику лише у 70-х рр. XX ст., має відносно нетривалу історію, проте варто зауважити, що історичний процес розвитку фінансових інструментів, що дозволили як управляти ризиками суб'єктів господарювання, так і отримувати прибуток внаслідок спекулятивних операцій, а також розвитку ринків цих інструментів, розпочався значно раніше.

Появі ПФІ сприяли декілька передумов, що можна згрупувати за наступними напрямками: еволюційним, ризик-менеджменту, методологічним, регулятивним, технологічним. Еволюція систем господарювання в різних країнах, посилення торгово-економічних зв'язків розширили потребу в ефективних інструментах управління продажами продукції, сприяючи виникненню угод з відстрочкою платежу, купонів, а згодом і строкових контрактів, що набули стандартизованої форми і поширення на біржах. Зміщення вектора розвитку світової економічної системи з сировинних ринків на фінансові ринки знайшло своє відображення як у появі виключно фінансових продуктів (інструментів власного капіталу, нових форм фінансування), так і похідних інструментів на них. Дана передумова була односпрямованою з загальною тенденцією до фінансiалiзацiї свiтового економiчного простору.

з Фінансiалiзацiєю (*financialization*) зарубiжнi автори визначають як зростання системної влади та фінансового інжинирингу, перенесення тяжиння економічної активності суб'єктів господарювання виробництва (чи з більш динамічної сфери послуг) до фінансової системи [153, 168]. Цей термін був запропонований Ж.-П. Серван-Шрайбером і досить точно відображає найважливішу рису глобалізованого міжнародного бізнесу та фінансовий зміст ділових стосунків, навколо якого обертаються всі інтереси, рішення та стратегії, і який накладається на технології фінансового інжинирингу та телекомунікацій [80].

У використанні похідних інструментів як інструментів ризик-менеджменту зросла необхідність внаслідок зростання ризиків на товарних ринках, зумовлених передусім значними коливаннями цін на нафту в 70-ті рр. XX ст. Водночас після краху Бреттон-Вудської валютної системи і переходу країн – її учасниць від фіксованих до плаваючих валютних курсів Ямайської валютної системи, посилення волатильності на світових фінансових ринках було створено наступну передумову до появи перших валютних ф'ючерсів у 1972 р. на основні світові валюти. У подальшому зі зростанням процентних, цінових, інфляційних ризиків, з настанням російської, азійської криз, кризи "Dot.com" були розроблені нові види ПФІ.

Методологічними передумовами для поширення ПФІ стали розробка формули Блека-Шоулза для оцінки опціонів у 1973 р. і розвиток фінансової інженерії у 80-х рр. XX ст., що зайняли чільне місце у світовій фінансовій науці і прикладних банківських дослідженнях. Дж. Фінерті (J. Finnerty) була запропонована класифікація основних напрямів фінансового інжинирингу:



- конструювання нових фінансових продуктів-інструментів на базі традиційних;
- комбінація фінансових продуктів-інструментів, створення інтегрованих фінансових продуктів;
- нові технології випуску та обігу продуктів-інструментів, нові організаційні форми здійснення операцій з приводу фінансових продуктів-інструментів;
- формування спеціальних структурних установ (підрозділів) для організації обігу фінансових продуктів-інструментів;
- нові комунікаційні технології на базі комп'ютеризації (автоматизації) фінансових операцій;
- нові теорії, моделі, методики аналізу і прогнозування [167].

Особливу роль у розповсюдженні ПФІ відіграли впровадження облікової методології Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності та закладеної в них пріоритетної оцінки ПФІ за справедливою вартістю.

У ході лібералізації руху капіталів на міжнародних ринках, поглиблення взаємопроникнення цих ринків, створення єдиного інвестиційного простору, сприяння безперешкодному переміщенню потоків прямих та портфельних інвестицій, пом'якшення регулювання світової фінансової сфери наприкінці XX ст. загалом та дерегулювання банківської системи США та провідних країн ЄС [66] зокрема, було створено наступну регулятивну передумову до розвитку ПФІ. Так, дерегулювання банківської системи США стало рушійним поштовхом до розвитку найбільших у світі американських інвестиційних банків та американської моделі банківського бізнесу. Розмежування банківської справи на комерційну та інвестиційну було встановлено в 1933 р. законом Гласса-Стігалла (The Glass-Stigall Act) у відповідь на спекулятивні операції американських банків на ринку цінних паперів, що стали одним із факторів виникнення Великої депресії в 1929 р.

Технологічною передумовою до динамічного зростання обігу ПФІ стала поява ефективних інформаційних систем, біржових комунікацій, які дозволяли одночасно обробляти великі масиви даних у режимі реального часу, що спрощувало проведення технічного і фундаментального аналізу динаміки ПФІ, реалізувати технології підодобових електронних біржових торгів, надати можливість участі в них учасників з різних країн і на позабіржовому ринку. Відповідно у світовому масштабі лише близько 16 % номінальної вартості угод з ПФІ укладається на організованих біржах. Кількість цих угод на



позабіржовому ринку необмежена, оскільки кожен інструмент максимально враховує потреби окремого клієнта.

Крім позитивних зрушень у світовій фінансовій системі, зумовлених розвитком ринків ПФІ, деякі вчені визначають їх первинну роль у світовій фінансовій кризі, що розпочалася у 2007 р. На нашу думку, роль ПФІ у процесі фінансіалізації значна, як і у розвитку негативних явищ у фінансовій системі, проте вона не повинна абсолютизуватись. Так, відомим є той факт, що застосування похідних інструментів сприяло відновленню економіки Великобританії після фінансових криз XVIII ст., Японії – після Другої світової війни, і загалом з урахуванням функцій ПФІ сприяє підвищенню однорідності економічного простору.

Тому з метою аналізу сучасних тенденцій розвитку ринку ПФІ варто детально зупинитись на причинах цієї кризи та ролі ПФІ у ній. Серед них можна назвати такі:

- недооцінка морального ризику і асиметрії інформації на ринках ПФІ як з боку спекулянтів, так і хеджерів – існування численних стратегій з ПФІ в основі, що дають можливість досить ефективно хеджувати ризикові позиції, створюючи для учасників угод з ними ілюзію безпеки;

- сек'юритизація неякісних поточних кредитів банківськими установами і створення, починаючи з 80-х рр. XX ст., кредитних деривативів декількох рівнів (за підрахунками, обсяги кредитних деривативів у 2008 р. склали 62 трлн дол. [191]), неврахування ризиків такої категорії позик, як "субпрайм" (subprime);

- неадекватні методики рейтингування ПФІ, зумовлені складністю їх оцінки та комерційними інтересами монополізованих рейтингових агентств;

- непрозорість, відсутність єдиних вимог щодо розкриття інформації про угоди з ПФІ у звітності контрагентів, та їх регулювання, особливо на позабіржовому ринку;

- значний леверидж – кредитне плече у спекулятивних операціях з ПФІ, які фактично дозволяють укладати угоди із співвідношенням 25:1 (і навіть 100:1 у їх екзотичних варіантах). Активне використання механізму левериджу призвело до різкого зростання обсягів фіктивного капіталу на фінансових ринках, при формуванні спотових цін, що пояснює значні їх коливання останнім часом;

- безконтрольність при випуску нових складних ПФІ, створенні ПФІ декількох рівнів за відсутності додаткових гарантій покриття – відсутність вимог щодо ліцензування, декларування інформації про



Український національний інститут банківської справи  
UKRAINE NATIONAL INSTITUTE OF BANKING

випуски ПФІ, особливо на їх позабіржовому ринку, що призводить до існування багатьох некласифікованих, відомих лише безпосереднім учасникам угоди ПФІ;

- прогалини у системах та стратегіях ризик-менеджменту суб'єктів господарювання, відсутність уніфікованих методів оцінки для конкретних видів інструментів – кожен із учасників ринку використовує такі стратегії хеджування, які повною мірою відповідають його потребам; найчастіше такі стратегії створюються інвестиційними банками чи відповідними банківськими підрозділами індивідуально, під кожного клієнта, з використанням при цьому унікальних методик оцінки;

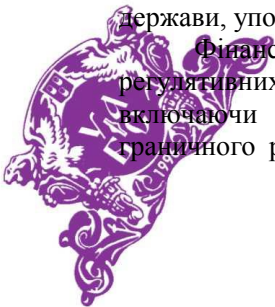
- генерування та мультиплікація системного ризику великими банківськими установами розвинутих країн світу, зокрема США, при суміщенні інвестиційної і традиційних посередницьких видів діяльності. Внаслідок такої концентрації можливість поширення деструктивних явищ у світовій фінансовій системі через механізм передачі ризику значно зростає, про що свідчать банкрутства найбільших інвестиційних банків Lehman Brothers та Merrill Lynch восени 2008 р., великі збитки за операціями з ПФІ європейських та японських банків, пов'язаних з ними;

- негативна роль хедж-фондів у процесах ухилення від сплати податків, маніпуляцій зі звітністю, копіюванням стратегій тощо – індустрія хедж-фондів як інвестиційних офшорних компаній не підпадає під юрисдикцію і регулювання країн і державних органів, що призводить до переміщень значних неконтрольованих обсягів капіталу цими фондами.

Отже, формулювання сучасних тенденцій розвитку ПФІ повинно здійснюватися з урахуванням впливу світової фінансової кризи, що внесла свої корективи у розповсюдження цих інструментів. Усі вони пов'язані передусім з переосмисленням ролі фінансової складової у світовому господарстві, надмірної його фінансіалізації, а відповідно і ролі ПФІ в бік їх раціонального використання.

У фінансовій науці виділяють декілька підходів до регулювання фінансового ринку і ринку ПФІ. Двома полярними підходами є фінансовий лібералізм та консерватизм. Фінансовий лібералізм передбачає саморегулювання фінансового ринку і недоцільність регулятивного впливу на ринковий механізм з боку держави, уповноважених нею організацій.

Фінансовий консерватизм визначається як надання широких регулятивних повноважень відповідним органам нагляду і контролю, включаючи економічні та адміністративні методи, встановлення граничного рівня ризиковості, закріплення за ними повноважень з



жорсткої регламентації усіх аспектів фінансового ринку. Проміжний варіант між цими двома підходами свідчить про необхідність обережного і мінімального втручання регулятивних органів у функціонування фінансових інститутів, створення загальних умов для їх діяльності, обмеження рівня системного ризику.

Загальносвітова тенденція щодо втрати регулятивними органами контролю за рухом капіталу внаслідок його лібералізації, у т.ч. на ринках ПФІ, проілюстрована оцінками фахівців, за якими менше 30 % фінансових ринків країн “Великої Сімки” контролюються державою або підпорядковані державними інтересам. В той же час масштаб і обсяги ринків ПФІ, їх неналежне використання висувають потребу у перегляді підходів до їх регулювання.

На сьогодні система регулювання ринків ПФІ не відповідає повною мірою цим вимогам, про що свідчать кризові події 2007–2009 рр. На рисунку 1.7 наведено узагальнену структуру регулювання ринків ПФІ у світі, що включає передусім органи регулювання, створені як державними структурами, так і професійними учасниками ринку, та методи взаємодії (економічні відносини), що виникають між ними і конкретизуються у нормативних вимогах, що визначають методологію обліку, оцінки, рейтингування ПФІ та інфраструктуру функціонування ринку ПФІ.



Рисунок 1.7 – Узагальнена структура регулювання ринку ПФІ у світі (складено авторами)



Розглянемо окремо кожен елемент цієї структури, зосередившись на органах, що регулюють ринок ПФІ, які можна згрупувати за двома рівнями:

- національним – в межах якого нами буде розглянуто регуляторів найбільших за обсягами ринків ПФІ;
- наднаціональним, що включає основні світові організації, які регламентують функціонування фінансових установ та їх продуктів.

Національний рівень регулювання ринків ПФІ має одну характерну особливість: повноваження щодо цього ринку покладені в більшості країн на безпосередніх регуляторів фінансових ринків, проте вони є вкрай обмеженими і стосуються передусім загальної регламентації біржової торгівлі ПФІ. При цьому позабіржові ринки цих інструментів залишаються невідконтрольними і непрозорими.

Очевидно, що саморегулівні організації виконують освітні, координаційні, захисні функції і покликані захищати інтереси їх учасників, які досить часто не співпадають із зацікавленістю держави у стійкому розвитку і прозорості ринку.

Загальні регулятивні функції щодо збору і аналізу статистичної інформації щодо світових ринків ПФІ, сприяння прозорості переміщення капіталів, координації зусиль національних регуляторів на фінансових ринках, проведення досліджень ринку ПФІ поряд з основними їх зобов'язаннями з кредитування країн та національних банків виконують: Група Світового банку (World Bank – WB), Міжнародний валютний фонд (International Monetary Fund – IMF), Організація економічного співробітництва і розвитку (Organisation of Economic Co-operation and Development – OECD), Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements – BIS).

Що стосується безпосередніх регуляторів фондових ринків, то необхідно відзначити зусилля Міжнародної організації комісій з цінних паперів (International Organisation of Securities Commissions – IOSCO) у впровадженні кращої практики регулювання ринків, зокрема ПФІ, серед комісій її членів.

На високому рівні розвитку знаходяться і саморегулівні організації, що представляють інтереси трейдерів, хеджерів та інших учасників ринку ПФІ. Вони розробляють рекомендації щодо здійснення операцій на ринку, їх документування, лобіюють інтереси їх членів на міжнародному рівні.

Серед них – Асоціація Міжнародних ринків капіталу (International Capital Market Association – ICMA), Міжнародна асоціація свопів і деривативів – (International Swaps and Derivatives Association – ISDA),



Асоціація трейдерів ринків, що розвиваються (Emerging Markets Traders Association – EMTA) та ін.

Важливими органами на ринку ПФІ є Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності (International Accounting Standard Board – IASB) та Федеральна рада зі стандартів бухгалтерського обліку (Federal Accounting Standards Advisory Board (FASB)).

Хоча їх можна віднести до регуляторів ринку опосередковано, проте стандарти (41 МСБО (IAS), з них 32 діючі, 9 МСФЗ (IFRS) – прийняті IASB та GAAP, прийняті FASB) є методичною основою для розкриття інформації стосовно операцій з ПФІ і прийняття рішень регуляторами щодо діяльності підзвітних фінансових установ.

Слід зазначити, що останнім часом спостерігається зближення двох облікових систем і названих регуляторів – до 2014 р. планується заміна американських Загальноприйнятих принципів бухгалтерського обліку на Міжнародні стандарти фінансової звітності.

Поряд із стандартами, що регламентують відображення в обліку і звітності операції з ПФІ, першочергову роль у створенні правових меж їх функціонування відіграють законодавчі акти країн з найбільш розвинутим сегментом ПФІ на фінансовому ринку. Вони одночасно виступають наступним елементом структури регулювання ринків ПФІ – методами взаємодії між органами регулювання та учасниками ринку, які є визначальними відносно інших методів.

Так, у США ключовими законодавчими актами, що певною мірою регулюють ринок ПФІ у структурі фінансового ринку, є Закон Сарбейнса-Окслі (*Sarbanes-Oxley Act* (2003 р.), Закон “Про вдосконалення національного ринку цінних паперів” (*National Securities Markets Improvement Act* (1996 р.), Закон Грема-Ліча-Блайлі (*Financial Services Modernization Act-Gramm-Leach-Bliley Act*, (2000 р.), Закон “Про ф’ючерсну торгівлю” (*Future trading Act*) (1976, 1982, 1986, 1989, 1991 рр.), що регламентують розкриття інформації учасниками ринку, встановлюють єдині норми щодо обігу цінних паперів та ПФІ, переліку операцій комерційних (інвестиційних) фінансових інститутів.

Аналогічним законам Гласа-Стігала та Грема-Ліча-Блайлі є японський Закон “Про цінні папери та біржі” (1948 р.), що встановив розмежування між традиційними та інвестиційними операціями банків та Закон “Про фінансову реформу” (1992 р.), що скасував встановлене обмеження.

У ЄС Директиви мають загальний, рамковий характер і визначають механізм узгодження національних законодавств з



питань фінансових ринків і зокрема ринків ПФІ. Серед них можна назвати такі:

- Директива Ради ЄС 85/611/ЄС від 20 грудня 1985 р. “Про координацію законів і інших нормативних актів, які регулюють утворення колективного інвестування в цінні папери, що перебувають в обігу (ЮКІТС)”;
- Директива Ради ЄС 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. “Про ринки фінансових інструментів” (MIFID);
- Директива Ради ЄС 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 року “Про публікацію проспекту при розміщенні цінних паперів серед публічних інвесторів або при допуску цінних паперів до торгів”;

Правового визнання здобули також нормативні акти країн-учасниць ЄС, Великобританії “Про фінансові послуги і ринки” (*Financial Services and Markets Act*, 2000 р.), Німеччини “Про німецькі фонди нерухомості” (*German Real Estate Investment Trust Act* (2007 р.), Торговельний Кодекс, Закон “Про біржі та біржові угоди”, прийнятий у новій редакції в 1989 р., та ін.

Виходячи з особливостей регулювання фінансових ринків та ринків ПФІ, його структури у таблиці 1.4 наведемо узагальнені наукові підходи до нього за різними ознаками.

Варто відзначити, що наведені підходи і моделі не є статичними – зі зміною світової кон’юнктури, законотворчих процесів в окремо взятих країнах, роль і значення регуляторів постійно змінюється.

У межах цієї тенденції фінансові системи країн, що розвиваються, здійснюють перехід від секторального до цільового регулювання.

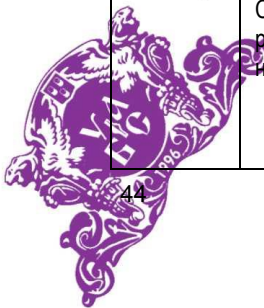
Також у чистому вигляді майже не зустрічаються підходи за ознакою державної регламентації, оскільки, як свідчать реалії розвитку фінансової системи, втручання держави у функціонування фінансових ринків є об’єктивно вмотивованим і необхідним. Зі зростанням ступеня глобалізованості ринків укрупнюються і їх регулятори – чітко прослідковується тенденція до мегарегулювання фінансових систем – і, як наслідок, ринків ПФІ, як їх частини.

На сьогодні з 260 країн світу 40 у тому чи іншому вигляді обрали такий тип структури органу контролю і нагляду за фінансовим ринком, як мегарегулятор, що дає можливість їм у більш ефективний спосіб забезпечувати прозорість ринку, захист інтересів інвесторів і держави.



**Таблиця 1.4 – Загальні підходи та моделі регулювання ринків ПФІ\***

Ознака	Назва підходу/ моделі	Характеристика	Практичне втілення
1	2	3	4
Диференціація функцій органів управління	Інституційно-нальний (секторальний)	Різні органи реалізують свої регуляторні повноваження щодо диференційованих груп фінансових інститутів, що оперують на ринках ПФІ	Країни з ринками, що розвиваються, у т. ч. Угорщина, Україна, Іспанія
	Цільовий (функціональний)	Зосередження регулятивних функцій переважно в межах одного органу, але за напрямками розвитку ринку	SEC, CFTC (США), FSA (Великобританія)
Диференціація видів інструментів	Модель регулювання за базовими активами	Окремими повноваженнями залежно від виду базових активів ПФІ наділені певні органи	Мінфін, Міністерство зовнішньої торгівлі та Міністерство с/г Японії [121]
	Модель загального регулятора	Встановлення єдиних регулятивних прав щодо сукупності усіх видів ПФІ, що знаходяться в обігу	CFTC, Рада зі строкового ринку (Франція), FSA (Великобританія)
Співвідношення державних та професійних структур	Американська модель	Значна роль біржового регулювання, об'єднань професійних учасників поряд із виконанням регуляторами функцій нагляду	США
	Французька модель	Всеохоплюючий контроль за діяльністю учасників фінансового ринку	Франція
	Англійська модель	Поєднання урядового регулювання з професійним	Великобританія
Державна регламентація	Нормативний підхід	Прийняття детальних законодавчих актів, нормами яких керуються як органи регулювання, так і учасники ринку	США
	Сумісне регулювання	Паралельність і взаємодоповнення законів, що встановлюють загальні принципи регулювання ринку з професійними стандартами організацій учасників ринку	ЄС, Австралія, Нова Зеландія



1	2	3	4
	Приватне регулювання (саморегулювання)	Переважання нормативних документів професійних об'єднань	Великобританія

\*Складено авторами.

Так, у Великобританії з 2000 р. з прийняттям Financial Services and Markets Act було модернізовано Службу фінансового ринку (Financial Services Authority), і започатковано цілісну систему регулювання ринку та його фінансових продуктів.

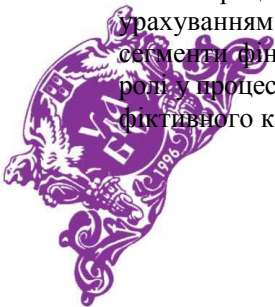
Серед країн СНГ також відомий досвід запровадження мегарегулятора – з 2004 р. у Казахстані функціонує Агентство з регулювання і нагляду фінансових ринків і фінансових організацій.

У США передбачається створення на базі існуючих єдиного органу, що регламентуватиме ведення бізнесу учасниками фінансового ринку (*Conduct of business regulatory agency*) [62, с. 24]. Зі зростанням нестабільності фінансового сектора США та розбалансування системи державного регулювання була висунута також ініціатива про створення Ради з питань нагляду за індустрією фінансових послуг.

Реформування системи регулювання фінансових ринків передбачається і в межах ЄС – нагляд за ними буде здійснюватися на макрорівні – Європейською радою з системних ризиків і на мікрорівні – наднаціональними та національними органами нагляду країн-учасниць.

Таким чином, дослідження історичного розвитку ринку ПФІ, основних його тенденцій та особливостей регулювання з боку національних і наднаціональних регуляторів дозволило здійснити визначення економічних передумов та періодизації еволюції ринку ПФІ, систематизувати причини виникнення криз на ринку та вказати основні напрямки його регулювання.

В процесі свого розвитку ринок ПФІ пройшов сім етапів, починаючи від зародження прообразів строкових угод у Давньому Римі і Греції, і закінчуючи посиленням регулювання ринку ПФІ з урахуванням їх значного видового різноманіття, інтеграції в інші сегменти фінансового ринку, глобального характеру та визначальної ролі у процесах фінансiалiзацiї свiтового господарства та перемiщення рiстивного капiталу.



Масштабність і наднаціональний рівень функціонування ринку ПФІ в умовах виникнення криз на ньому зумовлює дестабілізацію національних та світової фінансових систем, а відтак потребує виваженого підходу до регулювання ринку ПФІ з метою забезпечення їх стійкого розвитку.

Отже, система регулювання ринків ПФІ, що склалася на сьогодні, потребує переосмислення, підвищення ролі регуляторів у ключових аспектах функціонування ринку для забезпечення застосування переваг ПФІ.

Структура регулювання ПФІ в частині органів регулювання диференціюється за національним та наднаціональним рівнями і об'єднує нормативну базу держав і професійних організацій, а також методи їх взаємодії. Поточні ініціативи регуляторів на ринку ПФІ спрямовані на посилення регулятивного впливу, водночас вони повинні сприяти підвищенню його прозорості та ефективності.

Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”  
State Higher Education Institution  
“UKRAINE BANKING ACADEMY OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”



## РОЗДІЛ 2

# Становлення ринку похідних фінансових інструментів в Україні

### 2.1. Сучасний стан національного та світового ринків похідних фінансових інструментів

Безпрецедентні масштаби світового ринку ПФІ та його значна роль у процесах глобального переміщення капіталу потребують деталізованого аналізу з метою окреслення напрямів його посткризового реформування. Аналіз вітчизняного ринку ПФІ є підґрунтям для розробки концепції його розбудови.

Розгляд сучасного стану національного та світового ринку ПФІ, на наш погляд, варто проводити в розрізі узагальнених аспектів, що різнобічно його характеризують. Серед таких аспектів варто назвати наступні:

- масштаб ринку ПФІ, обсяги торгів та їх динаміка;
- співвідношення між ринками ПФІ та ринками базових активів; реальним сектором;
- аналіз ринків ПФІ у розрізі їх біржової та позабіржової складових;
- склад учасників ринку;
- територіальний аспект розміщення та концентрації ринку;
- видова структура;
- основні проблеми та напрями подальшого розвитку.

Детально проаналізуємо стан світового та національного ринку ПФІ за цими аспектами. Свідченням широкого розповсюдження інструментів вказаного ринку у всьому світі є дані Міжнародної асоціації свопів і деривативів (*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*). Так, у 2009 р. 94 % з 500 найбільших світових компаній, за версією Fortune Global 500, використовували ПФІ, у т.ч. й для хеджування своїх ризиків [175].

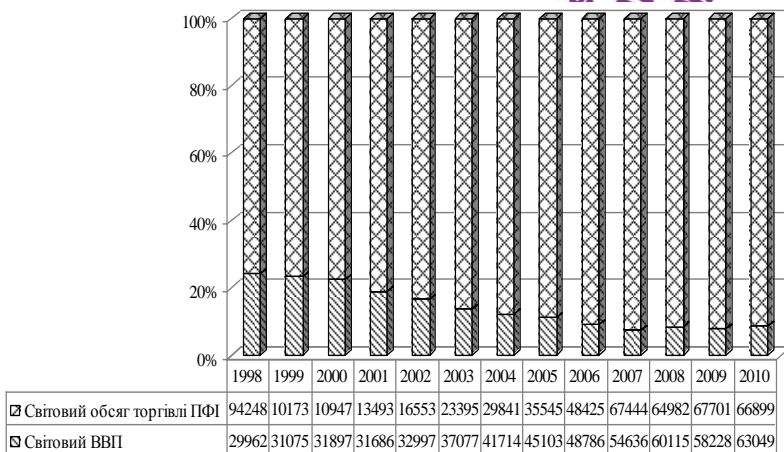
Порівнюючи співвідношення похідних товарних і фінансових інструментів, слід зазначити, що частка товарних є незначною і у порівнянні з обсягом торгівлі ПФІ складає менше 1 %. Значна різниця спостерігається між обсягами базових фінансових інструментів та похідними інструментами на них.

Економічним показником, що заснований на реальних активах і послугах та втілює сукупний світовий продукт, є ВВП. Порівнюючи



обсяги торгівлі ПФІ та обсяги світового ВВП (рис. 2.1), слід зазначити, що за аналізований період спостерігалось постійне перевищення темпів розвитку ринків ПФІ відносно створення обсягів сукупного ВВП.

Загалом, за своїми масштабом і темпом зростання, світовий ринок ПФІ з початку його розвитку у 70-х рр. XX ст. є найбільшим і найдинамічнішим у порівнянні з іншими видами ринків, незважаючи навіть на те, що у 2008 році спостерігалось зниження обсягів торгівлі ПФІ на біржовому ринку – загальний оборот цих інструментів зменшився на 35 трлн дол. порівняно з 2007 р.



**Рисунок 2.1 – Співвідношення світового ВВП та обсягу торгівлі ПФІ за номінальною вартістю за 1998–2010 рр., млрд дол. (складено авторами за даними [187, 198])**

Значне падіння обсягів торгів спостерігалось за процентними, валютними інструментами. Одночасно на фоні зменшення на біржових ринках обсяги позабіржових ПФІ за номінальною сумою продемонстрували односпрямовану тенденцію, зменшившись на 3,4 трлн дол., до 592 трлн дол. Передусім, серед позабіржових ПФІ, з огляду на світову фінансову кризу і роль в ній цих інструментів, продемонстрували зниження кредитні ПФІ. Починаючи з 2004 р. – початку публікації статистичних даних про них, і демонструючи середні щорічні темпи зростання обсягу торгів близько 45 %, у 2008 році обсяг торгівлі кредитних ПФІ за номінальною вартістю

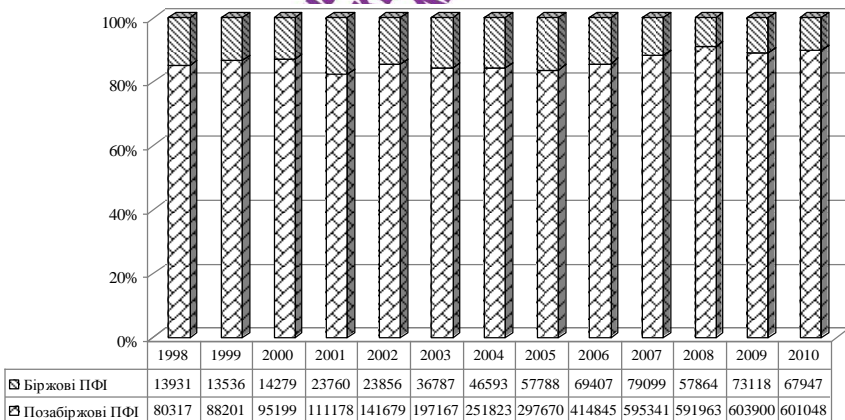


зменшився на 579 млрд дол. [184]. Дефолти позичальників призвели до численних списань фінансових інститутів, зростання балансових збитків та масового здешевлення активів, результатом чого стало закриття ними позицій за кредитними деривативами. Крім того, загальне зменшення торгівлі ПФІ на світових ринках можна пов'язати зі зменшенням активності інвесторів, зокрема хедж-фондів.

У 2009 році, починаючи з II кварталу, відбулося незначне (з 366 до 426 трлн дол.) поживлення на світових біржових ринках ПФІ, зумовлене передусім зростанням обороту ПФІ – контрактів з короткостроковими процентними ставками, номінованими в доларах США, євро, англійських фунтах стерлінгів та японських ієнах. Відновлення біржових торгів спостерігалось також за ПФІ на акції та валютними ф'ючерсами і опціонами.

Варто зазначити, що співвідношення між обсягами торгівлі ПФІ на біржовому та позабіржовому ринках в різний час було різним. Так, у 70-ті роки ХХ ст. зростання обороту ПФІ здійснювався за рахунок біржових торгів, однак у 80-х рр. відбулася переорієнтація торговців ПФІ на позабіржові ринки, яка зберігається і до цього часу.

Таке співвідношення між обсягами торгівлі ПФІ на їх біржовому та позабіржовому ринках у світовому масштабі проілюстровано на рис. 2.2 [198].



**Рисунок 2.2 – Співвідношення біржових та позабіржових ПФІ за номінальною вартістю за 1998–2010 рр., млрд дол.**



Питома вага позабіржового ринку у структурі фінансових ринків різна в різних країнах: у Японії вона становить лише 1%, у США – 25, Чехії – 60, Словачії – 80, Росії – 90, в Україні – 98% [85]. Відповідно, у світовому масштабі лише близько 16% номінальної вартості угод з ПФІ укладається на організованих біржах. Кількість цих угод на позабіржовому ринку необмежена, оскільки кожен інструмент максимально враховує потреби окремого клієнта.

Найбільшою позабіржовою торговельною системою є NASDAQ, на якій представлені 2 952 компанії, а її капіталізація в 2008 р. склала 2,4 трлн дол., знизившись у порівнянні з минулим роком на 40,3%. Зважаючи на стандартизованість ПФІ, на найбільших спеціалізованих біржових майданчиках представлено понад 1 700 різних видів угод з ними (табл. 2.1) [169].

**Таблиця 2.1 – Найбільші світові майданчики з торгівлі ПФІ за кількістю контрактів, що торгуються, млн дол. [174]**

№ пор.	Назва біржі	Роки			
		2005	2006	2007	2008
1	CME Group	1 940	2 443	3 158	3 278
2	Eurex	1 697	2 119	2 704	3 173
3	Korea Futures Exchange	2 593	2 475	2 777	2 865
4	NYSE Euronext1	1 106	1 124	1 525	1 674
5	CBOE Holdings	468	675	946	1 195
6	BM & F Bovespa	466	571	794	742
7	Nasdaq OMX Group	266	396	551	722
8	National Stock Exchange of India Limited	132	194	380	590
9	SAFEX Securities Exchange South Africa	51	105	330	514
10	Dalian Commodity Exchange	198	120	186	313
11	Russian Trading Systems Stock Exch.	53	80	144	238
12	Intercontinental Exchange2	82	140	196	237
13	Zhengzhou Commodity Exchange	28	46	93	223
14	Boston Options Exchange	78	94	130	179
15	London Metal Exchange	79	87	93	113

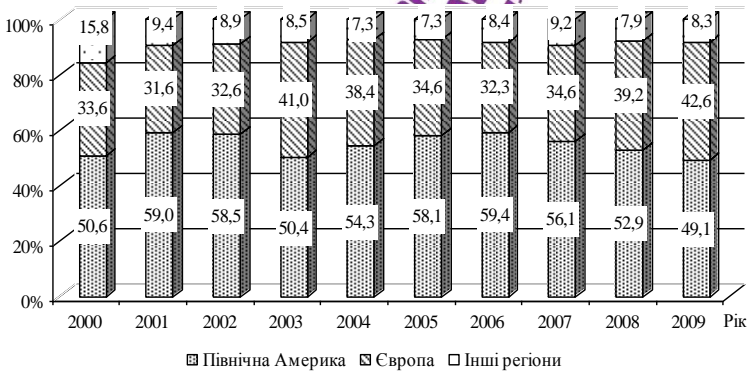
Серед них найбільшими є група Чиказької торгової біржі (CME Group), що безпосередньо включає Чиказьку торгову біржу, Торговельну палату Чикаго і Нью-Йоркську торгову біржу (Північна Америка). NYSE Euronext, інкорпорована як NYSE Liffe, є другою за величиною обсягів біржею і Eurex – третьою (Європа). Понад половину світового біржового обороту ПФІ припадає на ці три біржові утворення.



У територіальному розрізі обсяг ПФІ, що торгуються на біржах, в основному сконцентрований в Північній Америці та Європі, на які припадає понад 90 % торгівлі цими інструментами в світі.

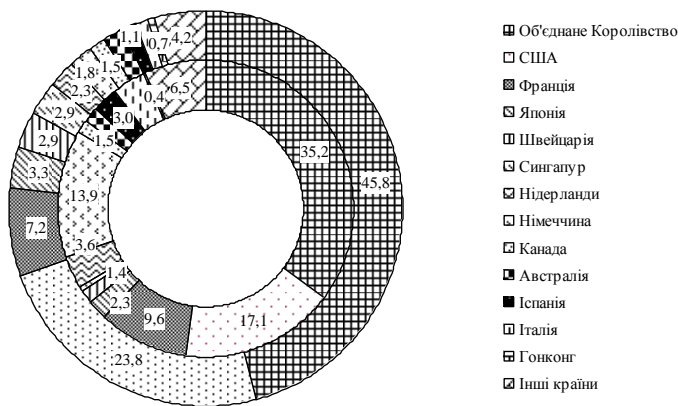
Відповідно до даних Банку міжнародних розрахунків 53 % обороту ПФІ за їх вартістю (1 174 трлн дол.) у 2008 р. було зосереджено в Північній Америці, 39 % в Європі (867 трлн дол.), 7 % (172 трлн дол.) в Азійсько-Тихоокеанському регіоні та 1 % – в інших регіонах. Необхідно відзначити, що, починаючи з 1998 р. таке співвідношення загалом залишалось постійним – понад половини світового біржового обсягу ПФІ припадає на американські біржі (рис. 2.3).

Аналізуючи дані про обсяги торгівлі ПФІ у різних країнах світу, варто відзначити, що торгівля позабіржовими ПФІ зосереджена переважно у Великобританії та США. Частки від глобального обороту ПФІ в цих країнах порівняно з 2001 р. зросли і становили 45,8 % і 23,8 % у 2010 р.

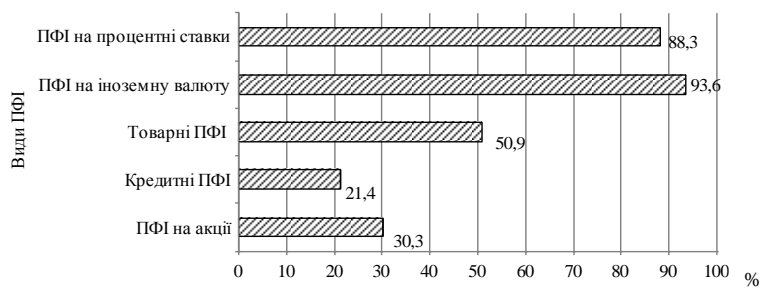


**Рисунок 2.3 – Міжнародний щорічний біржовий оборот ПФІ за регіонами, % (складено авторами за даними [174])**

У Німеччині та Франції протягом аналізованого періоду відбулося зменшення частки торгівлі ПФІ, до 1,8 % та 7,2 % (рис. 2.4). Щодо біржової торгівлі ПФІ, то у розрізі країн її найбільша частка припадає на біржі деривативів разом з їх дочірніми відділеннями США, Кореї та Німеччини. Так, у США обсяг торгівлі ПФІ за місяць приблизно дорівнює обсягу річного ВВП цієї країни.



**Рисунок 2.4 – Розміщення позабіржової торгівлі ПФІ за країнами світу у 2001 р. (внутрішнє коло) та у 2010 р. (зовнішнє коло), % (складено авторами на основі [195])**



**Рисунок 2.5 – Види ПФІ, використовуваних у системі ризик-менеджменту корпорацій у 2009 р., % від кількості корпорацій (за даними ISDA) (складено авторами на основі [175])**

Щодо аналізу видового різноманіття ПФІ, що торгуються на світових ринках, слід звернути увагу на те, що ПФІ на процентну ставку з 2002 р. залишаються основним видом ПФІ і складають 71 % від глобальної номінальної вартості усіх фінансових деривативів. На деривативи на іноземну валюту у 2008 р. припадало 8 %. Такі види ПФІ як кредитні, товарні та ПФІ на акції продемонстрували скорочення обсягів.



Підтвердженням цього є дані про використання ПФІ 500 найбільшими світовими корпораціями, що входять до рейтингу Fortune Global 500 (рис. 2.5).

Відповідно, розбіжності у частці ПФІ на іноземну валюту пояснюються, передусім, більшим обсягом застосування процентних деривативів у вартісному вираженні і більш частим, але меншим за номінальною вартістю використанням корпораціями ПФІ на іноземну валюту.

Особливу увагу варто приділити валютній структурі контрактів: в євро та доларах США номіновані 37% і 35% ПФІ у 2008 р., причому ПФІ, виражені в євро, показують тенденцію до зростання їх обсягів з огляду на зростання очікувань учасників ринку відносно нестабільності курсу долара та економіки США загалом. З огляду на тенденції, що спостерігаються у світовій фінансовій системі, варто наголосити, що ризик-менеджмент, фінансовий інжиніринг як особливі види практичної діяльності, засновані передусім на застосуванні ПФІ, загальні принципи організації та функціонування біржових та позабіржових ринків ПФІ, напрямки діяльності учасників цих ринків зазнають значних змін у відповідь на проблеми і недоліки ПФІ, виявлені фінансовою кризою.

Незважаючи на деструктивний вплив світової фінансової кризи 2007–2009 рр. на фінансовий ринок України, безумовно актуальним залишається продовження розбудови цього ринку, особливо його вертикального (строкового) сегмента, що включає в себе ринок ПФІ, з урахування її наслідків та посиленних вимог, що на світовому рівні ставляться до механізмів законодавчого регулювання таких ринків.

Попри значне поширення ринків ПФІ у світі, в Україні його біржовий і позабіржовий сегменти розвинуті порівняно слабо з огляду на рівень розвитку самого фінансового ринку і світових ринків ПФІ (табл. 2.2), але останнім часом спостерігається їх активне зростання.

За даними НКЦПФР, обсяг торгівлі ПФІ на строковій секції Української біржі, де зосереджено торгівлю ПФІ в Україні, тільки за перше півріччя 2011 р. порівняно з 2010 р. зріс у 3,1 разу й досяг 11,0 млрд грн.

Водночас обсяг випуску опціонів за 2000–2010 рр. коливався під впливом кон'юнктури фондового ринку та рішень основних їх емітентів зокрема телекомунікаційних компаній, і залишався відносно низьким. Поряд з цим обсяг торгівлі біржовими та позабіржовими ПФІ у світі є неспівставним з українським ринком: у



зазначений період він щорічно в середньому зростає на 22 % і склав 668,9 трлн дол. у 2010 році.

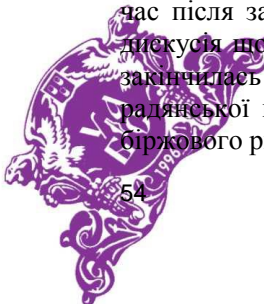
Як наслідок, великий фінансовий ринок і строковий сегмент похідних інструментів поки що не виконують усіх притаманних їм функцій, концентруючись виключно на спекулятивній. Виходячи з цього, українських суб'єктів господарювання оминули негативні події на світових ринках похідних інструментів, у т. ч. і товарних, що супроводжувалися лавиноподібним наростанням збитків через масове списання фінансовими та нефінансовими установами “токсичних” похідних інструментів.

**Таблиця 2.2 – Обсяг торгівлі ПФІ в Україні і світі за 2000–2010 рр. (за номінальною вартістю)**

Показник		Роки										
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Світовий ринок ПФІ, трлн дол.	Позабіржові ПФІ	95,2	111,2	141,7	197,2	251,8	297,7	414,8	595,3	592,0	603,9	601,0
	Біржові ПФІ	14,3	23,8	23,9	36,8	46,6	57,8	69,4	79,1	57,9	73,1	67,9
Ринок ПФІ України, млн грн.	Емісія опціонів	23,1	56,8	17,7	99,7	112,2	160,6	16,9	34,4	0,3	6,6	2,6
	ПФІ на індекс UX*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3594,2

\*Дані надані лише за організаторами торгів

Детально розглянемо хронологію становлення ринку ПФІ в Україні. Витоки строкової торгівлі в Україні пов'язують з першими біржами: Одеською (1796 р.) та Кременчуцькою (1834 р.), де укладалися ф'ючерсні контракти на сільськогосподарську продукцію. Тривалий час після застосування перших товарних похідних продовжувалася дискусія щодо доцільності запровадження фінансових похідних, яка закінчилась у 1913 р. дозволом на такі угоди. Війни та існування радянської влади не сприяли розвитку не тільки строкового, але й біржового ринку України.



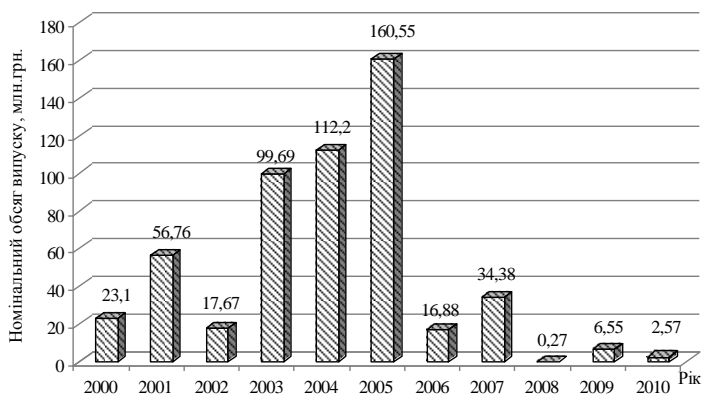
Повноцінне відновлення біржової торгівлі в Україні відбулося вже після здобуття нею незалежності, а водночас з ним у 1994 р. розпочалися торги ПФІ на Придніпровській товарній біржі (валютні ф'ючерси, що були своєрідним поєднанням валютних і товарних ф'ючерсів) та Українській біржі ф'ючерсів і опціонів (опціони), які були припинені наступного ж року. Аж до самої заборони НБУ торгівлі похідними 21.08.1998 у відповідь на фінансову кризу на ринку ПФІ України спостерігалися розрізнені спроби відновлення торгів (1995 р. – біржа “Єкатеринославська” – ф'ючерси на курс карбованця до долара США; 1996 р. – Київська універсальна біржа – похідні на індекси акцій, процентні ставки, курси валют, ОВДП, різні групи товарів; 1997 р. – Українська міжбанківська валютна біржа – валютні ф'ючерси), проте вони були короткочасними і послідовно змінювали одна одну через незначну активність учасників ринку, низьку його урегульованість, ризикованість операцій.

У 2003 р. розпочався новий етап у розвитку ринку ПФІ в Україні з відкриттям торгів на валютні ф'ючерси, опціони ВАТ “Укртелеком”, КП “Білоцерківтепломережа” ВАТ “Центростальконструкція”, ТОВ “Масив тепломережа”. У 2004 р. у листингу ПФТС знаходилися опціони на послуги зв'язку та на акції того ж ВАТ “Укртелеком”, опціони “ТТК”. Період до 2006 р. характеризується бурхливим зростанням українського строкового сегмента, що слідувало за загальним ринковим піднесенням [42, с. 71–73; 121; 124].

У подальшому, незважаючи на те, що у порівнянні з 2006 р. у 2007 р. обсяги ринку ПФІ збільшилися на 17,7 млн грн, у 2008 р. він продемонстрував різке зниження обсягів операцій з похідними інструментами: з 34,38 млн грн у 2007 р. до 0,27 млн грн (рис. 2.6). У 2008–2010 рр. обсяг торгів похідними в Україні залишався низьким.

Аналізуючи наступний аспект дослідження ринку ПФІ, а саме співвідношення між ринками ПФІ та ринками базових активів, слід відзначити важливість рівня розвитку ринку базових активів – первинного фондового ринку. З огляду на формування чітко окресленої банкоцентричної моделі розвитку фінансового ринку України [41, с. 61], фондовий ринок має другорядне значення у фінансуванні розвитку економіки.





**Рисунок 2.6 – Обсяг випущених опціонів в Україні у 2000–2010 рр., млн грн. [37]**

За методологією міжнародної рейтингової організації Standard & Poor's та групи Morgan Stanley, фінансовий ринок України належить до групи граничних ринків (*frontier markets*), що виокремлюються серед ринків, що розвиваються (*emerging market*) передусім за рівнем ліквідності та капіталізації. Політична та економічна кризи в Україні негативно вплинули на ситуацію на фінансовому ринку та позначилися на ключових його індикаторах: відповідно, Індекс ПФТС з початку року знизився на 74,33 % , абсолютне значення станом на 31.12.2008 дорівнювало 301,42 [108]. Таким чином, ПФТС поступово втрачає лідируючі позиції (новий власник – ЗАО ММВБ (Росія), її найбільшим конкурентом стає утворена 02.10.2008 “Українська біржа” – головний акціонер ОАО “Фондовая биржа РТС”. Запропонований нею Індекс українських акцій (UX) від початку встановлення його базового значення 26 березня 2009 р. у 500 пунктів зріс на 190 % і дорівнював 1 455,47 пункту на кінець того ж року.

Загалом на посткризовому фінансовому ринку України спостерігаються значні зміни у структурі ринку та концентрації його учасників – превалюючих фінансових інструментах. Така ситуація пов'язана з переділом власності та сфер впливу на ньому, зумовлених різким здешевленням фондових активів та його корекції після





перегріву і утворення фінансової бульбашки через приплив дешевих зарубіжних ліквідних ресурсів, передусім у банківській та корпоративний сектори.

Аналізуючи фінансовий ринок України та його строковий сегмент за аспектом співвідношення їх біржової та позабіржової складових, необхідно зазначити, що позабіржова його частина у більш ніж 10 разів переважає організовану [87, с. 15]. За розрахунками, на основі звіту ДКЦПФР за 2009 рік кількість угод, виконаних на біржовому ринку, складає лише 3,37% від угод, укладених на позабіржовому ринку [37]. А серед загального випуску цінних паперів, зареєстрованих Комісією з випуску цінних паперів, опціони займають лише 0,0061% в 2009 р. Також існує певна обмеженість в даних за позабіржовим ринком України – у аналітичних звітах НКЦПФР та НКРРФП об'єктивно не може бути врахована повна інформація за так званим “вуличним” ринком. Значними є обмеження щодо якості інформаційних сигналів, які подає фінансовий ринок через особливості, притаманні виключно йому: непрозорість ведення бізнесу в Україні, неадекватність ринкової (курсової) вартості акцій показникам фінансово-господарської діяльності емітентів, стихійність та непрогнозованість руху цін, що формуються зарубіжними спекулянтами (хедж-фондами, іноземними банками і дилерами). Подібна ситуація спостерігається із даними про торгівлю ПФІ на позабіржовому ринку.

У ситуації, що склалася, актуалізується питання щодо необхідності посилення регулювання позабіржового ринку фінансових інструментів України, зокрема й похідних, з урахуванням світових тенденцій зростання урегульованості, прозорості і конкурентності ринків ПФІ і недопущення наростання системного ризику.

Характеризуючи коло учасників українського ринку похідних, варто відзначити, що з 2000 р. випуски опціонів були здійснені всього 26 емітентами, серед яких найбільшу питому вагу мають опціони ВАТ “Укртелеком”. За результатами виконання біржових угод з похідними (деривативами) на первинному та вторинному ринку, починаючи у 2010 р., лідерами у торгівлі на строковому сегменті були наступні організатори торгів: ФБ “Перспектива” – 19,06 та 63,22 млн грн (первинний та вторинний ринок відповідно), УФБ – 46,77 млн грн (вторинний ринок) [37].

З 28.04.2010 до цих організаторів додався ще один – на “Українській біржі” почали відбуватись строкові торги на основі торгової платформи, системи гарантійного забезпечення РТС і



технології торгів з центральним контрагентом, які вже не перший рік успішно працюють в Росії і довели свою життєздатність, переживши не одну кризу. Протягом 2010 р. “Українська біржа” проводила торги на ф’ючерсний контракт на індекс українських акцій (UX), який на сьогодні вважають найбільш ліквідним і затребуваним контрактом на українському фондовому ринку. Він передбачає щоквартальний розрахунок та розмір гарантійного покриття – 20 % від вартості контракту. Обсяги торгів на строковому ринку цієї біржі за 2010 р. склали 153 669 контрактів на суму 3 594,23 млн грн. Слід зазначити, що дані обсяги не враховані в динаміці торгів похідними, наведеними за даними НКЦПФР на рис. 2.6.

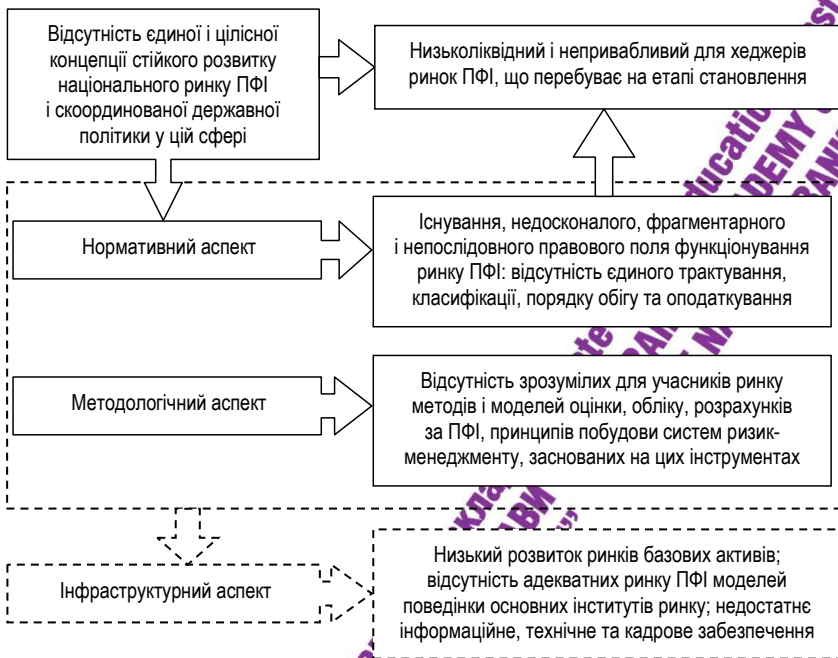
Аналіз видової структури похідних інструментів засвідчив, що динаміка строкового ринку України, за даними НКЦПФР, представлена переважно операціями з опціонами. Інші види інструментів представлені ф’ючерсними контрактами: 46 специфікацій ф’ючерсних контрактів, зареєстрованих у валютному, паливно-енергетичному, аграрному та фінансовому секторах [37]. Водночас на Українській біржі бурхливого розвитку здобули ф’ючерси та опціони на ф’ючерси на індекс українських акцій (UX).

Отже, на відміну від світового ринку, можна виділити наступні тенденції у розвитку ринку ПФІ в Україні:

- ринок ПФІ в Україні є поки що незначним за обсягами, повністю несформованим, перебуває на етапі свого активного становлення;
- низька консолідація інфраструктури ринку та рівень капіталізації більшості з його учасників;
- відсутність дієвих моделей депозитарного, клірингового обслуговування не тільки операцій з ПФІ, але і з базовими фінансовими інструментами;
- вибір інструментарію для задоволення потреб учасників ринку обмежений, окремі інструменти та операції з ними необґрунтовано заборонені регуляторами;
- ринок є низьколіквідним, відсутня відповідна клірингово-розрахункова інфраструктура та інститут маркет-мейкінгу;
- характер торгів є переважно спекулятивним, частка хеджерів на ринку є незначною.

Відзначаючи пріоритетність названих тенденцій, деталізовано розглянемо їх прояви у вигляді проблем, об’єднаних у межах нормативного, методологічного, інфраструктурного аспектів аналогічно проблемам розвитку світового ринку ПФІ (рис. 2.7).





**Рисунок 2.7 – Проблеми становлення ринку ПФІ в Україні (розроблено авторами)**

Передусім, низький рівень розвитку ринку ПФІ пов’язаний з нестачею відповідної інфраструктури, яка у теорії фінансових ринків є досить широким поняттям, і включає в себе ряд ключових суб’єктів і об’єктів, що опосередковують функціонування фінансового ринку чи його частини. До них зокрема належать законодавчі (інституційні) норми, інститути ринку, методи і моделі взаємодії між ними, інформаційне та комунікаційне забезпечення, кадровий потенціал тощо.

Відповідно, нерозповсюдженість ПФІ в Україні зумовлена недосконалим, несистематизованим, непослідовним нормативно-правовим полем їх функціонування та відсутністю ефективного механізму їх регулювання.

Окремі положення щодо різних аспектів функціонування ПФІ в Україні – починаючи від визначення категорії, регламентації випуску, форми, обігу, оподаткування та обліку операцій з ними,



містяться в понад 25 діючих та проектних нормативних джерелах [70]. Систематизуючи їх недоліки, слід зазначити, що вони не досить деталізовані, спрямовані на виконання формальних (порядок реєстрації, емісії інструментів, їх реквізитів), а не змістовних норм (вимоги до достатності капіталу, особливості розрахунків) суб'єктами ринку, в основу цих актів покладено безсистемне і спотворене копіювання зарубіжних методів, моделей і правових норм на ринку ПФІ.

У межах методологічного аспекта проблем впровадження ПФІ на фінансовому ринку України знаходиться проблема відсутності превалюючих та ефективних моделей розрахункового, клірингового, депозитарного обслуговування, методів оцінки ПФІ, дієвих систем ризик-менеджменту індивідуальних та інституційних учасників ринку.

Крім того, існують значні труднощі у відображенні їх в бухгалтерському обліку і звітності учасників ринку, оцінці вартості цих інструментів та операцій з ними. Тому основні моменти визнання, класифікації, оцінки, переоцінки, зменшення корисності та списання похідних фінансових інструментів, операцій хеджування з ними в національному бухгалтерському законодавстві розкриті неповно і неоднозначно трактуються. Дещо краща ситуація спостерігається у банківському секторі України. Банківські установи з 1998 р. повністю перейшли на МСФЗ, у тому числі й стосовно ПФІ. Проте і тут існують суттєві перешкоди у застосуванні цих інструментів, пов'язані з регуляторними обмеженнями та недосконалістю систем ризик-менеджменту банків у частині якісного і зрозумілого використання, належного документування методів і моделей оцінки ПФІ, які застосовуються за умови відсутності активного ринку ПФІ України.

Аналізуючи власне інфраструктурний аспект проблеми розвитку ринку ПФІ в Україні, слід відзначити, що на сьогодні на низькому рівні розвитку знаходяться ринки базових активів, які є підґрунтям існування ринку ПФІ, не повною мірою відбулося чітке вертикальне (на спотовий і власне строковий ринки) і горизонтальне (на біржовий та позабіржовий ринки) їх структурування, не повністю виконуються вимоги стандартизації і уніфікації біржових контрактів, що є передумовою розгляду інструментів як похідних, існуючі форми біржових угод і розрахунків у свої більшості лише частково відповідають світовій практиці.

Досліджуючи інституційне середовище (забезпечення) ринку ПФІ в Україні, слід сказати, що до його складу мають входити



Institute for Economic Research and Business Analysis of the National Bank of Ukraine

безпосередні організатори торгів, професійні учасники ринку (дилери, брокери, маркет-мейкери), регулятори (державні та саморегульовані організації), депозитарії, клірингово-розрахункові установи тощо.

Крім постійно діючих бірж та позабіржових торговельних систем, здатних ефективно управляти власними ризиками та підтримувати ліквідність ринку, важливу роль у становленні ринку ПФІ мають відігравати регуляторні інститути: НКРРФІ, НКЦПФР, НБУ, що повинні окреслити загальні контури функціонування ринку ПФІ та встановити єдині і прозорі вимоги щодо його регулювання. Проте між ними відсутня чітка координація дій у сфері регулювання ринку ПФІ. Важливе місце в рамках інфраструктурного аспекта проблем і перспектив становлення ринку ПФІ України займає відсутність повноцінно застосовуваних моделей взаємодії між названими ринковими інститутами, а саме моделей обліку прав на фінансові інструменти, цінні папери, моделей організації клірингу і розрахунків тощо.

Зазначена проблема набуває своєї гостроти через відсутність подібних моделей і на ринку базових фінансових інструментів.

Серед суб'єктів інфраструктури національного фінансового ринку необхідного поширення, що найголовніше довіри та визнання з боку інвесторів поки що не отримали невід'ємні інститути фінансового ринку – рейтингові агенції, хоча вже напрацьована певна законодавча база їх існування: встановлено відповідність рейтингових оцінок Національної рейтингової шкали та оцінок міжнародних агентств Fitch Ratings, Moody's Investors Service та Standard & Poor's. Зважаючи на безпрецедентну причетність до розгортання світової фінансової кризи подібних зарубіжних інститутів і виключну їх важливість у формуванні достовірної інформації про ПФІ, їх розвиток повинен бути одним із пріоритетних напрямків розбудови ринку.

У межах аналізу інформаційного забезпечення ринку ПФІ в Україні лише деякі з організаторів торгів мають необхідне програмно-інформаційне забезпечення для проведення операцій з подібними інструментами. Значне занепокоєння у світлі недавніх кризових подій викликає і відсутність на них добре налагоджених систем управління ризиками і ліквідністю, загальнодоступних систем моніторингу та аналізу за ціновими котируваннями. Через це національні учасники ринку недостатньо поінформовані про можливості і переваги, ризикованість та недоліки ПФІ.



Низький рівень кадрового забезпечення ринку ПФІ в Україні актуалізується через брак висококваліфікованих кадрів (в штаті як емітентів, так і інвесторів), які можуть працювати не тільки з базовими цінними паперами, але і пропонувати клієнтам останні інноваційні продукти, в т. ч. ПФІ, структуровані інструменти, у сфері фінансового інжинірингу за відсутності офіційно затверджених і загально визначених стандартів їх роботи.

Аналізуючи стан розвитку світових та національних ринків ПФІ, можна зробити висновок, що світові ринки характеризуються масштабністю та значними обсягами ринку, що перевищують в десятки разів світовий ВВП, значним видовим різноманіттям використовуваних інструментів, широкою участю компаній реального та фінансового сектора більшою мірою з метою спекуляції на ринку, меншою – для хеджування ризиків. Що стосується національного ринку ПФІ, на противагу світовому, він характеризується незначними обсягами торгів, незначною видовою різноманітністю інструментів і обмеженим колом учасників, проте динамічно розвивається, особливо за рахунок спекулятивних операцій. Тому проблеми і перспективи розвитку ринку ПФІ на світовому та національному рівні концентруються навколо подібних аспектів: нормативного, методологічного, інфраструктурного. Для світових ринків подолання цих проблемних аспектів екстраполюється у площині забезпечення подальшого стійкого розвитку ринку ПФІ, а для українського – створення умов для його розбудови.

## **2.2. Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів в межах системного та синергетичного підходів**

Існування дилеми між роллю ринку ПФІ як інструмента макроекономічної стабілізації за класичною економічною теорією та можливою деструктивною роллю цього ринку для усієї фінансової системи у випадку виникнення кризи на ньому зумовлює необхідність дослідження питань стійкого розвитку ринку ПФІ. У методологічному та методичному аспектах таке дослідження є певною мірою піонерним, оскільки питання стійкого розвитку фінансових систем і фінансових ринків почали розроблятися порівняно недавно – з початку 1990-х рр., і до цього часу не склалося єдиного аналітичного механізму чи моделі для її визначення та оцінки. Підґрунтям окреслених розробок є трактування ринків як

складних систем, здатних до саморозвитку, та стійкості як їх системної характеристики з позиції системного та синергетичного підходів.

Розглядаючи ринок ПФІ згідно з таким трактуванням, можна навести його визначення як “складної самоорганізуючої економічної системи, яка характеризується нелінійністю та еволюційним характером розвитку, наявністю зворотного зв’язку, мінливістю й волатильністю в довгостроковій перспективі” [1, с. 173]. М. В. Кисельов також доводить твердження, що строковий ринок є відкритою самоорганізуючою системою, і на його основі робить висновок про необхідність системного регулювання ринку [47]. Здатність системи ринку повертатись до короткострокової і хиткої рівноваги лише у коротко- і середньостроковій перспективі завдяки задіянню евольвентних механізмів підкреслює З. Луцишин, і також вказує на необхідність розробки механізмів управління фінансовими потоками та “бульбашками” на фінансових ринках [67]. З позиції синергетичного підходу, запропонованого Г. Хакеном і розвинутого Е. Петерсом, ринок ПФІ є синергетичною системою з певним характерним станом, від якого система постійно відхиляється під дією зовнішніх та внутрішніх факторів. Перехід до нового стану ринку проходить за певними закономірностями, технічного аналізу, що можуть бути вивчені і математично обумовлені [122].

На нашу думку, вказані особливості ринку ПФІ потребують поширення і актуалізації в межах теорії систем і сучасних загальносистемних характеристик ринку ПФІ:

- **структурованість** – ринок ПФІ як система має складну внутрішню архітектуру взаємопов’язаних елементів (учасники ринку, органи регулювання, інфраструктурні інститути), яка може розглядатись з позиції структуризації за видами похідних (ринок валютних, процентних, кредитних ПФІ), за ступенем організованості (біржовий та (умовно) позабіржовий ринки ПФІ);

- **цілісність** – функціонування названих структурних елементів як на рівні окремих інститутів, так і на рівні ринків, опосередковане рядом нерозривних взаємозв’язків – відносин з приводу післяторговельного обслуговування (клірингового, депозитарного), управління ризиками ПФІ, документального забезпечення, тощо, які власне і визначають існування системи;

- **ємрджентність (неаддитивність)** – ринок ПФІ є якісно новою системою, що функціонує за власними закономірностями, що не представляє просту суму його структурних елементів (ринкові інститути



і відносини між ними є досить подібними до аналогічно діючих на ринках базових активів, проте їх поєднання на ринку ПФІ дає новий синергетичний ефект – здатність хеджувати ризики);

- обмеженість – аналізуючи ринок ПФІ як абстрактну категорію, відбувається відокремлення його системної сутності від нерозривного взаємопроникнення ринку – системи похідних та ринку – системи базових інструментів, а також між різними ринками та видами самих похідних (наприклад, свопціон). Відповідно, при переході до конкретного ринку система ринку ПФІ виступає відкритою для взаємодії з іншими системами;

- ієрархічність – ринок ПФІ є системою 3-го порядку стосовно ринку базових активів (третинний ринок), а з розвитком фінансового інжинірингу на ринок ПФІ нашаровується система 4-го рівня – ринок похідних інструментів на похідні фінансові інструменти (четвертинний ринок) і т.д.;

- цілеспрямованість – першочерговими цілями ринку ПФІ були створення прозорого і однорідного глобального економічного простору на макрорівні та підвищення конкурентоздатності та ефективності окремого його учасника на мікрорівні системи, проте на сьогодні спостерігається зміна цільової настанови ринку на отримання інвестиційних надприбутків окремих учасників, що спотворює процес розподілу капіталу в економічному просторі;

- функціональність – цільову настанову системи ринку ПФІ супроводжують його функції, які теж були переорієнтовані з хеджування ризиків, забезпечення інформаційності, інноваційності та загальної ефективності ринку на створення фіктивного капіталу та реалізацію спекулятивних мотивів;

- самоорганізація, саморегуляція (саморозвиток) – діалектика ринку похідних інструментів проявляється як в еволюційній зміні акцентів з початкового ринку товарних похідних на ринок ПФІ, так і в ускладненні самих інструментів та їх пристосуванні до потреб інвесторів. Здатність до саморозвитку як одна з основних властивостей відкритих систем за синергетичним підходом, стосовно ринку ПФІ також полягає у його концентрації та реалізації глобальних інтересів: спостерігається тенденція до інтеграції локальних ринків ПФІ в систему вищого рівня – глобальний ринок ПФІ. Зі зростанням рівня самоорганізації та саморегуляції, стихійний позабіржовий ринок з існуючою на сьогодні розгалуженою інфраструктурою назвати неорганізованим можна умовно. Проте здатність до задіяння регулятивних механізмів системи (“невидимої руки” ринку ПФІ)





ставиться під сумнів неадекватним спекулятивним розмахом ринку та спотворенням його первісного призначення і функцій;

- стійкість – адаптивність ринку ПФІ як саморегулюючої системи до ендогенних та екзогенних факторів (можливих шоків і дисбалансів), що визначають її існування та відновлення стану ринку згідно з законом заперечення заперечення на якісно новому рівні зі збереженням визначальних його характеристик. Періодичні фінансові кризи на фінансових ринках, у т.ч. і ринках ПФІ, є вузловими моментами нового витка спіралі – зміни парадигми функціонування ринку ПФІ, що супроводжуються переосмисленням ролі ринку та корекції його механізму зі зміною концепції його функціонування.

Останні дві властивості ринку ПФІ як системи, на наш погляд, слід розглядати у нерозривному зв'язку, особливо для динамічних систем, що еволюціонують, якою власне є і ринок ПФІ. Основоположником теорії систем Л. фон Берталанфі було доведено, що відкриті системи функціонують із встановленням в них динамічної рівноваги, що може викликати ускладнення системи з одночасним зменшенням ентропії, тобто хаотичності в поведінці системи. Проте для ринку ПФІ можлива протилежна залежність – ускладнення операцій ринку і зростання самоорганізації системи супроводжується наростанням ентропії як міри невизначеності її поведінки і впливу на фінансовий ринок як глобальної системи вищого рівня ієрархії.

Система, що розвивається, повинна обмежувати дисбаланси у своєму розвитку через вказані механізми самоорганізації і саморегуляції до того, як ці дисбаланси призведуть до виникнення криз і порушення системної цілісності та функціональності [139].

Апріорі ринок ПФІ з високим ступенем самоорганізації та саморегуляції, де нівелюються ризики використання ПФІ, теоретично є здатним до встановлення рівноваги та підтримання стійкого розвитку. Зважаючи на класичну теорією Дж. М. Кейнса, наявність строкового сегмента в структурі фінансового ринку сприяє макроекономічній стабілізації [45, 104]. Однак об'єктивно з урахуванням реалій розвитку глобального фінансового ринку та ринку ПФІ його здатність до саморегуляції (самокорекції) не працює. Саме нездатність до саморегуляції ринку ПФІ Дж. Сорос вважає причиною реалізації поширення можливих катастрофічних ризиків на ньому та виникнення криз на глобальному фінансовому ринку [120].

Ринок ПФІ, здатний до самоорганізації та стійкого розвитку, дозволяє його учасникам ефективно хеджувати ризики, отримувати



потрібну інформацію, сприяє ефективному розміщенню ресурсів, зменшує невизначеність майбутньої кон'юнктури, позитивно впливає на реальний сектор економіки та протистоїть зовнішнім шокам. Вірним є і зворотнє твердження – ринок ПФІ у стані кризи може стати джерелом нестабільності спочатку усього фінансового сектора, а потім і реального.

З позиції теорії систем, так як не працюють механізми саморегулювання цього ринку, його система виділяє багато вільної енергії, накопичується ентропія (зростання обсягів ПФІ і системного ризику) і вона деградує, хоча первісно її елементарні частинки – окремі ПФІ – були покликані пов'язати реальний та фінансовий сектори економіки, забезпечуючи при такому дуалістичному поєднанні функцію хеджування ризиків.

Серед причин відсутності самоорганізації ринку ПФІ як основи його стійкого розвитку можна назвати наступні:

- заміна реальних товарно-грошових відносин відносинами, що опосередковують купівлю-продаж ризиків (у випадку хеджування) та створення фіктивного капіталу (у випадку спекуляції  $\Gamma - \Gamma^1 - \dots - \Gamma^n$  [57], де кількість порядків дорівнює ступеню “похідності” інструментів – похідні на похідні);

- вартість ПФІ, особливо на позабіржовому ринку, визначається за допомогою не попиту і пропозиції, а численних методів оцінки ПФІ, розроблених на основі ідеалізованих теоретичних моделей окремими фахівцями під конкретні потреби клієнтів із застосуванням методів і моделей фінансового інжинірингу;

- необґрунтованість твердження про “homo economicus”, запропонованого класиками політичної економії, оскільки поведінка учасників ринку ПФІ, як і фінансового ринку взагалі, не завжди є раціональною, що підтверджують концепції поведінкових фінансів та інші альтернативні концепції дослідження фінансового ринку загалом і ринку ПФІ зокрема;

- необхідність перегляду панівної на фінансових ринках і зокрема ринку ПФІ доктрини лібералізму та неокласичного напрямку, яка не виправдала себе в кризових умовах і не здатна скоригувати появу криз на цих ринках;

- механізм “природного ходу речей” – “Laissez faire et laissez passer le monde va de lui même!” та невидимої руки ринку на ринку ПФІ створені визначальними спекулятивними мотивами учасників ринку;

- порушення зв'язку між фінансовим та реальним секторами – курси ПФІ обумовлюють курси базових активів через накопичення



суми фіктивного капіталу у формі ПФІ та загальної фінансіалізації світового господарства.

Важливим аспектом при розгляді розвитку ринку ПФІ та його властивостей є дослідження його стійкості в динаміці, тобто забезпечення стійкого розвитку і самоорганізації як ключових властивостей системи ринку.

Так, В. Г. Алієв [128] визначає стійкість як здатність системи функціонувати у станах, близьких до рівноваги в умовах постійних зовнішніх і внутрішніх збурюючих впливів. О. М. Горбань, В. Є. Бахрушин під стійкістю системи розуміють стан, для якого малим змінам зовнішніх впливів відповідають малі зміни вихідних параметрів системи чи її властивостей, підкреслюючи, що у разі повернення системи до рівноваги після зовнішнього впливу таку рівновагу варто вважати стійкою або стабільною [28].

Неоднозначність поняття стійкої рівноваги полягає в тому, що “стійкість” можна розуміти і як здатність утримувати рівновагу (не падати, не руйнуватися), і як стабільність, тобто здатність не змінюватись або підтримувати певні стійкі темпи руху (розвитку). Слід сказати, що термінологічно перше значення більшою мірою відповідає традиційному визначенню “стійкого розвитку”, сформульованого в оригіналі – “sustainable development” (дослівно означає “підтриманий, керований розвиток”). З огляду на це в українській науковій термінології варто вживати поняття “стійкий розвиток”.

Термін “сталий розвиток”, що часто вживається в науковій літературі, відповідає російському “постоянный/стабильный”.

На позначення стійкого розвитку використовується термін “сталий розвиток” і у працях О. В. Козьменко: “Умовою сталості розвитку є передбачуваність соціальних, економічних і екологічних процесів. ... стадою (стійкою, врівноваженою тощо), на думку автора, можна вважати економічну систему, перехід якої до бажаного стану відбувається таким чином, що жоден із множини чинників, які визначають критерії сталості, не виходитиме за допустимі межі на заданій траєкторії зміни стану системи відповідно до стратегії її розвитку. ... Сталість розвитку передбачає досягнення такого стану системи, який може підтримуватись тривалий час за допомогою властивих їй регулюючих засобів” [52, с. 187].

По суті наведене розуміння не йде у розріз з аналогічними визначеннями поняття “стійкий розвиток”, відмінності між ними носять семантичний характер. Стійкий розвиток за своїм внутрішнім



змiстом має означати перманентне вiдтворення так званого стану динамiчної рiвноваги з перiодичною змiною його рiвня, при якому вiдбувалося б постiйне розв'язання суперечностей мiж внутрiшнiми компонентами системи, а змiна параметрiв середовища iснування системи не виходила за межi катастрофiчних (фатальних) для системи трансформацiй [91, с. 413]. Поняття "стiйкий розвиток" є багатоаспектним, запозиченим з теорiй суспiльного розвитку та економiки природокористування. За визначенням Комiсії ООН зi стiйкого розвитку, розвиток суспiльства є стiйким, тобто може пiдтримуватися протягом довгого часу, якщо вiн "дозволяє задовольняти потреби нинiшнiх поколiнь, не завдаючи при цьому шкоди можливостям, що залишаються у спадок майбутнiм поколiнням для задоволення iхнiх власних потреб" [188]. Основоположником економiчної теорiї стiйкого розвитку є дослідник економiчних аспектiв забруднення довкiлля, економiст Свiтового банку Д. Герман. У глосарiї Свiтового банку стiйкий розвиток наводиться як "управлiння сукупним капiталом суспiльства в iнтересах збереження та примноження людських можливостей". Концепцiя включає в себе поняття економiчної, екологiчної та соцiальної стiйкостi, якi трактуються як рацiональне управлiння виробленим капiталом, природним капiталом i людським капiталом [192].

У контекстi цього визначення з огляду на предмет нашого дослідження прiоритетного значення набуває управлiння реальним та фiнансовим (виробленим капiталом). В умовах фiнансiалiзацiї свiтового господарства потоки фiнансового (фiктивного) капiталу локалiзуються передусiм на ринку ПФI. Звiдси стiйкий розвиток ринку ПФI та його стiйкiсть як загальносистемна властивiсть в умовах реформування архiтектури фiнансового ринку i ринку ПФI як його складової в глобальному та нацiональному масштабi є, на нашу думку, ключовими на даному етапi розвитку свiтового господарства.

Крiм описових визначень теорiї систем, що дають лише загальне розумiння стiйкостi, виникає необхіднiсть формулювання визначення стiйкостi з позицiй фiнансової теорiї. Отже, визначення стiйкостi та стiйкого розвитку ринку ПФI має бути продуктом композицiї системної та фiнансової теорiй.

Дослiдження фiнансової стiйкостi у вiтчизнянiй фiнансовiй теорiї концентрується переважно навколо двох полярних об'єктiв – стiйкостi окремих фiнансових та нефiнансових агентiв – банкiв (банкiвської системи), страхових компанiй та компанiй реального сектора [60, 39, 6, 140] або ж стiйкостi усiєї фiнансової системи [139, 90].



Тільки поодинокі дослідження стосуються стійкості фондового ринку [98]; дослідження стійкості ринку ПФІ та його розвитку не набули значного поширення.

Певні підходи до оцінки ризиковості і стійкого розвитку ринку ПФІ були сформульовані російськими дослідниками, проте безпосереднього визначення стійкості ринку ПФІ та обґрунтування цієї категорії не наводиться. Варто відзначити, що Д. А. Федосєєв пропонує систему показників для аналізу ризиків ПФІ та впливу цих інструментів на національну економіку, підкреслюючи їх ризиковість [132]. К. С. Чекмарьов також будує систему показників для дослідження стійкості ринку ПФІ та його ризиковості, проте, як і його колега, не надає дефініції цього поняття [136].

Для внесення ясності в термінологічні дискусії і визначення здатності ринку ПФІ до стійкого розвитку необхідно сформувати чітке уявлення про саму категорію “стійкість”, що є міждисциплінарною (табл. 2.3), ключовою при дослідженні питань макроекономічної стабілізації і рівноваги.

На позначення перекладу усталеного англомовного терміна “financial stability” вітчизняними дослідниками пропонуються варіанти як фінансової стійкості, так і фінансової стабільності. Поряд з цими у науковому обігу застосовуються терміни “витривалість”, “вразливість”, “волатильність”, що у той чи інший спосіб характеризують стани ринку.

**Таблиця 2.3 – Методологічні підходи до визначення поняття “стійкість”**

Методологічний підхід	Вид стійкості	Представники
Механістичний	Стійкість руху	П.-С. Лаплас, Ж. Л. Лагранж, А. Пуанкаре, А. Ляпунов
Філософський	Стійкість форми	Г. Гегель, А. Богданов, Ф. Шелінг, Е. Янч
Системний	Стійкість системи	Р. Акофф, Л. фон Берталанфі, Ю. Урманцев, Е. Ласло
Біологічний	Стійкість системи	Д. Юм, Т. Мальтус, Г. Спенсер
Кібернетичний	Стійкість системи	Н. Вінер, У. Ешбі, В. Глушков
Економічний/соціально-економічний	Стійкість рівноваги	Л. Вальрас, А. Маршал, Дж. Хікс, П. Самуельсон, К. Ерроу, Ф. Хан, В. Леонтьєв, К. Ланкастер, Л. Лопатніков
Екологічний	Стійкість екосистем	Л. Г. Мельник, Б. В. Буркинський, І. Пригожин

Джерело: [61], доповнено авторами.



Для їх розмежування скористаємося визначенням стійкості системи, що застосовується Л. Г. Мельником. У своєму дослідженні автор виділяє такі параметри системи: стабільність і стійкість. Головна відмінність між ними полягає в тому, що перший характеризує залежність поведінки системи від внутрішніх чинників, а другий – від зовнішніх. Зокрема, стабільність (від лат. *stabilis* – діючий в незмінному вигляді) – здатність системи зберігати свою структуру і функціональні особливості під впливом внутрішніх чинників, наприклад продуктів обміну, що накопичуються.

Стійкість – це здатність системи зберігати за різних параметрів зовнішнього середовища свою структуру і функціональні особливості, достатні для діяльності [91]. З урахування взаємозв'язку між означеними поняттями автор встановлює залежність стійкості системи від трьох факторів – толерантності (здатності системи сприймати несприятливі фактори зовнішнього середовища), резистентності (здатності протидіяти впливу цих негативних факторів або пригнічувати його) і стабільності системи, що визначається її внутрішніми факторами [91]. Думці Л. Г. Мельника ідентична також думка О. В. Крухмаль, яка вважає, що в основі стійкості як здатності протистояти внутрішньому та зовнішньому впливу лежить ознака стабільності. Крім того, О. В. Крухмаль наголошує, що стабільність – це перманентна якісна характеристика, стійкість – характеристика, яка показує здатність системи протистояти силі, що, здобувається, змінюється в процесі функціонування [60].

Через це важко погодитись із І. В. Ларіоною, яка вважає, що стабільність є більш широким поняттям, а стійкість є основою стабілізації [65]. Скоріше навпаки – стабільність – дискретна характеристика, стійкість – неперервна, і в своєму причинно-наслідковому взаємозв'язку вони співвідносяться як ціле та частина, тобто система може бути стійкою завдяки своїй стабільності [126].

Стійкість як системну властивість варто відрізнити не тільки від стабільності, але і від витривалості. На відміну від витривалості (здатності системи зберігати свої функціональні особливості або можливості їх відновлення при відхиленні умов зовнішнього середовища від оптимальних для неї параметрів), стійкість характеризує здатність системи не просто існувати, але й активно функціонувати. Саме характеристики стійкості і стабільності системи обумовлюють підтримання системи на відносно високому рівні властивостей і функціональної активності. Це є вирішальним



чинником виробництва вільної енергії в системі і, зрештою, визначає темпи її розвитку.

Принципова відмінність між функціями витривалості і стійкості може бути виражена таким чином: витривалість дозволяє системі уціліти, а стійкість створює умови для розвитку. Характеристикою зворотної витривалості і стійкості системи можна вважати її вразливість. Вразливість системи – це нездатність протистояти зовнішнім діям. Вона виражається в порушенні функцій і структури системи (межа стійкості) або в повному припиненні існування системи (межа витривалості) [91, с. 114–116]. З огляду на семантичні відмінності та співвідношення між даними поняттями у дослідженні для поглиблення характеристики стійкого розвитку ринку ПФІ використовується поняття стійкості.

Волатильність як окрема характеристика ринку ПФІ певним чином співвідноситься з його вразливістю: під впливом зовнішніх та внутрішніх факторів перманентні зміни в ринкових очікуваннях та інвестиційних горизонтах учасників ринку призводять до зміни оцінок вартості та ризиків ПФІ у їх портфелях та встановлення індикативних цін на нових рівнях рівноваги у процесі розвитку ринку.

Зазначене дає підстави вважати, що стійкість ринку не повинна розглядатися точково, ситуативно. На нашу думку, вона повинна розумітись як сукупність стійких станів ринку протягом певного періоду часу (часового континууму) в динамічній рівновазі. Це підтверджується і в дослідженні [126], у якому поняття “стійкість фондового ринку” визначено як “сталу позитивну довгострокову динаміку (позитивний тренд) основних параметрів розвитку фондового ринку за відсутності хаотичної стрибкоподібної поведінки фондових індексів у короткостроковому вимірі”.

У розумінні Г. Дж. Шиназі фінансова система може вважатися стійкою, якщо вона:

а) дозволяє ефективно розподіляти економічні ресурси як у просторі, так і в часі, а також інші фінансово-економічні процеси (наприклад, заощадження та інвестування коштів, кредитування та запозичення, освіта і розподіл ліквідності, формування цін активів і, в кінцевому підсумку, накопичення багатства і зростання виробництва);

б) дозволяє оцінювати, котирувати і розподіляти фінансові ризики і здійснювати управління ними;



в) зберігає здатність виконувати ці важливі функції навіть перед зовнішніми потрясіннями або при посиленні диспропорцій [139, с. 2].

У контексті ринку ПФІ зазначене визначення набуває особливого значення, оскільки саме функції оцінки, розподілу та управління ризиків є притаманними для ринку ПФІ. Доцільним в контексті означеної проблеми є і визначення М. Фула, в якому зроблена спроба формалізувати стійкість фінансової системи конкретними параметрами. Автор визначає фінансову стійкість як:

- а) монетарну (цінову) стабільність;
- б) наближення рівня зайнятості в економіці до природного рівня;
- в) довіру до економічних операцій ключових фінансових інститутів та ринків;
- г) відсутність негативного впливу руху цін на реальні та фінансові активи в економіці на монетарну стабільність та зайнятість.

Узагальнюючи визначення провідних європейських фахівців у сфері фінансів і банківської справи, колектив вітчизняних авторів з НБУ визначає стійкість фінансової системи як такий стан динамічної фінансової системи, за якого вплив будь-яких шоків на фінансову систему (чи на окремі її елементи) не заважає їй забезпечувати ефективний перерозподіл фінансових ресурсів в економіці, функціонування платіжної системи, а також абсорбцію (амортизацію) шоків. Крім того, на сьогодні серед основних стратегічних орієнтирів, які мають реалізовуватись, у тому числі завдяки стійкому функціонуванню фінансової системи, слід зазначити: забезпечення сталого економічного розвитку, підвищення рівня добробуту та соціальної захищеності населення, припинення демографічної та інтелектуальної деградації нації, а також недопущення негативного впливу на економіку динаміки цін на реальні та фінансові активи [90, с. 47].

Отже, при формулюванні визначення стійкого розвитку ринку ПФІ повинні бути враховані всі семантичні і фінансові особливості використання поняття “стійкість”. Зокрема, до таких слід віднести:

- здатність ринку як системи сприймати і протистояти впливам зовнішніх факторів (шоків, дисбалансів) на основі стабільності стосовно внутрішніх факторів) і підтримувати своє функціонування у динамічній рівновазі.





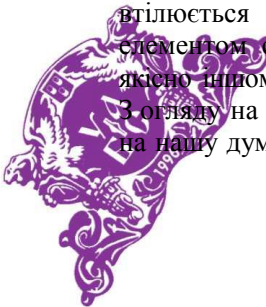
- здатність ринку як фінансового інституту, незважаючи на певні диспропорції (шоки), виконувати покладені на нього функції і забезпечувати певні параметри усєї фінансової системи і реальної економіки.

Врахування цих особливостей є необхідним для формування дефініції “стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів”. Із застосуванням системного та синергетичного підходів під нею пропонується розуміти процес постійного підтримання ринком стану динамічної рівноваги, який при цьому знаходиться під впливом ендогенних і екзогенних факторів, що дозволяє забезпечити виконання його функцій на основі позитивного зворотного зв'язку між фінансовим та реальним сектором.

З метою поглиблення розуміння стійкого розвитку ринку ПФІ необхідно провести чітке розмежування стану ринку у період стійкого розвитку та кризового стану, що також потребує композиційного підходу до фінансової та системної теорії. З позицій системного підходу кожній відкритій системі притаманний трансформаційний еволюційний механізм, який може відбуватись адаптаційно (пристосування системи до впливу шоків без порушення її ключових параметрів) та біфуркаційно (під впливом певних факторів система змінюється, набуваючи нової якості). Під час біфуркацій у розвитку системи відбувається наростання невизначеності та частоти флуктуацій системи, стрибкоподібно зростає варіація її параметрів і відбувається виведення її з рівноважного стану, таким чином система переживає кризу. Перехід системи від стійкого до кризового стану характеризується точкою біфуркації [91, с. 123–137].

У фінансовій теорії порушення в стійкому розвитку фінансових систем асоціюється передусім з виникненням у них кризових явищ. Згідно з підрахунками фахівців МВФ, починаючи з 1979 року, у світі відбулися 124 системні банківські кризи, 208 валютних криз та спостерігалось 63 випадки суверенного дефолту, що призвели до втрати 10–30 % національних фінансових активів [179, с. 5–6]. На ринках, що формуються (*emerging market*), кризи спостерігаються кожні 5–10 років.

Криза як багатоаспектна економічна категорія використовується на позначення природного процесу розвитку економічних систем, що втілюється в порушенні її рівноваги, і, виступаючи основним елементом саморегулювання, забезпечує відновлення рівноваги на якісно іншому рівні за конструктивного чи деструктивного характеру. З огляду на значну кількість наукових праць у напрямку кризології, на нашу думку, необхідно зосередити увагу на фінансових кризах як



виді криз, що виникають на ринку ПФІ. Загалом під фінансовою кризою розуміють різке погіршення стану фінансового ринку внаслідок реалізації накопичених ризиків під впливом зовнішніх і внутрішніх факторів, що провокує порушення його функціонування, зниження цінних показників, погіршення ліквідності та якості фінансових інструментів, банкрутство учасників [49]. Зазвичай виділяють такі види фінансових криз: банківські, валютні, кризи на фінансових ринках [4].

Згідно з наведеними критеріями та індикаторами варто відзначити, що вони носять обмежений характер через особливості кожної кризи, невизначеність щодо можливих сценаріїв її розвитку, труднощі у прогнозуванні її наслідків навіть з використанням аналогій минулих криз на різних видах ринків у різних країнах. Стосовно країн, що розвиваються, та їх ринків, що формуються, дані кризи носять унікальний характер через відмінності у розвитку цих країн. Проте аналіз ряду криз у таких країнах дозволив виділити наступні параметри (індикатори) кризи, які сигналізують про її виникнення при досягненні трьох з них протягом чотирьох місяців критичних значень:

- зниження капіталізації ринку акцій – не менше 20 %;
- скорочення боргової маси облігацій на внутрішньому і зовнішньому ринках за ринковою вартістю не менше 15 %;
- ринковий рівень відсоткової ставки – не менше 20 %;
- річна інфляція – не менше 20 %;
- зростання відтоку капіталу – не менше 30 %;
- девальвація національної валюти – не менше 15 %;
- зниження золотовалютних резервів центрального банку – не менше 20 %;
- скорочення депозитної бази в банківському секторі – не менше 10 %;
- оголошення дефолту за зобов'язаннями фінансових інститутів з активами, що складають не менше 10 % від їх загального обсягу по країні [146].

Щодо ринку ПФІ, питання криз не є достатньо поширеними, що пояснюється порівняно невеликим часовим горизонтом розвитку ринку, обмеженою базою його кризових станів і, що найголовніше, стереотипним розумінням ринку ПФІ як інструмента макроекономічної стабілізації. До речі, кризи, що тією чи іншою мірою асоціюються з використанням ПФІ: крах “чорний понеділок” на ринку акцій США 1987 р., Мексиканська криза 1994 р., Азіатська криза 1997 р.,

Російська 1998 аж до іпотечної кризи 2007 р. вважались кризами одного з секторів фінансового ринку, а не самого ринку ПФІ.

Фінансова криза 2007 р., що переросла у глобальну кризу, мала кросс-секторний характер, на нашу думку, дозволила виявити наступні порушення у стійкому розвитку ринку ПФІ:

- максимальне перевищення обсягів ринку ПФІ над темпами зростання реального сектора економіки (ВВП) – понад 10 разів;
- висока волатильність індексів цін на ПФІ як індикатор очікувань інвесторів;
- значний спред між цінами попиту і пропозиції;
- поширення дефолтів, ефекту зараження на ринку ПФІ;
- критичне наростання системного ризику ринку.

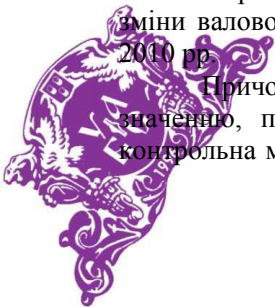
Так, протягом 1998–2010 рр. середнє значення перевищення номінальної вартості ПФІ над світовим ВВП складало 5,6 разу. Пікового значення в 12,3 разу таке перевищення досягло в кризовому 2007 р., що засвідчило максимальний дисбаланс між потребами реального сектора економіки в управлінні ризиками і спекулятивними мотивами, а також ознаменувало перетин ринком певної межі і перехід його до кризового стану.

Розуміння кризи як результату негативного впливу на розвиток ринку багатьох факторів дозволяє констатувати, що загроза її виникнення існує завжди з урахуванням механізму функціонування світової економіки, проте умовою її попередження є своєчасна діагностика.

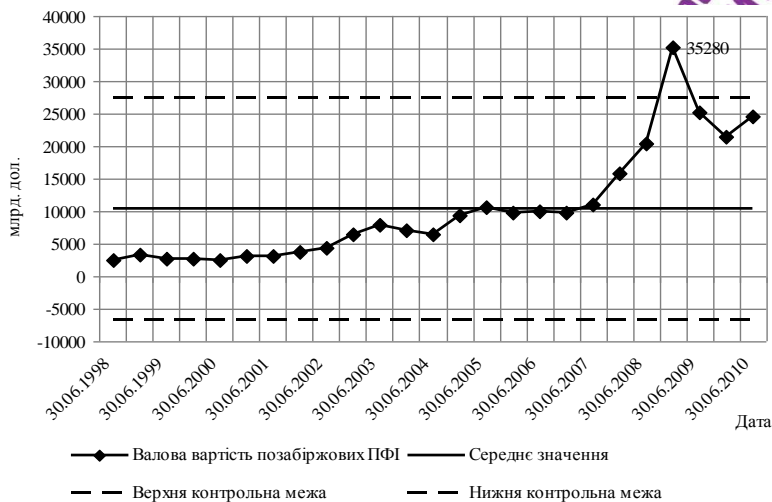
Підтвердженням виникнення кризи на ринку ПФІ може стати експрес-оцінка процесу розвитку ринку ПФІ за допомогою такого інструмента як карти Шухарта (W. A. Shewhart), запропоновані ним у 1924 р. для промислового контролю якості продукції [125]. Проте згодом статистичні карти контролю якості стали одним з найважливіших інструментів оцінки процесів у межах широко розповсюдженого підходу “6  $\sigma$ ” та “контролю стабільності процесів” (Statistical Process Control). Зазначені карти дають змогу оцінити чи знаходиться досліджувана система (процес), зокрема ринок ПФІ, в кризовому стані.

На рис. 2.8. наведено середнє значення і дві контрольні межі зміни валової ринкової вартості позабіржових ПФІ протягом 1998–2010 рр.

Причому верхня контрольна межа дорівнює середньому значенню, плюс 3 середні квадратичні відхилення ( $\sigma$ ), і нижня контрольна межа – середньому значенню, мінус 3  $\sigma$ . Якщо значення



досліджуваного процесу не виходять за рамки встановлених контрольних меж ( $\pm 3 \sigma$ ), то з ймовірністю 99,73 % можна вважати цей процес стійким і керованим.



**Рисунок 2.8 – Контрольна карта валової ринкової вартості позабіржових ПФІ за 1998–2010 рр., млрд дол. (побудовано за розрахунками авторів)**

У випадку, якщо графік розташовується в межах ( $\pm 2 \sigma$ ), тобто в так званих попереджувальних межах, то про керованість системи (процесу) можна говорити із ймовірністю 95,46 %. Поглиблений аналіз отриманих графіків може не тільки діагностувати у поточному режимі відхилення, що з'явилися у процесі, у нашому випадку – динаміці розвитку як позабіржового, так і біржового ринку ПФІ, але і мати певну прогнозну спрямованість щодо виникнення таких відхилень у майбутньому та надати можливість до коригування параметрів системи ззовні, якщо вона самостійно не здатна до самокорекції.

Так потрапляння 2 із 3 розташованих підряд точок (спостережень) в зону відхилень  $2-3 \sigma$  (точки за період 31.12.2007 – 30.06.2008) чи вихід за її межі можна сприймати як раннє попередження про майбутнє відхилення (кризові явища) у процесі. Варто відзначити,

що ймовірність помилки за даним критерієм (критерій виконується, але процес не виходить за межі стійкого стану) складає 2 %.

Згідно з наведеною статистичною методологією та проведеними розрахунками і графічним аналізом можемо говорити про перебування ринку позабіржових ПФІ у період вересень 2008 р. – червень 2009 р. з ймовірністю 99,73 % у кризовому стані. Саме на цей період припадає пік світової фінансової кризи, що супроводжувався максимальним значенням обсягів ПФІ на позабіржовому ринку – 35 280 млрд дол., банкрутствами провідних фінансових посередників та значним зростанням волатильності не тільки на ринках ПФІ, але і на ринках базових активів та в реальному секторі. Про ймовірне виникнення кризового стану ринку згідно з встановленим критерієм побудований нами графік почав сигналізувати з другого півріччя 2007 р., коли негативні явища на іпотечному ринку США тільки почали фіксуватись.

З методологічного погляду для співставності та порівняння нами було побудовано контрольну карту для показника, що характеризує розвиток ринку біржових ПФІ (рис. 2.9).



Рисунок 2.9 – Контрольна карта номінальної вартості біржових ПФІ за період 1998–2010 рр., млрд дол.



На протывагу позабіржовому ринку біржовий ринок ПФІ знаходиться в більш стійкому, контрольованому стані. Зростання відхилень номінальної вартості біржових ПФІ від їх усередненого значення у 2007 – на початку 2008 рр. не перевищило верхньої критичної межі навіть під час фінансової кризи, що підтверджує наведену тезу, і, крім того, є статистичним обґрунтуванням необхідності зближення біржового та позабіржового ринків та посилення регулювання останнього як на національному, так і наднаціональному рівні.

Однак, враховуючи масштаби світового позабіржового ринку ПФІ, охарактеризовані у п. 2.1, та його безпрецедентне переважання над біржовим, наведені висновки щодо кризи на ринку ПФІ протягом світової фінансової нестабільності 2007–2009 рр. можемо екстраполювати на увесь ринок ПФІ загалом.

Підтвердженням виникнення кризи на ринку ПФІ у період світової фінансової кризи та достовірності експрес-оцінки, отриманої за побудованими картами Шухарта, є також застосування методу Ірвіна як статистичного методу перевірки однорідності ряду динаміки, за якого здійснюється виявлення й усунення аномальних значень рівнів ряду, а також визначення повноти даних, можливості їх зіставлення і стійкості (стаціонарності).

Метод Ірвіна передбачає використання такої формули:

$$\lambda_t = \frac{|y_t - y_{t-1}|}{\sigma_y}, \quad t = 2, 3, \dots, n, \quad (2.1)$$

де  $y_t$  – рівень ряду динаміки;

$\sigma_y$  – середнє квадратичне відхилення ряду динаміки.

Розраховані значення  $\lambda_2, \lambda_3, \dots, \lambda_{n-1}$  порівнюються з критичним значенням критерію Ірвіна  $\lambda_\alpha$ , і, якщо вони будуть більші за критичне, відповідне значення ряду  $y_t$  вважається аномальним. Рівень значущості  $\alpha$ , як правило, береться  $\alpha = 0,05$  [88, с. 408]. З урахуванням достовірності та якості досліджуваних даних за валовою ринковою вартістю та валовою схильністю до ризику на ринку позабіржових ПФІ та номінальною вартістю біржових ПФІ нами було виключено ймовірність виникнення помилок першого рівня за методом Ірвіна. У результаті його застосування, з прийнятим

рівнем значущості  $\alpha = 0,05$ , кількістю спостережень  $t = 25$  та  $\lambda_\alpha = 1,3$  для дати 31.12.2008 значення ряду валової ринкової вартості та валової схильності до ризику виявилися аномальними, у той час як для показника номінальної вартості біржових ПФІ таке значення було типовим (табл. 2.4).

**Таблиця 2.4 – Застосування методу Ірвіна для аналізу рядів динаміки, що характеризують ринок ПФІ (розрахунки авторів)**

Показник	Дата	Фактичне значення, млрд дол.	Аномальне (розрахункове значення)
Валова вартість позабіржових ПФІ	31.12.2008	35280	1,71
	30.06.2009	25310	1,14
Валова схильність до ризику позабіржових ПФІ	31.12.2008	5010	1,43
	30.06.2009	3740	1,14
Номінальна вартість біржових ПФІ	31.12.2008	79	0,89

Залишковий вплив криз прослідковується і в першій половині 2009 р. – значення ряду на 30.06.2009 наближається до аномального. Отже, вказані аномальні значення викликані помилками другого рівня, що мають об'єктивний характер, які свідчать про різку зміну закономірностей розвитку ринку ПФІ і виникнення криз на позабіржовому ринку ПФІ, який порівняно з біржовим ринком, як зазначалось у підрозділі 1.1, є менш регульованим та більш ризиковим.

У контексті зазначеного варто підкреслити, що криза на ринку ПФІ з позиції системного та синергетичного підходів свідчить про перехід його на інший рівень самоорганізації (вищий або нижчий). Механізм виникнення криз у межах теорії циклічності економічного розвитку підкріплює висунуте нами положення, що виникнення криз є іманентним для ринку ПФІ, як і для інших сегментів фінансового ринку в сучасних умовах фінансiалiзацiї свiтового економiчного простору. Проте, враховуючи масштаб ринку ПФІ та його зворотний вплив на ринки базових активів, кризи, що можуть виникати на ньому, несуть серйозну загрозу для усього реального сектора економіки і потребують прийняття заходів щодо прогнозування їх виникнення в системі оцінювання ринку ПФІ, розробки заходів щодо їх попередження, пом'якшення руйнівного впливу за допомогою регулювання розвитку ринку.



Таким чином, можна зробити висновок, що з огляду на значимість ринку ПФІ в процесах макроекономічної стабілізації та значні масштаби ринку питання його стійкого розвитку є ключовими для безпечного функціонування світових і національної фінансових систем.

Розглядаючи ринок ПФІ як складну, відкриту динамічну систему з позиції системного та синергетичного підходів, слід підкреслити його нездатність до саморегуляції та підтримання стійкого розвитку, що продемонстровано за допомогою експрес-оцінки його стану на основі контрольних карт Шухарта та методу Ірвіна. Їх апробація показала, що лише біржовий ринок ПФІ показав ознаки самоорганізації та саморегуляції.

В умовах недостатнього висвітлення окресленої проблематики, для термінологічної ясності необхідна розробка визначення стійкого розвитку ринку ПФІ, яке є поєднанням системної і фінансової теорії. Під стійким розвитком ринку ПФІ пропонується розуміти процес постійного підтримання ринком стану динамічної рівноваги, який при цьому знаходиться під впливом ендогенних і екзогенних факторів, що дозволяє забезпечити виконання його функцій на основі позитивного зворотного зв'язку між фінансовим та реальним сектором.

### **2.3. Формалізація впливу факторів на стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів**

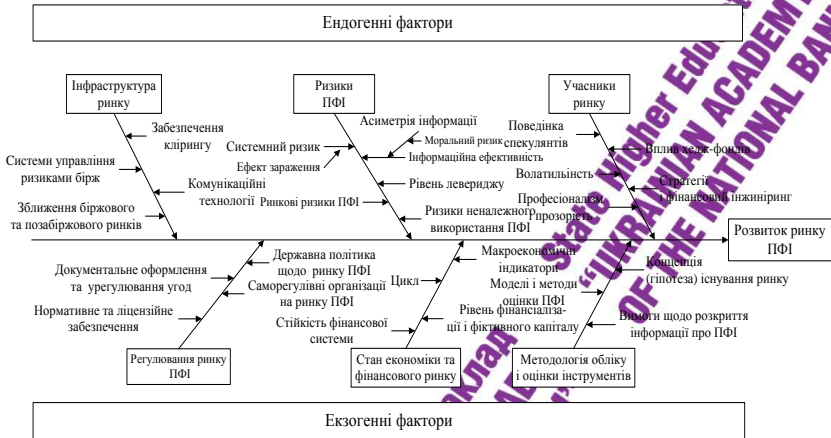
Стійкий розвиток ринку ПФІ є комплексним поняттям, що визначається у результаті взаємодії керованих (з погляду системи ринку) та некерованих факторів та їх впливу на певні параметри цієї системи. У результаті проведеного емпіричного аналізу встановлено, що на стан і розвиток ринку ПФІ мають вплив як внутрішні (ендогенні, керовані), притаманні безпосередньо ринку фактори, так і зовнішні (екзогенні, некеровані) фактори опосередкованого впливу, які зображені на рисунку 2.10 у формі діаграми К. Ішикави. Синергетичний ефект поєднання цих факторів визначає, на нашу думку, поточний та перспективний стан ринку ПФІ.

У дослідженні факторів, що впливають на стійкий розвиток ринку ПФІ, акцентуємо увагу на тому, що цей вплив є взаємним, тобто носить двосторонній характер: у своїй синергетичній взаємодії фактори визначають стан ринку ПФІ, водночас, перебуваючи у стійкому (кризовому) стані, ринок сам впливає на ключові параметри окремих факторів, утворюючи їх нові комбінації та неочікувані





ефекти взаємодії. Так, стратегії хеджерів і спекулянтів значно різняться на ринку, що переживає корекцію і на стійкому ринку, розмір ВВП, рівень системного ризику зростає у період нестійкості і т.д.



**Рисунок 2.10 – Фактори впливу на розвиток ринку ПФІ**

Слід підкреслити, що визначений перелік факторів потребує також розмежування на якісні і кількісні. У праці Н. В. Зубанова та С. В. Пестрикова наголошується, що оцінка стану ринку повинна здійснюватися при розгляді зазначених вище груп, тобто кількісне його визначення неєфективне без якісного і навпаки [40].

Відповідно, такі фактори, як рівень системного, ринкових ризиків, рівень левежджу, вплив хедж-фондів, вплив макроекономічних параметрів і фінансової системи на стан та розвиток ринку ПФІ можна описати кількісно і представити у вигляді формалізованих моделей. В той же час факторам інфраструктурного, регулятивного, методологічного впливу можна надати лише відносну, якісну оцінку.

Вважаємо за необхідне зробити пояснення щодо сутності окремих груп факторів, опису яких у контексті впливу на стійкий розвиток ринку ПФІ раніше не проводилось.

Зокрема, ендогенні фактори інфраструктури ринку носять переважно якісний характер і актуалізуються в контексті необхідності зближення позабіржового та біржового ринків ПФІ, підвищення вимог щодо гарантійного забезпечення та клірингу угод з ПФІ, широкого запровадження інституту центрального контрагента,

підвищення якості ризик-менеджменту ринкових інститутів з метою недопущення виникнення криз на ринку ПФІ, особливо позабіржовому.

Щодо групи ендегенних факторів, пов'язаних з учасниками ринку, які безпосередньо функціонують у цій інфраструктурі, слід зазначити, що до настання криз на ринку ПФІ, насамперед, призводить спекулятивна поведінка його основних учасників, зокрема банків – ТНК і хедж-фондів. За даними останніх офіційних фінансових звітів найбільших банків США (Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, та ін.), вони контролюють 95% обсягів торгівлі ПФІ.

Спекулятивна активність таких інститутів на ринку ПФІ тісно пов'язана з високою волатильністю ринків базових активів і самих ПФІ, що визначає власне можливість спекуляції у її класичному визначенні: як купівлі чи продажу інструмента для його наступного продажу/купівлі, не пов'язаного з його безпосереднім застосуванням і з очікуванням зміни ціни цього інструмента [57].

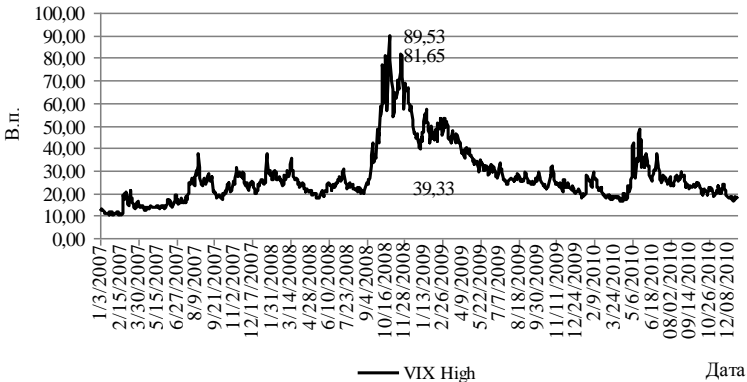
З урахуванням доведеної нами тези, що ПФІ є формою фіктивного капіталу, ми поділяємо думку В. В. Корнеєва, що ПФІ є однією з форм фінансових спекуляцій при їх відокремленому застосуванні без урахування вартості базових активів. Це підтверджується суттєвим переважанням обсягів ринків ПФІ над обсягами ринків базових активів [57]. Понад 9/10 операцій на фондових ринках, зокрема і ринках ПФІ, не пов'язані з потребами реального сектора – торгівлею і довгостроковими інвестиціями, а на кожен долар, що обертається у реальному секторі економіки, припадає 50 доларів у фінансовому [67].

Зростання впливу на стійкий розвиток ринку такого ендегенного фактора, як волатильність курсів ПФІ, що супроводжується нарощуванням обсягів спекуляцій, є індикатором виникнення криз на ринку [101]. Одним із загальновизнаних індексів волатильності та очікувань інвесторів на ринку ПФІ є CBOE Volatility Index (VIX), який обчислюється з 1993 р. у співвідношенні з цінами опціонів на індекс акцій S&P 500 на Чиказькій біржі – одному з найбільших організованих торговельних майданчиків світу.

Наведена на рисунку 2.11 динаміка цього індексу свідчить, що пікові значення волатильності ринку при значенні індексу 89,53 та 81,48% спостерігались під час оголошення про банкрутства Lehman Brothers та AIG у вересні-жовтні 2008 р. на фоні загального зростання волатильності у другому півріччі 2008 р. Водночас



прийняття рішення про реструктуризацію боргів AIG призвели до поліпшення інвестиційних очікувань учасників ринку і зменшення значень індексу до 39,33 %.



**Рисунок 2.11 – Динаміка індексу VIX з 01.01.2008 по 30.07.2009, % (за даними СВОЕ)**

Превалювання спекулятивних мотивів у ринкових стратегіях учасників ринку, використання інструментарію фінансового інжинірингу для отримання надприбутків, як окремих факторів, що впливають на розвиток ринку ПФІ, обумовлює появу фінансових “бульбашок” на цих ринках.

Варто відзначити, що крім банків, дилерів (торговців на ринку ПФІ), основними гравцями на ринку ПФІ є великі портфельні інвестори – хедж фонди, вплив діяльності яких на ринок ПФІ і фінансову систему загалом оцінюється у наукових працях досить неоднозначно. З урахуванням розміру їх сукупних активів, високої спекулятивної активності та формуванням надскладних і непрозорих фондів на фонди (fonds of fonds), що не підпадають під жодні регулятивні норми, дискусія щодо їх впливу на стійкий розвиток ринку, на нашу думку, є обґрунтованою. Відомо, що у подіях зйської кризи 1997–98 рр., що охопила валютні ринки спочатку Таїланду, а потім і інших країн (Малайзії, Філіппін, Тайваню), хедж-фонди та міжнародні спекулянти загалом відіграли не останню роль. Так, 19 провідних японських банків на той час за операціями з ПФІ

заявили збитків у 180 млрд дол., збитки від використання ПФІ в Росії у період її дефолту в 1998 р. склали 100 млрд дол. [157].

Загалом, починаючи з середини ХХ ст., з ПФІ пов'язують численні скандали і банкрутства відомих бізнес-структур, що були спричинені недостатнім врахуванням ризиків ПФІ та неефективним їх управлінням. Вони сприяли наростанню системного ризику і потребували державного регулювання для недопущення системної фінансової кризи. Серед них варто назвати банкрутства.

- фондів (хедж-фонд Long-term capital management, 1998 р., збитки –4,6 млрд дол.);

- банків (Barings bank 1995 р., збитки – 1,3 млрд дол.; Societe Generale, 2008 р., збитки – 7,3 млрд дол.; Lehman Brothers, 2008 р. збитки – 6,9 млрд дол.; Merrill Lynch 2008 р., збитки – 15,31 млрд дол.);

- компаній реального сектора (Metallgesellschaft Refining and Marketing 1992 р., збитки – 1,38 млрд дол.; Proctor&Gamble, 1994 р., збитки – 0,16 млрд дол.);

- страхових компаній (American International Group AIG, 2008 р., збитки – 99,7 млрд дол.);

- державних утворень (муніципалітет Orange County, 1994 р., збитки – 1,7 млрд дол., іпотечні асоціації Fannie Mae і Freddie Mac 2008 р., збитки – 14 млрд дол. [172, с. 730, 731; 100] та ін. Як свідчать емпіричні дані, більшою мірою збитки понесені зазначеними інститутами, викликані спекулятивним (іноді шахрайським) використанням ПФІ, проблемами у функціонуванні систем ризик-менеджменту і меншою – пов'язані з використанням ПФІ з метою хеджування.

“Розпродаж” активів та зниження цінних котирувань призводить до необхідності збільшення сум забезпечень, з одного боку, і фіксації збитків за поточними позиціями в ПФІ з іншого, що, знову ж таки, відбувається на неспроможності відповідати за зобов'язаннями за залученими коштами в умовах браку ліквідності, і т. д., провокуючи розкручування нового витка спіралі, упродовж циклічного розвитку ринку ПФІ і виникнення кризи на ньому.

Взаємозв'язки із спіральним ефектом концентруються в окремому ендегенному факторі – системному ризику на ринку ПФІ, з яким у науковій думці пов'язують ефект зараження (ефект доміно).

Дослідження впливу фактора системного ризику на розвиток фінансових ринків і ринку ПФІ зокрема актуалізувались з розгортанням фінансово-економічної кризи 2007–2009 рр., та збитковістю чи навіть банкрутством окремих учасників ринку – так званих “надто великих, щоб впасти” (“too big to fall”) та інститутів з



високим рівнем леввериджу “highly leverage dinstitutions” (HLIs), тобто тих же самих інвестиційних банків і хедж-фондів. Проте єдиного підходу до визначення сутності та ролі цього виду ризику на ринках ПФІ поки що не склалося.

Так, за методологією Банку міжнародних розрахунків системний ризик – це ризик порушень у фінансовій системі, спричинений погіршенням у всіх її складових, що має потенційно негативні наслідки для реальної економіки. Також системний ризик визначається як ризик того, що брак ліквідності чи банкрутство одного з інститутів і його неспроможність відповідати за зобов’язаннями призведе до браку ліквідності чи банкрутства інших фінансово стійких інститутів. Каталізаторами системного ризику можуть бути екзогенні та ендегенні шоки ринку, які у своїй комплексній (синергетичній взаємодії) зумовлюють прояв цього ризику у формі ефекту (ризик) зараження, ризику макроекономічних шоків та ризику дисбалансів [107, 166].

Реалізація системного ризику у всіх його формах призводить до виникнення кризи, зокрема і у поєднанні його з інформаційною неефективністю ринку через існування асиметрії інформації та морального ризику на ньому.

Проблеми асиметричної інформації, морального ризику на ринках ПФІ ставлять під сумнів їх інформаційну ефективність, що супроводжується появою альтернативних концепцій, і ілюструє вплив такого екзогенного фактора впливу, як превалююча концепція (гіпотеза) існування ринку, на якій передусім базуються методи і моделі оцінки вартості ПФІ. Дисбаланси між реальною і фіктивною вартістю ПФІ визначаються існуванням асиметрії інформації, неадекватністю оцінки інструментів, моральним ризиком у прийнятті рішень. Полярною думкою стосовно питань ефективності ринку ПФІ є думка Р. Мертона, який доводить, що застосування ПФІ поряд з розподілом ризиків сприяє зниженню транзакційних витрат, асиметрії інформації та морального ризику [182]. Проте така думка є неоднозначною в умовах, що склалися на ринку в період кризи.

Взагалі моральний ризик – (moral hazard) З. Боді у сфері страхування визначає як зростання ймовірності події, від якої страхуються, після укладення угоди через тенденцію застрахованого підвищувати свою схильність до ризику чи приймати менші міри застереження [8].

У випадку ринку ПФІ, коли певний суб’єкт стає стороною угоди з ПФІ, особливо у випадку придбання певного виду ПФІ з



метою хеджування ризику, спостерігається зростання недбалості цього суб'єкта стосовно хеджованого ризику, оскільки у того з'являється додаткова, але необґрунтована впевненість у його мінімізації. Така ситуація ілюструє наростання фактора морального (суб'єктивного) ризику на ринку ПФІ. Наявність ПФІ як можливого інструмента хеджування ризиків спонукає його власника до надмірного ризику, що як фактор на тлі інформаційної неефективності та асиметрії неодмінно негативно позначається на обсягах торгівлі на ринку ПФІ.

Прикладом фактора асиметрії інформації, яку Ф. Мишкін визначає як нерівність в інформації, яку має кожна із сторін [82, с. 214], на ринку ПФІ можна вважати той факт, що споживачі ПФІ – ризик-менеджери компаній, трейдери, інвестори досить часто більш необізнані стосовно методик визначення вартості надскладних ПФІ порівняно з їх конструкторами – квантами і фінансовими інженерами, що працюють на боці емітентів ПФІ.

Під дією фактора асиметрії інформації і викликаного ним механізму зворотної селекції на ринку ПФІ переважають за своїми видом і обсягами інструменти з невідповідною оцінкою вартості, що негативно позначається на стійкому розвитку ринку ПФІ. Зазначений вплив призводить до формування диспропорцій в оцінці ПФІ, надуванні “бульбашок” переоцінених ПФІ або ПФІ, ризику яких недостатньо враховані.

Яскравим прикладом таких диспропорцій і криз є неврахування інвесторами асиметрії інформації та морального ризику на ринках таких видів похідних інструментів та інструментів сек'юритизації, як CDO, CDS, MBS, тощо та їх вплив на розвиток іпотечної кризи у фінансових системах провідних країн світу у 2007–2009 рр. Обмеженість інформації про достовірну вартість найбільш ризикованих траншів цих інструментів, а також впевненість у їх емітентах – найбільших банках і інвестиційних компаніях, сформована рейтинговими агенціями, призвели до наростання асиметрії інформації та морального ризику, і, як наслідок, переходу ринку ПФІ у кризовий стан.

Стосовно групи екзогенних факторів методології оцінки і обліку інструментів слід зазначити, що їх фінансова концептуальна основа, досліджена у підрозділі 1.2 у вигляді гіпотези ефективності ринку, потребує перегляду з огляду на фактори асиметрії інформації, морального ризику та ін., що вказують на потенційну схильність до виникнення криз на ринку ПФІ. У цьому контексті неспроможність моделі Блека-Шоулза оцінити нові види похідних продуктів



фінансового інжинірингу, які швидкими темпами почали з'являтися у другій половині 80-х рр. XX ст., вважають однією з причин кризи усього фінансового ринку США у 1987 р.

Неадекватність існуючих моделей оцінки та обліку реальної вартості надскладних ПФІ їх змодельованій вартості, неврахування усіх їх ризиків при рейтингуванні (особливо кредитних і іпотечних ПФІ), непрозорість встановлення цін та розкриття інформації щодо вартості укладених угод є основними причинами криз на ринку ПФІ і у фінансовому секторі у 2007–2009 рр.

Як окрему групу якісно обумовлених екзогенних факторів варто розглянути регулювання ринку ПФІ, основна тенденція якого у вигляді фінансової лібералізації та глобалізації фінансових ринків і ринків ПФІ призвела до його кризового стану протягом певних періодів. Державна політика у сфері фінансового ринку і ринку ПФІ кожної країни, що розвиває даний сегмент ринку, мала б забезпечувати регулятивну концептуальну основу для його стійкого розвитку, а чітко розроблені вимоги щодо ліцензування, оформлення, урегулювання, розрахунків, оподаткування на даному ринку – створити рамкові умови його ефективного функціонування.

Останні кризові явища на ринку ПФІ продемонстрували і значні прогалини в організації саморегулювання на ринку ПФІ, оскільки професійні об'єднання учасників ринку логічно опікуються передусім індивідуальними інтересами, а не довгостроковим і стійким розвитком ринку – середовища їх функціонування. Проте поряд з методологічними факторами нормативні, які є визначальними відносно попередніх, нами вважаються ключовими якісними зовнішніми факторами.

Щодо факторів стану економіки та фінансового ринку загалом і їх впливу на розвиток ринку ПФІ, що конкретизується в певних макроекономічних показниках, слід відзначити їх взаємний двосторонній вплив. Зосереджуючись на дослідженні впливу цієї групи екзогенних факторів на стійкий розвиток ринку ПФІ, варто зауважити наступне:

- стосовно рівня розвитку ринку ПФІ визначальним є рівень розвитку ринку базових активів, зокрема фінансового ринку в певних локалізованих межах. Наведене цілком узгоджується з висновками [150] про те, що ліквідний спотовий ринок є основою для успішної розбудови стійкого ринку ПФІ. Відповідно, на ринках, що формуються, у т.ч. й в Україні, спроби створити ефективно функціонуючий ринок ПФІ наштовхуються на постійні перешкоди, що передусім викликані



недостатнім розвитком фінансового ринку. З урахуванням значної сегментації спотового фінансового ринку його вплив на ринок ПФІ необхідно розглядати з позиції різноманіття параметрів, що характеризують ці сегменти: глибини фінансового сектора, капіталізації, обсягу залученого фінансування через фінансові ринки;

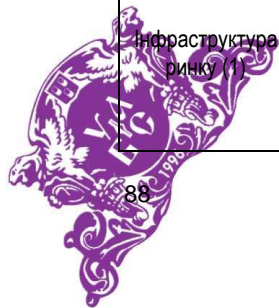
- відносно впливу ключових макроекономічних показників – темпів економічного зростання, валютного курсу, потоків прямих інвестицій та ін., спостерігається зворотний їх вплив на розвиток ринку. Так, в умовах циклічності у фазах спадів, коли спостерігається погіршення вказаних показників, ринок ПФІ завдяки виконуваний ним функції хеджування ризиків набуває піднесення. Проте цю залежність не слід абсолютизувати у тих випадках, коли ринок ПФІ сам починає негативно впливати на стан економіки і фінансового сектора;

- з впливом об'єктивного механізму циклічності розвитку економічних систем можна пов'язати і періодичні виникнення спекулятивних “бульбашок” на ринку ПФІ та виникнення на ньому криз [146]. У фазах економічного росту учасники фінансового ринку з метою підтримання норми прибутку на попередньому рівні спрямовують свої капітали у більш ризиковані інноваційні інструменти – зокрема ПФІ. Внаслідок притягиву спекулятивних грошей виникає “бульбашка”, яка виступає передумовою виникнення кризи на ринку аж до відновлення його рівноважного стану на іншому рівні його розвитку.

Виходячи з того, що ринок ПФІ є динамічною системою, в умовах розвитку його стан можна охарактеризувати з допомогою розглянутих факторів, що конкретизуються в певній множині індикаторів, які є власне кількісною або якісною оцінкою механізму впливу цих факторів на ринок ПФІ. Систематизація таких показників наведена у табл. 2.5.

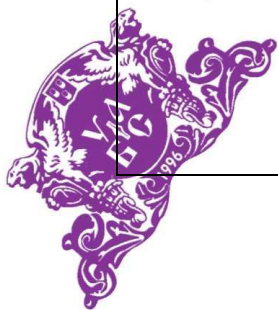
**Таблиця 2.5 – Механізм впливу ендогенних та екзогенних факторів на розвиток ринку ПФІ\***

Фактор	Механізм впливу	Тип	Показники
Інфраструктура ринку (1)	Широкомасштабне переважання позабіржового ринку, відсутність механізмів покриття кредитних ризиків	Кількісні	- співвідношення обсягів торгівлі біржового та позабіржового ринку; - рівень гарантійного забезпечення; - капіталізація біржі
		Якісні	- наявність централізованого контрагента; - рівень ризик-менеджменту бірж та

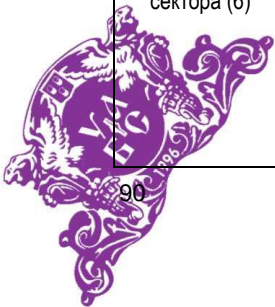




	контрагента, низький рівень ризик-менеджменту організаторів торгів є основою для виникнення криз на ринку ПФІ		клірингових установ; - рівень ІТ-технологій; - рівень прозорості ринку
Регулювання ринку ПФІ (2)	Відсутність чи недостатня розробленість необхідних нормативних вимог викликають дестабілізацію ринку ПФІ	Якісні	- ефективність державної політики у сфері фінансового ринку і ринку ПФІ; - дотримання норм оформлення, урегулювання, оподаткування ПФІ; - рівень розвитку системи саморегулювання на ринку
Методика обліку і оцінки ПФІ (3)	Неадекватна оцінка вартості ПФІ та некоректне відображення її в обліку призводять до неврахування ризиків інструментів, наростання системного ризику і виникнення криз	Якісні	- відповідність теоретичної концепції існування ринку ПФІ його реаліям; - рівень адекватності моделей оцінки та рейтингування ПФІ; - достовірність відображення в обліку операцій з ПФІ; - прозорість та доступність інформації щодо ПФІ
Ризики ПФІ (4)	Концентрація ринкових ризиків, іманентно притаманних ПФІ та ризиків неправомірного їх використання, мультипліковані з ефектом леввериджу призводять до реалізації системного ризику на ринку з огляду на ефект зараження, що є ознакою порушень його стійкого розвитку. Наявність	Кількісні	- відношення обсягу ринку ПФІ до ВВП (у розрізі біржового та позабіржового ринків); - відношення обсягів ринку ПФІ до відповідного ринку базових активів; - рівень леввериджу (відношення залучених коштів до власного капіталу учасників ринку); - частка проблемних фінансових активів у ПФІ у системі до їх загального обсягу; - частка відкритих позицій у ПФІ найбільших учасників ринку в обсягах торгівлі ПФІ; - кількість банкрутств учасників ринку, що мають позиції у ПФІ до загальної кількості учасників (коефіцієнт скорочення); - обсяг тіньових угод з ПФІ, направлених на маніпулювання та



	асиметрії інформації, морального ризику на ринку ПФІ негативно впливає на нього через зниження його інформаційної ефективності		шахрайство; - валова схильність учасників ринку до ризику, пов'язаного з використанням ПФІ
Учасники (банки і хедж-фонди) ринку ПФІ (5)	Переважання спекулятивних мотивів в обраних стратегіях учасників ринку, непрофесійна поведінка в умовах високої волатильності ринку ПФІ негативно впливають на його розвиток	Кількісні	- індекси ринків базових активів та показники його волатильності; - спред між цінами попиту і пропозиції, процентний спред на кредитному ринку; - активи, зобов'язання, власний капітал, фінансовий результат учасників ринку (у т. ч. хедж-фонди); - відношення власного капіталу до активів учасників ринку; - відношення обсягу відкритих позицій у ПФІ до власного капіталу учасника; - кількість створених та ліквідованих учасників ринку (хедж-фонди, фонди хедж-фондів, банки, дилери тощо); - валове створення капіталу учасниками ринку; - показник життєздатності банківської системи – частка непрацюючих (прострочених) кредитів до загального обсягу наданих кредитів
Стан економіки та фінансового сектора (6)	Макроекономічні показники стану економіки і фінансового сектора визначають загальну кон'юнктуру ринку ПФІ, цим самим впливаючи на його розвиток	Кількісні	- рівень процентних ставок; - обсяг та щорічний ріст ВВП; - індекс інфляції; - глибина фінансового сектора; - чистий потік прямих та портфельних іноземних інвестицій; - зміни валютного курсу; - обсяг грошової бази та грошової маси; - частка корпоративних позик у загальній кількості запозичень; - частка публічних позик у загальній кількості запозичень;



			<ul style="list-style-type: none"> <li>- капіталізація ринків базових активів;</li> <li>- рівень оподаткування господарських операцій;</li> <li>- загальна вартість акцій та коефіцієнт їх обороту;</li> <li>- фінансування економіки через ринок капіталу</li> </ul>
		Якісні	<ul style="list-style-type: none"> <li>- відкритість економіки;</li> <li>- рівень фінансiалiзацiї фiктивнoгo капiталу;</li> <li>- вплив глобалiзацiї;</li> <li>- рівень розвитку фінансового сектора;</li> <li>- циклічність розвитку економіки</li> </ul>

\*Складено авторами

Таким чином, можна зробити висновок про те, що стійкий розвиток ринку ПФІ є комплексним поняттям, заснованим на синергетичному впливі ендогенних і екзогенних факторів, згрупованих за ключовими джерелами впливу – учасники ринку, ризики ПФІ, інфраструктура ринку, регулювання, методологія та превалююча концепція функціонування ринку ПФІ, стан економіки та фінансового сектора.

Проведений аналіз дозволив визначити рівень впливу ендогенних і екзогенних факторів, оцінити його напрям стосовно стійкого розвитку ринку ПФІ та вказати основні напрямки посилення регулювання цього ринку.



## РОЗДІЛ 3

# Науково-методичні підходи до забезпечення стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України

### 3.1. Інструментарій оцінювання стану ринку похідних фінансових інструментів

Стійкий розвиток ринку ПФІ в умовах глобалізації виступає запорукою стійкого розвитку не тільки фінансового ринку, але і реального сектора економіки держави. Проте масштабність кризових явищ у 2007–2009 рр. вказала на кризовий стан ринку ПФІ, особливо позабіржового, розвинутих країн світу і показала необхідність розробки інструментарію оцінювання стану ринку ПФІ. Визначальною метою застосування такого інструментарію, в межах загального оцінювання стійкості фінансових систем та окремих сегментів фінансових ринків стало створення двох індикаторів моніторингу, аналізу і прогнозування їх стійкого розвитку для попередження криз і завчасного реагування на дисбаланси в їх функціонуванні. Особливого значення розробка таких індикаторів ринку ПФІ набуває для України, де ринок ПФІ перебуває на етапі свого становлення, і у випадку виникнення кризи на ньому може стати некерованим джерелом шоків для усього фінансового ринку, що формується.

Опрацювання ряду наукових джерел, присвячених оцінюванню стійкості фінансових систем та окремих ринків, засвідчило плюралізм методичних підходів їх авторів до моделювання індикаторів стійкості фінансової системи, обґрунтування їх порогових значень, сфер застосування та інтерпретації через нетривалий час розробки даної проблематики. Огляд зазначених джерел дозволив зробити важливий висновок щодо нерозробленості питань оцінювання стану ринку ПФІ. Відповідно, критичний аналіз існуючих методик і моделей оцінки стійкості фінансової системи є основою розробки подібних моделей щодо ринку ПФІ.

Проведена у підрозділі 2.3 формалізація впливу ендогенних та екзогенних факторів на стійкий розвиток ринку ПФІ дає можливість оцінити напрям та щільність впливу окремих факторів і може бути використана як інструмент попереднього аналізу, підготовчого етапу до оцінювання стану ринку ПФІ з використанням окремого індикатора. На додаток, з урахуванням ретроспективності отриманих



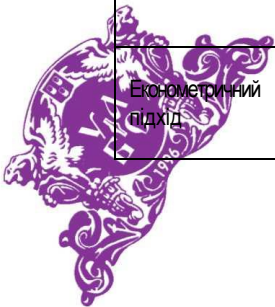
результатів формалізації вона самостійно не може бути застосована як методика оцінювання стану ринку ПФІ і потребує доповнення певним інтегральним індикатором.

Загальним методичним підходом до оцінювання фінансової стійкості за допомогою індикаторів, що застосовується у більшості країн, у т. ч. впроваджується й в Україні, є підхід Міжнародного валютного фонду (МВФ) та Світового банку, що передбачає здійснення такого оцінювання в межах поєднання макроекономічного аналізу (індикатори фінансової стійкості, стрес-тестування системи та її окремих складових) та системи раннього попередження (Early-Warning System) [90].

Економетрична реалізація такого підходу різниться залежно від виду ринку та модельованих явищ, набору попереджувальних індикаторів, проте спорідненою у такій реалізації залишається її цільова настанова – визначення можливостей втрати системою стійкого стану та виникнення криз. Окремо розглянемо приклади таких моделей залежно від виду ринку та з позиції доцільності їх застосування для оцінювання стану ринку ПФІ (табл. 3.1).

**Таблиця 3.1 – Підходи до оцінювання стійкості фінансових систем і ринків\***

Назва підходу/ моделі	Рік, автори	Види ринків та криз	Реалізація моделі
1	2	3	4
Індикаторний підхід	МВФ, національні банки країн світу [158, 90]	Банківські, фінансові	Розрахунок окремих показників, що характеризують певні сегменти ринків
Оцінка фінансової стійкості	П. Маназі, 2003; Н. Чолк, 2000; Д. Боярчук та ін., 2008 [10]	Боргові (фінансові)	Використання сигнального та економетричного підходу
Сигнальний підхід	Дж.Л. Камінські, Ц. М. Рейнхарт, 1999 [178]; С. М. Дробишевський, П. В.Трунін та ін. 2007 [130, 89]	Банківські, валютні	Непараметричний підхід, з застосуванням показника “noise-to-signal ratio” (відношення шуму до дійсних сигналів)
Економетричний підхід	А. Деміргуч-Кунт і Детрагіш, 1998, 2005 [160, 159]; Д. Харді, Ц. Пазарбасіоглу, 1998 [171]	Банківські, фінансові	Багатомірні логіт-пробіт моделі для випадку бінарного вибору



1	2	3	4
Індексна оцінка фінансового стану банківської системи	Д. Твердохлібова, 2008; О.І. Барановський та ін. 2010 [126]	Банківські	Бальна оцінка 12 показників стану банківської системи
Підхід порогових значень	В. К. Сенчагов, 2005 [145]; К. С. Чекармарьов, 2009 [136]; Д. А. Федосєєв, 2006 [55]; Д. Ю. Комісаров, 2004 [132]	Фінансовий ринок ринок ПФІ	Розробка показників із встановленими пороговими значеннями для формулювання висновків про стійкість ринку ПФІ

\*Складено авторами.

З огляду на обґрунтоване розуміння сутності ринку ПФІ як динамічної нелінійної системи вважаємо, що оцінювання та прогнозування її стану є прийнятним застосуванням індикаторів фінансової стійкості (ІФС) – Financial Soundness Indicators (FSI), запропонованих МВФ як окремий статистичний напрямок оцінки стійкості фінансового сектора.

Показники, що відображають ризики операцій з ПФІ – валова позиція за похідними фінансовими інструментами з боку активів/зобов'язань до капіталу (*gross asset and liability position in financial derivatives to capital*) – належать до переліку рекомендованих індикаторів фінансової стійкості для депозитних установ.

Показники фінансової стійкості визначаються в п. 4.56–4.58 Керівництва з укладання Показників фінансової стійкості (ІФС) [158]. Проте їх суттєвим недоліком є те, що вони не мають встановлених граничних значень і розраховуються відносно кожної з депозитних установ (банків) на мікрорівні, і лише потім агрегуються і поширюються на весь фінансовий сектор. В Україні НБУ, починаючи з 2005 р., здійснює розрахунок ІФС, проте індикатори, що стосуються ринку ПФІ – співвідношення валової позиції за фінансовими деривативами з боку активів/зобов'язань до капіталу – показники І 16 та І 17 – протягом звітних періодів 2005–2010 рр. розрахункових значень не мають, що пов'язано з законодавчими обмеженнями розвитку ринку ПФІ та його загальним станом в Україні.

Як свідчить практика, в межах оцінки фіскальної стійкості можуть застосовуватись окремі елементи систем раннього попередження з реалізацією за допомогою пробіт-логіт-моделей, за допомогою сигнальних індикаторів, визначення вартості за врахування ризиків, умовних зобов'язань, розробки циклічно скоригованого балансу, оцінки фіскальної політики на дизагрегованій основі, оцінки здатності фіскальної системи протистояти шокам, розрахунку показників міжгенераційної справедливості [10].

Системи раннього попередження, реалізовані за допомогою сигнального та економетричного підходів, використовуються для прогнозування криз на валютних ринках, у банківській та фіскальній системах. У їх основі лежить розрахунок так званих випереджаючих індикаторів виникнення кризи. Відмінність між цими підходами полягає в методи тестування і у встановленні порогових значень. Економетричний підхід застосовує пробіт-логіт-модель для тестування і встановлює загальне порогове значення для змінних моделі, а сигнальний передбачає розрахунок індикаторів, що подають сигнали виникнення криз із встановленням індивідуальних порогових значень для кожного з них. Перевагами економетричного підходу є врахування в межах розробленої моделі впливу на розвиток криз взаємодії між усіма факторами. Недоліками цього підходу і відповідно перевагами сигнального є складність у визначенні ролі кожного фактора у провокуванні нестійкого стану та впливу граничних значень факторів на згенеровану ймовірність виникнення кризи. Водночас, навіть при побудові складних сигнальних індикаторів вони піддаються критиці через нездатність до цілісного охоплення факторів, що призводять до виникнення кризи.

Стосовно ринку ПФІ зазначені моделі самостійно не використовувались – панельні дані, на яких проводилися розрахунки в межах сигнального та економетричного підходу, відособлено не містили дані про ринки ПФІ. Слід зазначити, що проблематика моделювання криз на ринку ПФІ в глобальному масштабі у наукових колах значно загострилась у контексті кризи 2007–2009 рр., хоча обговорення їх безпечності для фінансової системи та співвідношення переваг/недоліків тривало і раніше. До того ж, недоліком можливого застосування сигнального та економетричного підходу до оцінювання стану ринку ПФІ нами вбачається складність у розрахунку порогових значень окремих індикаторів, що описують ринок ПФІ, виходячи із значного різноманіття самих інструментів, різного рівня розвитку їх



ринку в окремих країнах, відсутності достовірної і співставної інформації на макроекономічному рівні.

Щодо розробок українських вчених, зокрема індексу фінансового стану банківської системи України, варто зазначити, що він розраховується як агрегована бальна оцінка 12 показників, що характеризують банківську систему України, передусім її ліквідність. На основі нормативних значень показників, обґрунтованих авторами, їм присвоюються бали, які потім агрегуються у зведений індекс, максимальне значення якого у 12 балів говорить про виникнення банківської кризи в країні [126].

Варто зазначити, що як і сигнальний та економетричний підходи, застосування індексного підходу до оцінювання стану ринку ПФІ не виявляється можливим через фіксацію певного переліку показників – складових індексу. Це є недоцільним в умовах мінливості станів ринку ПФІ та неможливості чітко визначити особливості його розвитку: появу нових інструментів, розвиток нових технологій фінансового інжинірингу тощо.

Крім названих загальних підходів до оцінки стійкості фінансової системи, можна виділити такий методологічний підхід, як розрахунок і оцінка в динаміці порогових значень показників, що характеризують рівень безпеки на фінансовому ринку, пов'язаний з застосуванням на ньому ПФІ. На думку В. К. Сенчагова, порогові значення індикаторів економічної безпеки виступають як межі між безпечною і небезпечною зонами на фінансовому ринку [145].

Д. Ю. Комісаров, спираючись на дослідження В. К. Сенчагова, також наголошує на необхідності створення системи порогових значень економічної безпеки на фондовому ринку з урахуванням операцій з деривативами з метою підвищення його стійкості [55].

Узагальнення методичних підходів до встановлення граничних значень порогових значень індикаторів ринку ПФІ наведено в таблиці 3.2.

**Таблиця 3.2 – Підходи до встановлення граничних значень індикаторів ринку ПФІ\***

Автор	Індикатор	Граничне значення
1	2	3
В. К. Сенчагов [145, с. 370–371]	Ємність ринку похідних цінних паперів стосовно обсягу ринку первинних фінансових інструментів (базових активів)	Не повинно перевищувати 80-90 %
	Частка вкладень нерезидентів в похідні інструменти, базовим активом яких є цінні папери	Не повинно перевищувати 30 % від ємності ринку ПФІ



1	2	3
	Сумарна коротка позиція учасників ринку	Не повинно перевищувати 70 % від суми власних коштів учасника ринку
Д. Ю. Комісаров [55, с. 141]	Частка вкладень нерезидентів у цінні папери	Не повинно перевищувати 25–30 % від ємності ринку
	Обсяг вкладень нерезидентів у цінні папери залежно від обсягу ВВП	Не повинно перевищувати 2–2,5 %
К.С. Чекмарьов [136]	Комплексна система показників, що дозволяє робити висновки про стійкість ринку ПФІ і відповідно ступеня впливу цього ринку на безпеку фінансової системи: показники відношення перевищення вимог за строковими операціями над зобов'язаннями до власного капіталу, частка хеджерів на ринку ПФІ, стійкий стан хедж-фондів на ринку та ін.	Не встановлене
Д. О. Федосєєв [132]	Комплексна система показників, що відображає ризики і вплив на національну економіку ринку ПФІ. Частка відкритих позицій за угодами “резидент-нерезидент” у відкритих позиціях, співвідношення хеджінгових і спекулятивних позицій резидентів в угодах “резидент-нерезидент”, коефіцієнт хеджування зовнішній, темпи росту ринку ПФІ за ВВП та ін.	Не встановлене
Підхід МВФ	Відношення валової позиції за ПФІ з боку активів до капіталу	Не встановлене
	Відношення валової позиції за ПФІ з боку зобов'язань до капіталу	

\*Складено авторами.

Слід сказати, що встановлені порогові значення індикаторів (показників), що тією чи іншою мірою характеризують розвиток ринку ПФІ, можуть розглядатися тільки у контексті показників, на основі яких вони визначаються, і у визначений момент часу, тобто їх значення завжди дискретні. Проте в умовах волатильності та нестійкості розвитку фінансових систем і ринків вони потребують постійного перегляду для збереження актуальності здійснених на їх основі оцінок.



З урахуванням розуміння стійкого розвитку ринку ПФІ як сукупності його стійких станів у певному часовому континуумі, індикатор стану ринку повинен мати встановлені порогові значення, безвідносні до окремих ринкових індикаторів і носити інтервальний характер. Незважаючи на те, що деякі автори вказують на встановлення порогових значень індикаторів на основі одного, двох чи трьох середніх квадратичних відхилень, на нашу думку, для ринку ПФІ індикатор виникнення кризи повинен мати інтервальні значення, що співвідносяться зі стійким (нестійким) станом ринку.

У підходах деяких авторів, зокрема К. С. Чекмарьова та Д. О. Федосєєва, запропоновані системи показників, призначені для оцінювання стійкості ринку ПФІ, взагалі не містять специфікації порогових значень, конкретизації відносно інститутів, до яких вона має застосовуватись, часових орієнтирів, що унеможливило їх використання з метою прогнозування розвитку ринку ПФІ.

Проведений аналіз методів і підходів до оцінювання стійкості ринків і систем засвідчив, що комплексної методики оцінювання стану ринку ПФІ, як і окремого індикатора, поки що не розроблено, оскільки існуючі методи і підходи присвячені, передусім, ідентифікації валютних, банківських, фіскальних криз. А запропоновані окремі показники та системи показників відносно ринку ПФІ мають не досить обґрунтовані порогові значення. Слід також відзначити, що крім численних відносних економічних прогнозів щодо виникнення кризи на ринку ПФІ у 2007–2009 рр. детального математичного обґрунтування цього явища не було здійснено.

Відповідно, при спробі побудови індикатора стану ринку ПФІ особливу увагу варто звернути на певні об'єктивні обмеження, які впливають на цей процес, а саме:

- обмеженість достовірної і повної інформації для ідентифікації ризиків, показників, в яких конкретизуються ендогенні і екзогенні фактори впливу на розвиток ринку ПФІ;
- запобігання регулятивними органами розповсюдженню інформації стосовно розрахованих показників, що прогнозують виникнення криз, з метою недопущення панічних дій та нерациональних очікувань економічних агентів;
- інтерпретація індикаторів стану ринку може здійснюватися лише в певному контексті, тобто з позицій основних регулятивних та керованих його суб'єктів;



• унікальність покладених в основу методик оцінювання стійкості та виникнення криз історичних даних і ризик їх неадекватності для прогнозування майбутніх;

• унікальність та висока складність підходів до оцінювання окремих інструментів ринку ПФІ, що значно ускладнюють можливість їх достовірного та співставного оцінювання регуляторами та визначення масштабу ринку ПФІ;

• ефект “чорного лебедя” Н. Талеба, який проявляється в тому, що деякі фактори, ризики, можливі шоки, що можуть вплинути на стійкий розвиток ринку ПФІ, просто не можуть бути передбачені, оскільки не спостерігались раніше, що особливо характерно для продуктів фінансового інжинірингу на ньому.

З огляду на існуючі обмеження при побудові індикатора стану ринку ПФІ слід враховувати вимоги, що ставляться перед ним, зокрема індикатор повинен:

• базуватись на доступній інформації, яка повною мірою відображає стан досліджуваного ринку ПФІ, що особливо актуально для України через відсутність цілісної, достовірної і співставної статистичної інформації стосовно ринку;

• мати прогнозний характер і дозволяти ідентифікувати в межах прийнятого горизонту прогнозування виникнення кризи на ринку ПФІ;

• носити інтегральний характер – комплексно враховувати особливості функціонування біржового та позабіржового сегментів ринку ПФІ та розвиток видовой їх різноманітності;

• враховувати обмеженість існуючих концепцій та моделей, покладених в основу функціонування ринку ПФІ, як таких, що відображають його сутність і напрямки розвитку обмеженим чином та не порушують питання його системного стійкого розвитку.

З метою подолання вищенаведених обмежень та відповідності вимогам, що ставляться до інтегрального індикатора стану ринку ПФІ, його побудова повинна здійснюватись за принципово іншою методикою. На недоцільність застосування усталеної методики аналізу ринку ПФІ, що починаючи з 70-х рр. базувалась на розглянутій у пункті 1.2 гіпотезі ефективності ринку, вказують численні докази її неправомірності. Серед них варто назвати:

• масштабні кризові явища на ринку ПФІ у 2007–2009 рр.;

• неадекватність оцінки ступеня ризиків, притаманних ПФІ, та їх впливу на формування системного ризику, незбалансованість ризиків, що виникають при спекулятивному використанні ПФІ та з метою хеджування;



• формалізований вплив множини факторів, що зумовлюють виникнення кризи на ринку ПФІ;

• деякі з ринкових аномалій, що працюють не тільки на фондових ринках, але і спостерігаються на ринках ПФІ, а саме: парадокс надлишкової волатильності, часові ефекти, парадокс безризиковості активів, протитрендові стратегії, стратегії “слідування за трендом”, додатна автокореляція приросту цін у періоди до шести місяців і від’ємна – у періоди від трьох до восьми років для ринкових індексів тощо.

Крім того, в ході фінансової кризи 2007–2009 рр. найбільших втрат зазнали учасники тих ринків, які традиційно вважаються ефективними та з екстраординарною можливістю виникнення криз з позиції гіпотези ефективності ринку, зокрема ринки розвинутих країн. Кризовий стан цих ринків ПФІ, особливо тих, на яких здійснювалися операції з кредитними та іпотечними ПФІ, стали джерелом поширення шоків на фінансові ринки інших країн і призвели до загальної дестабілізації фінансових та економічних систем країн світу.

На додаток, побудовані на основі припущень того, що гіпотеза ефективності ринку є достовірною, моделі для оцінки вартості ПФІ та управління портфелями фінансових активів (формула Блека-Шоулза для визначення вартості опціонів, портфельна теорія Г. Марковіца, модель САВМ В. Шарпа та ін.) дають неадекватну оцінку фінансовим інструментам і, як уже підкреслювалось, можуть бути одним з факторів, що негативно вплинули на стійкий розвиток ринку ПФІ. Відповідно, чим більше ринок відрізнявся від ефективного, тим більшим було значення інструментів, що знаходяться в обігу на ньому, і тим масштабнішим були наслідки втрати ним динамічної рівноваги [68].

Вважаємо, що для оцінювання стану ринку ПФІ варто застосувати підходи, визначені альтернативною гіпотезою функціонування ринку – гіпотези фрактального ринку, зокрема підхід, що передбачає розрахунок показника Херста як індикатор стану ринку ПФІ.

Підтвердження фрактальної природи фінансових ринків було здійснено у працях багатьох науковців – Б. Мандельброта, Е. Петерса, В. Ларіна та багатьох інших. Зокрема, Б. Мандельброт довів, що поведінка фінансових інструментів може бути описана за допомогою фрактальних моделей, що свідчить про, те що в основі існування ринку лежать фрактальні випадкові процеси, повноцінне застосування яких на практиці потребує суттєвих напрацювань у математичному

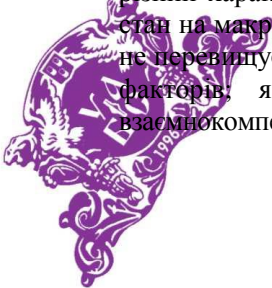


апараті [180]. Е. Петерсом були досліджені основні фрактальні властивості фінансового ринку [185]. На основі гіпотези фрактальності В. Г. Ларін проводить дослідження волатильності російського та зарубіжного фондових ринків та їх порівняння [64].

Подібне дослідження щодо ступеня розвинутості світових та національних фондових ринків на основі обчислення експоненти Херста було проведено і К. Г. Гриценко [32]. О. М. Сохацька доводить обґрунтованість застосування синергетичного підходу із застосуванням фрактальної геометрії та теорії детермінованого хаосу до аналізу ф'ючерсних ринків і визначає його фрактальну природу [123]. У нашому дослідженні ми підтримуємо думку названих вчених, проте, розвиваючи її, пропонуємо застосовувати гіпотезу фрактальності ринку ПФІ до оцінювання його стану та прогнозування його розвитку.

При цьому дана гіпотеза актуалізується відносно ринку ПФІ через розуміння його як сукупності значної кількості диверсифікованих інвестиційних горизонтів учасників ринку (самоподібної фрактальної структури ринку): спекулянтів – з більш короткими інвестиційними горизонтами та хеджерів – з довгими. Збалансованість цих горизонтів є визначальним для стійкого розвитку ринку ПФІ, оскільки під впливом фундаментальної та технічної інформації формуються інвестиційні горизонти з різними інформаційними очікуваннями, що і забезпечують ліквідність торгів ПФІ на ринку. Звуження фрактальної структури ринку до короткострокового горизонту спекулянтів через непрогнозованість, непередбачуваність ринку ПФІ, призводить до виникнення криз. І в межах нашого дослідження в підрозділі 1.2 свідчить про нарощування обсягів фіктивного капіталу, основною формою якого є ПФІ, а також – про диспропорції у розвитку ринку ПФІ та реального сектора економіки.

Показником, що характеризує міру непередбачуваності ринку, є його фрактальна розмірність, що означає ступінь заповнення площі або простору об'єктом дослідження [122]. Фрактальну розмірність, запропоновану Хаусдорфом у 1919 р., можна використати як аналітичний інструмент дослідження часових рядів ринку ПФІ. Належним чином обґрунтовані значення цієї розмірності свідчать про різний характер впливу факторів на систему ринку, що визначають стан на макrorівні. Так, якщо значення фрактальної розмірності ряду не перевищує 1,4, система знаходиться під впливом однонаправлених факторів; якщо розмірність дорівнює 1,5, то спостерігається взаємнокомпенсуючий вплив різнонаправлених факторів, перевищення



значення в 1,6 свідчить про можливість переходу системи у новий стан [135]. Це підтверджує доцільність застосування гіпотези фрактальності та окремих її напрямків і показників для оцінювання стану ринку ПФІ.

На практиці визначення фрактальної розмірності часових рядів ( $D$ ), що мають мільйони значень (у випадку аналізу фінансових ринків) досить ускладнене. Більш простим показником, що її характеризує, є показник, запропонований Х. Е. Херстом, і носить назву показника (експоненти) Херста ( $H$ ). [173] Між фрактальної розмірністю та показником Херста існує наступна залежність.

$$D = 2 - H. \quad (3.1)$$

Відповідно, базуючись на гіпотезі фрактальності ринку, ми пропонуємо використовувати показник фрактальності Херста для розрахунку інтегрального індикатора стану ринку ПФІ з урахуванням здатності цього показника нівелювати вказані вище обмеження існуючих індикаторів фінансової стійкості та відповідати поставленим вимогам до розробки індикатора.

Суттєвими аспектами при розрахунку інтегрального індикатора стану ринку є наступні:

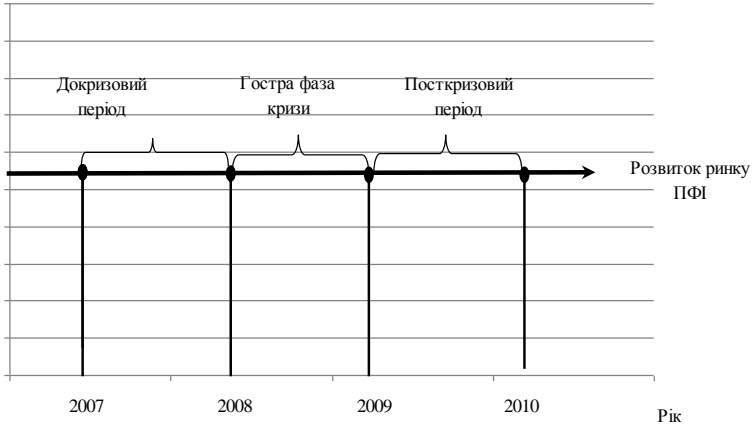
- вибір ринкових індикаторів – часових рядів для аналізу;
- вибір періоду дослідження та інтервалу графіка обраного індикатора;
- вибір методу розрахунку індикатора.

Вибір ринкових індикаторів у вигляді рядів часових коливань індексів особливо актуальний для світових позабіржових та біржових ринків ПФІ, до яких зокрема увійшли 9 найбільших торговельних майданчиків, що зайняті торгівлею ПФІ. Варто відзначити, що до цих майданчиків входять найбільші з-поміж біржових та позабіржових систем розвинутих країн та країн, що розвиваються, а саме: CME Group, Eurex, Korea Futures Exchange, CBOE Holdings, BM & F Vovespa, Nasdaq OMX Group, National Stock Exchange of India Limited, SAFEX Securities Exchange South Africa, Russian Trading Systems Stock Exchange.

Як показник для аналізу (часовий ряд) було обрано індекс кожного із майданчиків, що базується, або є основою для ПФІ, та інтегрально відображає стан ринку, вказує на тенденції його розвитку і дає можливості для їх прогнозування. Досить важливим є вибір не тільки інтервалу курсових коливань, але і періоду дослідження. Він повинен охоплювати як період надування “бульбашки” та відносного



перегріву ринку, що створили передумови до виникнення кризи 2007 р., так і період настання піку кризових явищ та кінець у 2008–2009 рр., період затухання кризових явищ, відновлення стійкого стану ринку та подальшого його розвитку – 2009–2010 р. (рис. 3.1).



**Рисунок 3.1 – Визначення періоду для розрахунку індикатора стану ринку ПФІ**

Щодо вибору інтервалу графіків курсових коливань (5, 30, 60 хв., 1 день, тиждень, місяць) – в межах обраного періоду дослідження зупинимось на інтервалі в 1 день, оскільки, на нашу думку, цінові коливання такої розмірності найкраще відповідають цілям аналізу: більша частота породжує значні флуктуації фракталів, менша частота дає досить виражену тенденцію, проте втрачається аналітичність даних. Стосовно України аналізовані дані охоплюють період 2009–2010 рр. за ф'ючерсними контрактами на індекс українських акцій Української біржі.

Як метод розрахунку інтегрального індикатора стану ринку ПФІ було обрано метод R/S аналізу (*rescaled range analysis*), вперше застосованого Херстом у гідрологічних дослідженнях і удосконаленого Б. Мандельбротом та іншими дослідниками фрактальної природи явищ та фінансових ринків.

Сам алгоритм R/S-аналізу як методу нормованого накопиченого розмаху часових рядів досить детально описаний в теорії стохастичної математики. В узагальненому вигляді він складається з восьми кроків

[23]. Метод нормованого накопиченого розмаху рядів динаміки, за яким вихідний ряд поділяється на підперіоди однакової довжини, для кожного з яких обчислюється розмах  $R$  та середнє квадратичне відхилення  $S$ . Для кожного підперіоду обчислюється середнє відношення  $R/S$ , розмір підперіоду збільшується й розрахунок повторюється знову, до того кроку, поки розмір підперіоду не зрівняється з розміром початкового ряду. У результаті для кожного підперіоду визначається середнє значення  $R/S$  й будується регресія методом найменших квадратів. Кут нахилу прямої, побудованої за рівнянням регресії, є оцінкою показника  $H$  – інтегрального індикатора стану ринку ПФІ.

Зокрема, інтегральний індикатор стану ринку ПФІ може набувати значень в інтервалі  $[0;1]$ , а його розраховані значення знаходяться в наступних межах:

- $0 \leq H < 0,5$  – ряд є фрактальним, для нього характерна від’ємна кореляція зміни вартості ПФІ, антиперсистентність ряду, рожевий шум з частою зміною напрямку руху цін, торгівля на ринку ПФІ є більш ризиковою для індивідуального учасника;

- $H = 0,5$  – справджується гіпотеза ефективності ринку, рух цін на ПФІ є прикладом випадкового броунівського руху, часовий ряд розподілений за нормальним законом, відсутність кореляції зміни вартості ПФІ, білий шум незалежного випадкового процесу;

- $0,5 < H \leq 1$  – ряд є фрактальним, з додатною кореляцією зміни вартості ПФІ, персистентність ряду, схильність до виникнення трендів і криз, чорний шум з довготривалою пам’яттю ряду, котирування ПФІ підпорядковані тренду.

Стосовно ринку ПФІ з метою оцінювання та прогнозування його стану і розвитку ці інтервальні значення можна інтерпретувати наступним чином:

- якщо  $H = 0,5$ , то ринок ПФІ перебуває у стані динамічної рівноваги;

- якщо  $H < 0,5$ , то ринок нестійкий, але чинить опір виникненню криз;

- якщо  $H > 0,5$ , то ринок нестійкий, проте схильний до виникнення криз;

- чим більше відхилення  $H$  від  $0,5$  (чим ближче  $H$  до  $1$ , тим вище коефіцієнт кореляції кривої  $R = 1$ ), тим про більший рівень ймовірності виникнення кризи можна говорити. Таким чином, результати розрахунку показника Херста як індикатора стану ринку ПФІ станом на





01.01 кожного з періодів дослідження (докризового, гострої фази кризи та посткризового) наведені в таблиці 3.3.

Згідно з розрахунками за описаним алгоритмом, за допомогою програми “Fractan”, про високу ймовірність виникнення кризових явищ у 2008 р. свідчили значення індикатора стану ринку ПФІ, близькі до 1, а на деяких ринках (CME Group, National Stock Exchange of India Limited, SAFEX Securities Exchange South Africa) дорівнювали 1. У 2009 р. значення індикатора залишалися також високими, що цілком узгоджується з реаліями розгортання кризових явищ на цих ринках.

**Таблиця 3.3 – Значення інтегрального індикатора стану ринку ПФІ за 2008–2010 рр., на початок року (складено авторами)**

№ пор.	Назва торгової системи <sup>1</sup>	Рівень розвитку ринку	Значення індикатора			Прогноз розвитку ринку
			2008 р	2009 р	2010 р	
1	CME Group	D <sup>2</sup>	1,0000	0,8564	0,5138	C <sup>3</sup>
2	Eurex	D	0,9913	0,9869	0,5214	C
3	Korea Futures Exchange	E	0,9166	0,8679	0,6820	K
4	CBOE Holdings	D	0,9562	0,9283	0,4272	C
5	BM&F Bovespa	E	0,9610	0,9000	0,5865	K
6	Nasdaq OMX Group	D	0,9790	0,9545	0,5361	C
7	National Stock Exchange of India Limited	E	1,0000	0,9448	0,6083	K
8	SAFEX Securities Exchange South Africa	E	1,0000	0,9494	0,6119	K
9	Russian Trading Systems Stock Exchange	E	0,8440	0,8452	0,5682	K
10	Ukrainian exchange	E	–	–	0,7677	K

**Примітки:**

<sup>1</sup> Офіційні назви найбільших світових торгових систем, на яких знаходяться в обігу ПФІ.

<sup>2</sup> D – розвинуті ринки, E – ринки, що розвиваються;

<sup>3</sup> C – ринки, що чинять опір виникненню криз, характер розвитку стійкий; K – ринки, схильні до виникнення криз у короткостроковій перспективі.

Станом на 01.01.2010, тобто по завершенні кризи на ринках ПФІ з огляду на динаміку індикатора у попередні періоди можна навести певні прогнози щодо розвитку ринку ПФІ у подальшому. Відповідно, прослідковується така закономірність: розвинуті ринки CME Group, Eurex, Nasdaq OMX Group, мають значення H, близькі до 0,5, що свідчить про відносну ефективність (ефективність у слабкій формі), проте не відкидає можливості виникнення трендів на цих



ринках і можливих короточасних локальних криз, що свідчить про віддуння фінансової кризи 2007–2009 рр.

Ринок ПФІ СВОЕ Holdings для якого у посткризовий період  $H=0,4272$  (станом на 01.01.2010) свідчить про порушення у стійкому розвитку ринку, що пояснюється значною часткою позабіржових торгів на цьому майданчику. Водночас на ринках країн, що розвиваються, зокрема, Korea Futures Exchange, BM & F Bovespa, Russian Trading Systems Stock Exch., можна очікувати глибокі фінансові потрясіння – у таблиці значення їх інтегральних індикаторів виникнення кризи знаходяться вище від значення 0.5 навіть у посткризовий період. Так, зокрема, обсяг торгів ПФІ на Korea Futures Exchange є досить високим, проте цей ринок функціонує в трансформаційних умовах становлення ринкової інфраструктури і всього фінансового сектора країни, що підтверджує високу ймовірність виникнення кризи на ньому. Подібні висновки про високу ймовірність виникнення кризових явищ на ринку ПФІ України можна зробити з урахуванням високих темпів його розвитку – значення індикатора  $H=0,7677$  (станом на 01.01.2010) свідчить про ризиковість та спекулятивний характер здійснення операцій на ньому, зумовлений відсутністю основних умов для його становлення і вказує на необхідність його регулювання.

Таким чином, можна зробити висновок, що існуючі підходи та інструменти оцінювання стійкості фінансових ринків і систем повною мірою не можуть бути застосовані для оцінювання стану ринку ПФІ. На додаток, гіпотеза ефективності ринку (зокрема і ринку ПФІ), покладена в основу його існування, не виправдала себе в умовах кризових явищ на ринку. Для побудови інтегрального індикатора стану ринку ПФІ, що враховує недоліки існуючих підходів, запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання стану і перспектив розвитку ринку ПФІ, що передбачає побудову інтегрального індикатора стану ринку ПФІ, який базується на гіпотезі фрактальності ринку та обчислюється методом R/S аналізу. Інтегральний індикатор засновано на використанні показника Херста. Його розрахункові значення, що характеризують найбільші світові ринки ПФІ та національний ринок ПФІ за 2007–2010 рр., свідчать про високу ймовірність виникнення кризових явищ на ринках країн, що розвиваються, та відносно незначну ймовірність на ринках розвинутих країн, що цілком узгоджується і з результатами їх графічного аналізу. Загалом запропонований науково-методичний підхід дає змогу спрогнозувати виникнення криз на ринку ПФІ з метою своєчасного реагування регуляторами ринку та прийняття рішень щодо їх попередження.



Український інститут фінансових та економічних досліджень  
National Institute for Financial and Economic Research of Ukraine  
ІНСТИТУТ ФІНАНСОВИХ ТА ЕКОНОМІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ УКРАЇНИ

### 3.2. Реформування регулювання ринку похідних фінансових інструментів України

Необхідність регулювання ринку ПФІ зумовлена передусім самим механізмом його функціонування – кризові явища на цьому ринку у 2007–2009 рр. у світі стали відправною фазою нового витка розвитку ринку і фінансової системи у межах класичної теорії циклічності, де пікові значення обсягів ринку у фазу пожвавлення та росту значно перевищуватимуть аналогічні показники фаз попереднього циклу. Це засвідчує можливість повторення кризових явищ на ринку ПФІ в майбутньому, проте у більших масштабах.

Напрями посилення регулювання ринків ПФІ світу і України у цьому контексті є односпрямованими. Проте щодо України така необхідність визначається потребами у формуванні єдиного концептуального підґрунтя до розбудови ефективного і безпечного ринку ПФІ та недопущення виникнення криз на цьому сегменті фінансового ринку, який знаходиться на стадії свого становлення і потребує визначення рамкових меж його розвитку. Період корекції після різкого падіння цього ринку України, за наслідками світової фінансової кризи, є найбільш сприятливим для внесення змін у його інфраструктуру та удосконалення механізму функціонування загалом. Це зумовлено необхідністю вирішення накопичених і непомітних протягом піднесення ринку проблем. У контексті нашого дослідження ці зміни стосуються передусім формування виваженого підходу до розбудови його строкового сегмента, зокрема ринку ПФІ.

У випадку консервації ринку ПФІ у тому стані, у якому він перебуває зараз, після невдалих спроб впровадження ринку в середині 90-х рр. XX ст., з огляду на досвід ринків, що розвиваються, можна очікувати ряд негативних наслідків для усього фінансового ринку та економіки України, а саме:

- набуття ринком ПФІ яскраво вираженого спекулятивного характеру, що може призвести до надування фінансових “бульбашок” та поширення кризових явищ і на ринки базових активів;
- погіршення конкурентоспроможності та фінансової стійкості суб’єктів господарювання реального і фінансового секторів економіки через відсутність дієвих інструментів хеджування (управління) ризиком;
- зростання волатильності валютного, фондового, кредитного ринку та їх основних індикаторів, що загрожує ефективному функціонуванню цих ринків і стійкості фінансової системи загалом;



• посилення впливу факторів системного ризику, наростання морального ризику та можливості виникнення криз на ринку ПФІ внаслідок відсутності необхідних регулятивних механізмів;

• розвиток ринку ПФІ може відбуватися осторонь від легального нагляду і контролю призначених для цих функцій органів, в обхід розрізнених і незрозумілих для учасників ринку законодавчих норм, і в цьому контексті – розвиток тіньового фінансового сектора;

• поглиблення неузгодженості між вітчизняним і зарубіжним законодавством у сфері ринків ПФІ, що особливо актуально в контексті інтеграційних намірів України;

• зростання сфери впливу зарубіжних ринків ПФІ, зокрема російського, через механізми участі у капіталі, пов'язане з нерозвинутістю власного ринку та прогалинами в корпоративному управлінні, вибір на користь зарубіжних ринків національних інвесторів та хеджерів.

Основні регулятивні проблеми, що постають при аналізі такого стану ринку, детально розглянуті в підрозділі 2.1, зокрема нормативного, методологічного та інфраструктурного характеру. Відповідно, у такому ж розрізі пропонуватимуться шляхи їх вирішення, які конкретизуватимуться у:

• питаннях дієвої та ефективної взаємодії органів нагляду та регулювання з учасниками ринку, у т.ч. й саморегульвних та професійних організацій, як ознаки його цивілізованого розвитку (керуючої підсистеми ринку ПФІ);

• створенні відповідного нормативного, методологічного та інфраструктурного забезпечення функціонування ринку: оподаткування, ліцензування, документальне оформлення та врегулювання угод з ПФІ та узгодження з міжнародними нормами, методологія обліку і оцінки, депозитарій та кліринг (центральний контрагент), гарантійні вимоги, вимоги до капіталу учасників ринку, їх професіоналізму (підсистема забезпечення);

• інформаційно-аналітичному середовищі оцінювання і регулювання ринку ПФІ, що втілене у системі оцінювання його стану, сприяє прозорості та розкриттю інформації на ринку, що у сукупності з підсистемою забезпечення складають основу впливу на учасників ринку (керована підсистема ринку ПФІ).

У своїй цілісності та взаємодії керуючої та керованої підсистем ринку ПФІ через підсистему забезпечення та в межах інформаційно-аналітичного середовища здійснюється регулятивний вплив на учасників ринку ПФІ, механізм якого наданий нами в концептуальних



засадах стійкого розвитку ринку ПФІ в Україні (рис. Б.1 додатка Б). Детально розглянемо кожну з підсистем.

Розгляд питання взаємодії регулятивних органів є ключовим для розбудови ринку ПФІ, тому що створення концептуальних засад для цього має бути здійснено певною керуючою підсистемою. У цьому контексті, з урахуванням посткризових тенденцій у регулюванні ринків ПФІ у провідних державах світу дане питання перетинається з питанням щодо доцільності перегляду моделі регулювання фінансового ринку України загалом і визначення повноважень регулятивних органів стосовно ринку ПФІ зокрема.

У ході підготовки проекту рекомендацій з підвищення регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні визначено чотири напрями таких рекомендацій, а саме:

- а) подальша розбудова існуючих регуляторів (НБУ, НКЦПФР, ДКРРФП) шляхом посилення їх незалежності;
- б) створення окремого мегарегулятора;
- в) створення мегарегулятора при НБУ;
- г) запровадження діяльності двох окремих органів регулювання та нагляду (Служби фінансового нагляду при Національному банку України, Регулятора фінансового ринку) [56].

Очевидно, що питання запровадження мегарегулятора фінансового ринку України, яке тривалий час обговорювалося у наукових і політичних колах, не є об'єктом нашого дослідження, проте важливість його вирішення є визначальною для вітчизняного ринку ПФІ як сегмента фінансового ринку. Власне саме цей варіант розвитку нагляду та регулювання фінансового сектора України ми вважаємо найбільш доцільним у середньостроковій перспективі.

У цілому ж дискусія щодо доцільності зміни моделі регулювання фінансового ринку України має двояку природу. По-перше, світова фінансова криза поставила перед регуляторами складне завдання – забезпечення стійкості та прозорості фінансових ринків і систем за допомогою консолідованого нагляду і регулювання, що загалом також заохочується в нормах Базеля II і актуалізується при обговоренні Базеля III, з урахуванням інтеграційних намірів України. По-друге, передчасна консолідація регуляторів на несформованому ринку може викликати його ще більшу дестабілізацію і втрату існуючих нормотворчих здобутків.

Варто відзначити, що у світовій практиці регулювання така дискусія також має місце. Так, восени 2010 р. за поданням Ради міністрів фінансів ЄС після тривалих перемовин зі Службою



фінансових послуг Об'єднаного королівства (FSA) відбулося створення нових наднаціональних регулятивних органів, зокрема, Європейської банківської організації (European Banking Authority, EBA), Європейської організації страхування і пенсійного забезпечення (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA), Європейської організації з цінних паперів і ринків (European Securities and Markets Authority, ESMA) – об'єднані Європейською системою фінансового спостереження (European System of Financial Supervisors, ESFS) а також Європейської ради з системних ризиків (European Systemic Risk Council, ESRC) під егідою Європейського центрального банку (ECB), які розпочали свою роботу з січня 2011 р. Метою новостворених органів є посилення контролю за підзвітними їм секторами фінансового ринку ЄС, особливо ринку ПФІ, для вчасного реагування на загрози фінансової стійкості.

У США 22 липня 2010 р. був підписаний один з найбільш визначних фінансових законів з часів Великої депресії та прийняття закону Гласа-Стігала – закон Дода-Френка (Dodd-Frank financial bill). Про його масштабність свідчать наступні факти: законодавчі норми цього закону викладені на 2 315 сторінках, для його впровадження необхідне прийняття 240 додаткових нормативних актів. Крім формального підходу, в межах його сутнісного аспекта визначено створення мегарегулятора фінансового ринку США на базі Інвестиційного консультативного комітету Комісії з цінних паперів, до відома якої додано нагляд за хедж-фондами, активи яких перевищують 100 млрд дол., Ради з контролю фінансової стабільності (міжвідомчий орган), Агентства із захисту споживачів фінансових послуг (незалежний орган при Федеральній резервній системі) [129].

Загалом на світових фінансових ринках існує понад 50 мегарегуляторів, у ЄС – 15. Проте досвід регулювання фінансових ринків мегарегулятором не завжди є позитивним, про що свідчать противники консолідованих систем фінансового регулювання. Так, відзначається, що найбільші втрати мали консолідовані регулятори, які паралельно працювали з секторними регулятивними органами. До таких, зокрема, відносять Великобританію та Казахстан, побудова мегарегулятора якого здійснена за зразком Великобританії.

В Україні неодноразово обговорювалися питання введення мегарегулятора на фінансовому ринку. Загалом ми підтримуємо ідею створення мегарегулятора фінансового сектора України як єдиного органу, що визначатиме політику розвитку фінансового сектора і здійснюватиме його ефективний макропруденційний нагляд та



регулювання. Проте серед основних причин недоцільності створення мегарегулятора на фінансовому ринку України і на ринку ПФІ, у т.ч. в даний момент, на нашу думку, варто назвати наступні:

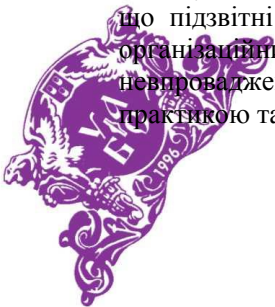
- розрізненість структури ринкових сегментів – фінансовий ринок України, навіть незважаючи на нерозвинутий строковий сегмент, є доволі фрагментарним: найбільшу частку в його структурі займає ринок банківських посередників, комплексне регулювання і пруденційний нагляд якого забезпечується одним з найсильніших регулятивних інститутів – НБУ;

- розрізненість капіталу та потоків фінансових ресурсів – низький рівень концентрації банківського капіталу, капіталізації фондових ринків, спекулятивний характер переміщення фінансових потоків, відсутність налагоджених механізмів управління ризиками – сек'юритизації активів, використання фінансових інновацій тощо;

- розрізненість фінансових продуктів – наявні лише первинні ознаки конвергенції банківських і страхових продуктів, банківських та інвестиційних продуктів, що з'явилися передусім з проникненням на український ринок зарубіжних банків і страхових компаній.

Таким чином, створення мегарегулятора не просто передчасне, але і шкідливе в умовах нестаткового фінансового ринку України та ринку ПФІ. Проте існує нагальна потреба в розмежуванні повноважень окремих органів регулювання.

Для забезпечення чіткої взаємодії між органами, що у той чи інший спосіб займаються регулюванням ринку ПФІ і фінансового ринку України, варто об'єднати їх зусилля в межах керуючої підсистеми ринку ПФІ України за участю основних суб'єктів – регуляторів цього ринку – НБУ, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (НКРРФП), Міністерства економічного розвитку і торгівлі та ряду дорадчих органів: Методологічної ради з питань бухгалтерського обліку при Міністерстві фінансів, Державної податкової служби України, Державної служби фінансового моніторингу, Антимонопольного комітету України. Вказана підсистема функціонуватиме за інституційним принципом – за основними учасниками ринку ПФІ, що підзвітні окремим її органам, допоки ринок не набуде чітких організаційних та функціональних обрисів, й ідея впровадження чи невпровадження мегарегулятора не буде випробувана часом і практикою та підкріплена вагомим економічним обґрунтуванням.



Правовою основою функціонування такої підсистеми може виступати меморандум про співпрацю та комунікації державних органів з питань стійкого розвитку ринку похідних інструментів в Україні, який визначатиме її склад, особливості діяльності, повноваження тощо. Меморандум про співпрацю та комунікації є одним з найбільш поширених у світовій практиці способів досягнення необхідного рівня обміну інформацією поряд з взаємним представництвом керівництва регуляторів у колективних органах, створенням робочих груп та неформальних контактів [84].

Організаційна структура підсистеми визначатиметься за функціональним принципом – ключові члени ради – НБУ, НКЦПФР, НКРРФП, Міністерство економічного розвитку та торгівлі, органи з дорадчими правами (решта органів).

Безпосередньо сама робота підсистеми буде організована за принципом міжвідомчих консультацій та інформаційно-статистичної діяльності. Варто відзначити необхідність впровадження елементів підзвітності і контролю у діяльність підсистеми. Таким чином, облігаторність періодичного звітування уряду має стати основою його роботи. Основоположним завданням керуючої підсистеми ринку ПФІ України має бути розробка та впровадження концептуальних засад його стійкого розвитку. До повноважень керуючої підсистеми ринку ПФІ в Україні, у яких конкретизується вказане завдання, слід віднести наступні:

1) розробка цілісного нормативного забезпечення у вигляді проектів законів та підзаконних актів, що регулюють діяльність ринку ПФІ у його ключових сферах, що становлять концептуальне підґрунтя політики щодо ринку похідних інструментів в Україні;

2) створення рамкових умов для функціонування керованої підсистеми ринку – учасників та методів взаємодії між ними з метою недопущення диспропорцій у розвитку ринку похідних інструментів та безпечного використання його переваг;

3) комплексне регулювання та нагляд за взаємопов'язаними спот- та строковими ринками – ринками базових активів і ринків похідних інструментів – в межах прав та обов'язків кожного з регуляторів відносно підзвітних їм секторів і ринків;

4) узгодження дій регуляторів в межах здійснення макро- та мікрорегуляційного нагляду за стійкістю ринку ПФІ, його координаційного регулювання, уникнення дублювання законопроектів та координація регулятивних дій у цьому контексті.





- побудови інформаційно-аналітичного середовища та системи оцінювання стану ринку ПФІ України;
- створення єдиної бази даних щодо стану та ключових параметрів ринку ПФІ, та інформації про її учасників;
- публікація систематичних інформаційних матеріалів щодо розвитку ринку ПФІ, у вигляді звіту в межах поліпшення інформованості пересічних інвесторів та потенційних хеджєрів про можливості ринку ПФІ та забезпечення прозорості діяльності самого органу в межах загальних звітів про стан фінансового ринку;
- проведення навчання, підвищення кваліфікації фахівців, що працюють на ринку ПФІ.

Варто наголосити, що безпосередні регулятивні і наглядові повноваження в межах ринків товарних та фінансових похідних інструментів здійснюватимуться за інституційним принципом кожним із регуляторів – банківськими установами – НБУ, емітентами цінних паперів, у т.ч. компаніями реального сектора, організаторів торгів, інфраструктурними інститутами – НКЦПФР, небанківськими фінансовими посередниками – НКРРФІ, учасників товарно-сировинних ринків, аграрними біржами – Міністерством економічного розвитку та торгівлі. Повноваження інших дорадчих органів носитимуть консультативний характер для забезпечення належного узгодження з основними регулятивними органами суміжних питань оподаткування, обліку, моніторингу учасників ринку та операцій на ньому, сприяння розвитку конкуренції.

Серед переваг цієї підсистеми, які обґрунтовують доцільність такого кроку, можемо назвати наступні:

- здійснення більш якісного нагляду та регулювання окремих сегментів ринку похідних інструментів України, що є основоположним для його розбудови;
- можливість одночасного регулятивного впливу і на ринки базових активів, що є підґрунтям для розвитку ринків похідних;
- відсутність потреби у додатковому фінансуванні з Державного бюджету;
- відсутність необхідності внесення змін до базових законів з питань регулювання фінансового сектора у частині перерозподілу повноважень органів;
- сприяння розбудові ринку похідних інструментів України та його складових через наближення регуляторів до окремих його сегментів;



• створення прозорого інформаційно-аналітичного середовища шляхом подання звітів про розвиток ринку ПФІ в Україні, інформаційно-аналітичних матеріалів, що стане важливою частиною Загального звіту про стійкість фінансового сектора в Україні і основою для формування очікувань учасників ринку щодо його подальшого вектора розвитку.

Поряд з названими заходами, що опосередковуватимуть взаємодію керуючої та керованої підсистем ринку ПФІ, є вдосконалення нормативного, методологічного та інфраструктурного забезпечення його функціонування, окреслених у вигляді окремої проміжної підсистеми. Під час формулювання пропозицій щодо вдосконалення цих видів забезпечення концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ, варто відзначити певні ініціативи з їх поліпшення, висунуті регуляторами і фахівцями ринку.

Позитивним моментом можна назвати те, що законодавцями все ж були здійснені спроби створити єдиний нормативно-правовий акт стосовно ПФІ: у 1999 році було створено проект закону “Про похідні цінні папери”, у 2001 у першому читанні Верховною Радою прийнято проект закону “Про строкові фінансові документи”. Проте дані законопроекти мали ряд недоліків, що стосувались невизначеності функцій і повноважень учасників ринку ПФІ, точного визначення фінансово-економічної сутності окремих видів інструментів (свопів, варрантів та ін.) та базових учасників ринку (хеджерів, арбітражерів), і так і не були затверджені і введені в дію [111].

У 2007 р. ДКІПФР запропоновано новий проект закону “Про похідні (деривативи)”, який врахував недоліки минулих законопроектів і повністю співвідноситься з базовим законодавством у розрізі ключових визначень з урахуванням строкової природи ПФІ, містить основні принципи взаємовідносин учасників ринку похідних (деривативів), засади випуску та обігу цих фінансових інструментів, принципи їх державного регулювання та контролю. У 2011 р. проект був на стадії обговорення в комітетах ВР, як попередні законопроекти, що так і не набули чинності, а його прийняття є одним із стратегічних напрямків реформування фондового ринку України. Також до обговорення були розроблені проекти Стратегії розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року, Стратегії впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 року, які після прийняття Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2001–2005 рр. стали першими документами, які поряд з іншим заходами з поліпшення функціонування



фінансового ринку України обґрунтовують доцільність запровадження ПФІ та вигоди від їх використання для учасників ринку. Однак вони лише у загальному вигляді окреслюють питання його регулювання, особливо з урахуванням наслідків світової фінансової кризи.

Варто додати, що поряд з економічним обґрунтуванням доцільності впровадження ринку ПФІ, з огляду на його переваги (підрозділ 1.1), та існуючими проектами відповідних законів та стратегій Програмою економічних реформ Президента України на 2010–2014 рр. в межах Розвитку фінансового сектора передбачено до кінця 2012 р. здійснити ряд кроків у напрямку розбудови ринку ПФІ та його інфраструктури, зокрема: створити законодавчу базу для впровадження нових фінансових інструментів та механізмів перерозподілу коштів, у т.ч. похідних цінних паперів; створити єдину систему депозитарного обліку цінних паперів та ін.

Крім загальносвітових тенденцій, що визначають необхідність посилення регулювання та прийняття відповідного нормативного та методологічного забезпечення, в Україні існують власні передумови до цього. Так, з переведенням НБУ офіційного валютного курсу України у гнучкий (плаваючий) режим у 2008 р. значно посилилась волатильність на валютному ринку та ризиковість запозичень в іноземній валюті. Після девальвації національної валюти знову актуалізувалась необхідність економічних агентів в дієвих інструментах хеджування валютних ризиків, що зросли при цьому. На важливість та ефективність використання ПФІ у хеджуванні валютних ризиків суб'єктами фінансового сектора та реальних ринків вказують зокрема Ф. О. Журавка, В. І. Міщенко, В. А. Ющенко [147]. Так, Ф. О. Журавка розрахував ефективність використання різних інструментів для хеджування валютно-курсових ризиків і визначив, що найбільш ефективним інструментом хеджування є купівля валютного опціону “кол” (ефективність 94,7%), на другому місці – угода з валютними ф'ючерсами (91,67%), а найменш привабливою є форвардна операція (89,7%) [36]. Ефективних механізмів захисту від процентних, інфляційних операційних та інших видів ризиків потребують і компанії реального сектора.

Занепокоєння регуляторних органів у можливій спекулятивній дестабілізації фінансового ринку з розвитком його строкового сегмента, що втілена в обмеження НБУ, повноцінного використання усього спектра ПФІ є закономірними. Проте вигоди, отримані від впровадження подібних інструментів на українському фінансовому



ринку для його учасників, є більш значущими, ніж вихід тих же учасників на розвинуті міжнародні ринки ПФІ.

У цьому контексті досить важливим є зняття заборони НБУ на використання похідних інструментів, зокрема свопів та форвардів згідно з Постановою НБУ від 13.04.2011 № 111 “Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України” за умови подальшої розробки і прийняття нормативних документів, що запобігатимуть безконтрольній спекуляції з ними, та врахування основних елементів нормативного і методологічного забезпечення стійкого розвитку ринку похідних інструментів в Україні.

Проведемо детальну характеристику окремих елементів нормативного, методологічного та інфраструктурного забезпечення, що сприяють формуванню ринку ПФІ та опосередковують вплив керуючої підсистеми на керовану підсистему ринку ПФІ.

Щодо базових умов існування ринку ПФІ, на нашу думку, розбудова ринку ПФІ в Україні повинна відбуватись на основі прийняття повноцінного закону про ринок ПФІ, який би рамково окреслював зазначені нами елементи забезпечення, які б у подальшому деталізувалися у підзаконних актах. Зазначений закон міг би базуватись на існуючих проектах, проте неодмінно потребував доопрацювання щодо врахування цих елементів впливу суб'єктної підсистеми регулювання ринку ПФІ на керовану підсистему і загалом мав містити положення, що стосуються:

- уніфікації термінології, що позначає ПФІ та операції з ними. Так, у ряді проектів нормативних актів – Закону “Про похідні (деривативи)”, Положення про здійснення фондовими біржами клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), запропонованих ДКЦПФР, крім терміна “похідні (деривативи)” вживається термін “строкові контракти”, до яких належать тільки біржові ф'ючерси та опціони. Паралельно до названих вживається термін “похідні цінні папери”. На нашу думку, у всіх нормативних актах, стосовно ринку ПФІ повинен вживатись усталений термін “похідні фінансові інструменти” (на основі його обґрунтування, здійсненого в підрозд. 1.1);

- єдиної базової класифікації ПФІ (заснованої на запропонованій у підрозділі 1.1 класифікації ПФІ) за відкритим принципом. У цьому контексті навести норму щодо обов'язкового проходження ліцензування і в подальшому стандартизації нових видів ПФІ як інструментів фінансового інжинірингу згідно з окремим порядком ліцензування таких інструментів з метою недопущення безконтрольного поширення та використання інноваційних фінансових продуктів;



• початкового здійснення операцій з ПФІ тільки через ліцензованих організаторів торгів з обов'язковим задіянням механізму центрального контрагента – на етапі становлення ринку торги на позабіржовому ринку мають бути обмеженими;

• фіксації відмінностей між спекулятивними, хеджувальними, арбітражними операціями з встановленням чітких схем взаємодії між учасниками ринку ПФІ при здійсненні даних операцій;

• закріплення застосування елементів інфраструктурного забезпечення: ліквідаційного нетингу і банкрутства контрагентів в операціях з ПФІ, документального і юридичного оформлення угод з ПФІ, управління ризиком, капіталом, ліквідністю з подальшою деталізацією особливостей такого застосування у підзаконних актах в межах системного і цілісного підходу до їх розробки.

Що стосується методологічного забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ, слід зазначити, що теоретичною основою становлення ринку ПФІ з урахуванням недоліків пануючої до цього часу на світових фінансових ринках гіпотези ефективності ринку, має стати альтернативна гіпотеза фрактальності ринку, особливості якої детально розглянуті в підрозділі 3.1.

Власне вона і визначатиме особливості розробки та застосування моделей оцінки вартості ПФІ на ринку. Через це постає нагальна потреба в удосконаленні програм підготовки, підвищення кваліфікації фахівців, що працюють на фінансовому ринку в частині надання їм ґрунтовних знань з фінансового інжинірингу, ризик-менеджменту, що дають змогу застосовувати моделі оцінки ПФІ. Для поліпшення професійних навиків і знань фахівців та з метою підвищення рівня довіри до їх дій і безпечного використання ними ПФІ пропонується запровадити обов'язкову сертифікацію управляючих активами, фінансових менеджерів, ризик-менеджерів фінансових установ із складанням кваліфікаційного іспиту та отриманням свідоцтва.

Через існування необхідності адекватної, об'єктивної та незалежної оцінки вартості ПФІ суттєвого перегляду потребує роль рейтингових агентств у зменшенні моральних ризиків внаслідок асиметрії інформації на ринку ПФІ.

Так, орієнтиром для кожної країни – учасниці організації в цьому процесі є Кодекс засад діяльності рейтингових агентств, прийнятий у 2004 р. Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO). У вересні 2009 р. Європарламент ухвалив Положення № 1060/2009 “Про кредитно-рейтингові агентства”, що визначає єдині для всього Європейського Союзу принципи регулювання

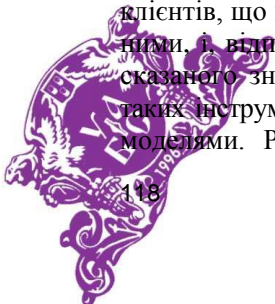


діяльності таких агентств, першочергово заснованих на їх реєстрації регулятором – Європейським агентством з цінних паперів та ринків (European Securities and Markets Authority (ESMA)). У США ініціюється відміна незалежного вибору інвесторами рейтингових агентств з метою підвищення прозорості, конкурентності ринку та адекватності присвоєних рейтингів реальній кредитоспроможності та інвестиційній привабливості емітентів та їх інструментів.

Згідно з сучасними світовими тенденціями у розвитку та регулюванні ринку рейтингових послуг суттєвого удосконалення потребує аналогічний український ринок, особливо в умовах його переділу та загострення конкуренції. Варто відзначити, що досвіду рейтингування ПФІ в Україні жодне з агентств не декларувало. Через це удосконалення потребують організаційні та нормативні засади функціонування ринку рейтингових послуг в Україні в частині посилення контролю за незалежністю присвоєння рейтингів, впровадження рейтингування ПФІ, забезпечення відповідності наданих рейтингів світовим регулятивним вимогам і стандартам.

Наслідки світової фінансової кризи зумовили також проведення гострих дебатів серед професійних бухгалтерських організацій, Ради з Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IASB) щодо так званої практики “справедливої вартості” (fair value), що застосовується для оцінки ПФІ. Існуюча практика, за словами її критиків, дозволила банкам приховувати за своїми балансами значні суми ПФІ, при відображенні яких у балансі установ відбулися численні банкрутства. На думку прихильників концепції “справедливої вартості”, за всіх теперішніх проблем більша прозорість Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності та закладена в них пріоритетна оцінка активів банків за справедливою вартістю все ж таки є найкращою наявною моделлю. Будь-яке пом’якшення врешті-решт призведе до зниження чесності та відкритості ринку [18].

Крім того, важливим моментом є оцінка занадто складних інвестиційних продуктів фінансового інжинірингу – деякі ПФІ є унікальними у своєму роді, оскільки їх основна перевага – у максимальному врахуванні індивідуальних потреб банку чи його клієнтів, що призвело до неможливості існування активного ринку за ними, і, відповідно, можливості визначення їх вартості. У контексті сказаного значні труднощі виникають і при відображенні в обліку таких інструментів, вартість яких оцінюється складними аналітичними моделями. Роль достовірної оцінки активів, власного капіталу і



зобов'язань банків з урахуванням їх операцій з ПФІ важко переоцінити з огляду на необхідність отримання реальної вартості бізнесу банку при залученні потенційних інвесторів для його рекапіталізації чи навіть порятунку.

З урахуванням Стратегії застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні від 24 жовтня 2007 р. № 911-р вважаємо, що для вирішення методологічних проблем щодо процедур обліку і розкриття у звітності інформації стосовно ПФІ та розмежування в обліку операцій хеджування та спекуляції з ними українськими суб'єктами господарювання пріоритетним є застосування норм міжнародних стандартів: МСБО 32 “Фінансові інструменти: розкриття і подання інформації”, МСБО 39 “Фінансові інструменти: визнання і оцінка”, МСФЗ 7 “Фінансові інструменти: розкриття інформації”. Зазначене є особливо актуальним у світлі конвергенції американської системи стандартів GAAP (у ній регламентації обліку ПФІ присвячені облікові стандарти FAS 133 “Облік похідних інструментів і операцій хеджування”, FAS 161 “Розкриття інформації про похідні інструменти та операції хеджування”) до системи МСФЗ та визнання світовими фінансовими регуляторами у відповідь на виклики світової фінансової кризи 2008 р. необхідності продовження застосування системи обліку за справедливою вартістю МСФЗ, що реформується, у т.ч. і для ПФІ.

Щодо елементів інфраструктурного забезпечення варто відзначити, що питання розбудови інфраструктури ринку ПФІ України як один з напрямів вирішення проблем його розвитку, лежить у площині удосконалення інфраструктури усього фінансового ринку. Відповідно, кожен із елементів інфраструктурного забезпечення концептуальних засад етичного розвитку ринку ПФІ України потребує детального розгляду і удосконалення (впровадження) з метою цілісної розбудови його інфраструктури.

Так, у кожній країні з розвинутим ринком ПФІ склалася своя практика документування і юридичного супроводу угод з ПФІ, що залежить від системи права, прийнятої у цій країні, проте загальновідомо, що близько 90 % позабіржових ПФІ та 70 % свопів оформлені угодами на основі документів ISDA. Певним юридичним стандартом оформлення операцій з ПФІ виступає Генеральна угода цієї асоціації, прийнята у 2002 р. (ISDA 2002 Master Agreement), перша редакція якої була затверджена у 1987 р.

За цією угодою у 2009 р. була розроблена і впроваджена в ринкову практику стандартна документація ринку ПФІ Росії,



ініційована професійними ринковими організаціями: Асоціацією російських банків (АРБ), Національною валютною асоціацією (НВА) та Національною асоціацією учасників фондового ринку (НАУФОР).

Певні особливості документування угод з ПФІ існують і на біржовому та позабіржовому ринках ПФІ. Так, на біржовому ринку угоди за операціями з ПФІ в загальному порядку укладаються згідно з правилами біржі шляхом подачі заявок в торгову систему та акцепту зустрічних заявок. Угода за ПФІ складається з цих двох заявок і конкретизується у своїх суттєвих умовах та правилах біржі.

На відміну від біржового ринку, на позабіржовому ринку ПФІ операції з цими інструментами оформлюються так званими генеральними (рамковими) угодами (регламентують базові умови укладання, зміни та припинення угод), на основі яких періодично укладаються форварди, ф'ючерси, опціони, свопи, умови яких деталізуються окремими угодами-підтвердженнями.

Важливим аргументом щодо необхідності впровадження уніфікованої документації на ринку ПФІ України є можливість використання таких документальних свідчень проведених операцій з ПФІ в спірних ситуаціях, що потребують арбітражного (судового) вирішення. Доказовим є досвід російських учасників ринку ПФІ: до серпня 1998 р. вони користувалися документацією за строковими угодами у довільній формі [116], а з виникненням кризи на ринку неналежне оформлення документів стало причиною списання зобов'язань за операціями з ПФІ та масових неплатежів, що стало однією з причин згорання ринку ПФІ в Росії.

Основними перевагами застосування єдиної уніфікованої документації за угодами з ПФІ, особливо позабіржовими, на національному ринку є такі: стандартизація процедур проведення операцій; підвищення ефективності операцій з ПФІ через прискорення укладання угод та зменшення часу на узгодження усіх пунктів договору; управління базовим ризиком документації за ПФІ; мінімізація витрат на підготовку операції у кожному конкретному випадку та впровадження єдиних юридичних підходів до супроводу угоди в учасника ринку; передбачуваність наслідків вирішення спорів за угодами з ПФІ та забезпечення адекватного судового розгляду і захисту інтересів учасників угод; доказовість з позиції регуляторів і тих же судових органів.

Важливими вимогами, що ставляться до розробки таких типових документів регуляторами в Україні, є:





- пристосування до потреб обліку операцій з ПФІ як документального підтвердження їх здійснення;
- відповідність нормам національного законодавства та системи національного права;
- врахування особливостей міжнародної практики укладання угод з ПФІ.

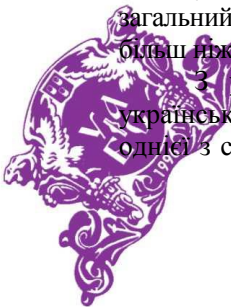
Із питанням застосування міжнародної ділової практики припинення зобов'язань за угодою з ПФІ досить тісно пов'язаний такий елемент інфраструктурного забезпечення, як механізм ліквідаційного неттингу при банкрутстві учасників національного ринку ПФІ. Він має виключну важливість для недопущення масової хвилі банкрутств на ринку внаслідок неплатоспроможності за взятими зобов'язаннями в ПФІ окремого учасника ринку, захисту від поширення кредитного (ризик контрагента з ПФІ), системного ризику і відповідної втрати ринком ПФІ стійкого стану. Сам механізм функціонує в межах правових систем країн ЄС, США, Японії – станом на листопад 2009 р. загальною в понад 35 країнах світу. Під ліквідаційним неттингом у діловому обігу у загальному вигляді розуміють метод визначення зобов'язань шляхом агрегування, комбінування, взаємозаліку двох чи більше зобов'язань [115].

Нормативною основою для проведення ліквідаційного неттингу виступають Міжнародний генеральний договір про конверсійні угоди (IFEMA), опублікований в 1997 р. Британською банківською асоціацією, та Міжнародний модельний закон про неттинг ISDA 2006 р.

Порівняно з платіжним та новаційним неттингом, ліквідаційний неттинг для його задіяння передбачає ряд передумов, пов'язаних з припиненням дії генеральної угоди за ПФІ у випадках нею встановлених: позову про неспроможність контрагента відповідати за зобов'язаннями за операцією з ПФІ, ліквідації контрагента, відкликання його ліцензії тощо. Перевагами ліквідаційного неттингу є зменшення ризиків та витрат.

Ліквідаційний неттинг дозволяє знизити ризики на двох рівнях – зменшити кредитні ризики (ризики контрагента) і, як наслідок, системні ризики. За даними Банку міжнародних розрахунків, він зменшує кредитний ризик окремих сторін, оскільки зменшує їх загальний потенційний ризик у відносинах з іншими сторонами на більш ніж 85% [144].

З урахуванням відсутності такого правового механізму в українській системі врегулювання угод з ПФІ у випадку банкрутства однієї з сторін унеможливлене. З огляду на це його впровадження в



контексті забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ є першочерговим завданням. На нашу думку, найбільш доцільним варіантом є впровадження механізму ліквідаційного нетингу є його проведення на основі визначення поточної ринкової вартості угод шляхом отримання котирувань на укладання угод заміщення.

Вимогами, що ставляться перед українськими регуляторами ринку ПФІ керуючою підсистемою ринку у частині застосування механізму ліквідаційного нетингу, є необхідність ініціювання розробки законодавства, що враховує вузлові моменти зразкових міжнародних угод, які регламентують нетинг, а також створення технологічних платформ для розмежування механізмів нетингу та взаємозаліку.

З метою недопущення банкрутств на ринку ПФІ і можливого виникнення криз на ньому застосовується такий елемент забезпечення, як управління ризиками учасниками ринку ПФІ та встановлення вимог щодо дотримання ними нормативів капіталу і ліквідності. Відповідно, регулятивною основою для такого управління ризиками є загальновизнані у світі вимоги до капіталу та ліквідності, що розроблені Базельським комітетом з банківського нагляду [170].

З урахуванням того, що вимоги Базеля II стосуються не тільки банків, але і можуть бути застосовані для ряду небанківських фінансових посередників, їх актуалізація в межах концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ України з урахуванням складу його учасників є суттєвою і необхідною.

Варто відзначити той факт, що більшість банків ЄС та США, які є активними учасниками ринку ПФІ, декларували формальне дотримання вимог Базеля, проте протягом світової фінансової кризи вони відчували вплив браку ліквідності, ефекту делевериджу, системного ризику, призвели до поглиблення циклічного спаду.

Усунення вказаних проблемних напрямів і покладено в основу Базеля III. Слід зазначити, що застосування Базеля III здійснюватиметься паралельно з Базелем II, а впровадження нових вимог до капіталу і ліквідності почнеться з 2013 р. і з урахуванням нових складових капіталу завершиться у 2019 р [170].

НБУ займає виважену позицію щодо впровадження Базельських угод. Так, приєднання до Базеля II декларувалося у 2016 р. Відзначаючи виключну важливість підтримання єдиних стандартів капіталу і ліквідності учасниками ринку ПФІ з метою забезпечення його стійкого розвитку, ми вважаємо, що з урахуванням досить



високого національного нормативу адекватності капіталу (10 % проти 8 % за Базелем) та високої вартості впровадження стандартів Базеля в практику учасника ринку (понад 100 млн дол.) ці стандарти можуть бути впроваджені в частині обмеження рівня левериджу, встановлення антициклічного буфера та вимог ліквідності.

Так, за даними НБУ на 1 січня 2011 р., норматив адекватності регулятивного капіталу банків в Україні становив 20,83 %, що більш ніж в 2 рази перевищило нормативні вимоги в 8 % і 10 %, встановлені, відповідно, Законом та НБУ. Згідно з новими Базельськими стандартами власний капітал банків має становити 8 % від обсягу активів, тоді як у національній банківській системі дане співвідношення на 1 грудня 2010 р. склало 14,3 %, що майже вдвічі більше встановленого нормативу [20]. Тому, передусім, в Україні вимоги Базеля III повинні стосуватись окреслених вимог щодо левериджу та ліквідності.

Наступним елементом інфраструктурного забезпечення, що регулює взаємодію учасників ринку ПФІ, є створення умов своєчасних розрахунків за операціями з ПФІ, кліринг угод з ними та їх депозитарний облік.

Пріоритетним напрямком у подоланні наслідків світової фінансової кризи та забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ світові регулятори називають застосування механізму центрального контрагента за клірингом операцій з ПФІ.

Незважаючи на декларативне застосування механізму центрального контрагента на Українській біржі щодо аукціону зустрічних заявок, використання у його ролі спеціального професійного учасника (ТОВ “Український центральний контрагент”) не відповідає міжнародним вимогам ні з позиції управління його ризиками, ні з позиції організації клірингового процесу.

Окрему модель клірингу застосовує і ПАТ “Фондова біржа “Перспектива” на основі платіжної організації РФС – ПАТ “Фінансова компанія “Сучасні Кредитні Технології”. Поряд з цим у проекті Положення про здійснення фондовими біржами клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів)”, підготовленому ДКЦПФР, закріплюється механізм організації клірингу на Українській біржі, що суперечить інтересам ринку.

На рівні країн з розвинутими ринками ПФІ проведення клірингу та розрахунків за угодами на фінансових ринках регламентовано рядом нормативних документів, зокрема Європейським кодексом поведінки з клірингу і розрахунків. На цих ринках успішно



функціонують такі клірингові організації, як London Clearing House (LCH Великобританія), National Securities Clearing Corporation (NSCC, США), Eurex Clearing (Німеччина), центральний контрагент MMBF (Росія).

До організації клірингу у міжнародній практиці на ринках ПФІ склалося декілька підходів, зокрема кліринг в межах позабіржового, біржового ринку ПФІ як полярні види, центральний реєстр та кліринг за допомогою клірингової палати як послідовні підходи (табл. 3.4).

**Таблиця 3.4 – Можливі рішення питання централізованого клірингу та їх переваги**

Ринкова характеристика	Позабіржовий ринок	Центральний реєстр	Клірингова палата	Біржовий ринок
1	2	3	4	5
Стиль торгівлі	Двосторонні переговори	Двосторонні переговори	Двосторонні переговори	Аукціон заявок
Учасники ринку	Великі, добре капіталізовані	Великі, добре капіталізовані	Добре капіталізовані учасники	Різні за розміром учасники
Гнучкість/ стандартизованість контрактів	Найбільша гнучкість	Найбільша гнучкість	Гнучкі умови, але стандартизовані кредитні вимоги	Високостандартизовані угоди
Ризик контрагента (кредитний)	Значний	Значний	Невисокий для окремих учасників	Невисокий для окремих учасників
Вимоги щодо забезпечення	Двосторонні переговори	Переоцінка позицій і забезпечень mark-to-market, суми забезпечення встановлені двосторонніми переговорами	Переоцінка позицій і забезпечень mark-to-market, суми забезпечення стандартизовані кліринговою палатою	Переоцінка позицій і забезпечень mark-to-market, суми забезпечення стандартизовані кліринговою палатою
Поточний рівень інформації про ціни	Непрозорий	Більш прозорий, щоденні котирування	Більш прозорий, щоденні розрахунки	Прозорий для всіх
Поточний рівень інформації про процентні ставки	Непрозорий	Досить непрозорий	Більш прозорий	Прозорий для всіх



1	2	3	4	5
Неттинг грошових потоків	Двосторонній	Так	Так	Так
Ліквідаційний неттинг	Двосторонній	Так	Так	Так
Вторинний ринок	Тільки за двосторонніми угодами між контрагентами	Тільки за двосторонніми угодами між контрагентами	Так	Так

Джерело: [148, с. 260].

Із запропонованих варіантів організації клірингу на ринку ПФІ найбільш доцільними, на нашу думку, до запровадження в Україні є задіяння механізму центрального контрагента у поєднанні зі здійсненням торгів на біржовому організованому ринку з метою забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ та усунення ризиків, пов'язаних з позабіржовою формою торгів.

Причому ми пропонуємо створення єдиного спеціалізованого інституту центрального контрагента, який би обслуговував торги ПФІ на всіх організаторах торгів. Перевагою такої централізації клірингу є забезпечення максимальної прозорості операцій з ПФІ, урегульованості ринку, дотримання єдиних стандартів клірингу.

Очевидним є і те, що централізація клірингу за угодами з ПФІ потребує централізації розрахункової (платіжної) та депозитарної систем, уніфікації програмних технологій та інформаційних комунікацій між організаторами торгів, які б працювали на принципах компліментарності і дозволяли комплексно обслуговувати потреби учасників ринку (керовану суб'єктну підсистему) та регуляторів (керуючу суб'єктну підсистему).

Важливим елементом інфраструктурного забезпечення є створення умов щодо оподаткування операцій з ПФІ і тому його основною метою, на нашу думку, є диференційований підхід до оподаткування операцій хеджування та спекуляції. Слід відзначити, що з прийняттям нового Податкового кодексу відбулися певні позитивні зрушення стосовно оподаткування операцій з ПФІ (деривативами за нормами Податкового кодексу), які стосуються стимулювання участі інвесторів – фізичних осіб у розвитку ринку через купівлю-продаж інвестиційних активів, до яких віднесено і ПФІ, визначення інвестиційного доходу за такими операціями



(відміна так званого правила “30-днів” [9]) та розмежування оподаткування біржових та позабіржових операцій, що безумовно надає пріоритетності розвитку саме організованому біржовому ринку ПФІ.

Важливим досягненням стало також відкликання листа ДПАУ № 24268/7/15-0317 “Про відображення негативного результату операцій з цінними паперами та деривативами”, яким встановлювалось відповідне 20 %-не обмеження віднесення негативного результату за такими операціями на валові витрати.

Проте, на наш погляд, деякі не вирішені питання в межах оподаткування операцій ПФІ вимагають доопрацювання та внесення змін до Податкового кодексу, зокрема:

- встановлення єдиної термінології та класифікації ПФІ (за зразок можна взяти Росію) необхідно додати до переліку стандартизованих ПФІ так, як це практикується в усьому світі, і опціони, а не лише ф'ючерси;
- віднесення на валові витрати витрат фізичних осіб, що виникають з приводу брокерського та депозитарного обслуговування;
- сальдування (згортання сальдо) фінансового результату за операціями з ПФІ як логічного кроку щодо взаємозаліку отриманих за результатами операцій хеджування на ринку ПФІ та ринку базових активів прибутків і збитків учасниками ринку.

Від керуючої підсистеми та підсистеми забезпечення ринку ПФІ перейдемо до його керованої підсистеми, яку складають основні учасники ринку, саморегульвн організації, інфраструктурні учасники та ринковий механізм їх взаємодії.

Особлива роль у межах керованої підсистеми, на нашу думку, повинна відводитися ринковому регулюванню ринку ПФІ через задіяння саморегульвних організацій (СРО) та професійних об'єднань учасників ринку, що є ознакою цивілізованості та зрілості ринку. Тому ми наголошуємо на необхідності збалансування ринкового саморегулювання як можливого дестабілізуючого фактора через виявлену у підрозділах 2.2 і 2.3 ринкову нездатність до запобігання кризам, та належного захисту прав та інтересів учасників ринку.

Досвід розвинутих фінансових ринків свідчить, що державні регуляторні органи повинні розглядати СРО як додатковий регулятивний механізм, наявність якого сприяє стабілізації ринку та більш повному врахуванню потреб учасників ринку [84]. Так, у США регулювання фінансового ринку, яке було переважно засноване на саморегулюванні, і стало прообразом англо-американської моделі



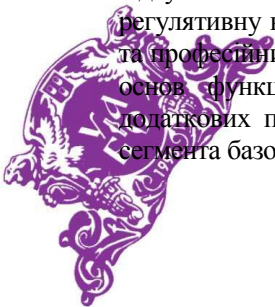
регулювання, діє ряд СРО, що мають інфраструктурний статус з добровільним членством (Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), Національна клірингова корпорація з цінних паперів (National Securities Clearing Corporation, або NSCC), Клірингова корпорація на ринку опціонів (Option Clearing Corporation, або OCC) та ін.) та СРО, що мають обов'язкове членство для отримання дозволу на здійснення певних видів діяльності на ринку (Національна асоціація дилерів з цінних паперів (National Association of Securities Dealers, NASD) [406].

Хоча питання розвитку саморегулювання на фінансовому ринку України лише опосередковано стосуються обраного нами предмета дослідження, проте у частині формування стійкого, прозорого і безпечного ринку ПФІ є досить важливими, зокрема стосовно:

- формування стандартів діяльності та кодексів поведінки учасників ринку ПФІ з метою дотримання ринкової дисципліни;
- ініціювання ринкового нормотворення, внесення змін і пропозицій до діючих законодавчих актів з питань безпечного для учасників функціонування ринку ПФІ;
- контролю за дотриманням діючого законодавства з боку учасників СРО, врегулювання професійних спорів;
- моніторингу, аналізу, контролю та інформаційного висвітлення та просування діяльності окремих сегментів ринку ПФІ;
- навчання, підвищення кваліфікації, розробки кваліфікаційних вимог до учасників ринку ПФІ.

До того ж, на думку М. І. Галочкина, ефективність регулювання ринку ПФІ тісно пов'язана з наявністю СРО на ньому, що підтверджено світовою практикою, де складається дворівнева система регулювання ринків ПФІ: перший рівень – державне регулювання ринку ПФІ, другий рівень – ринкове саморегулювання [22].

На фондовому ринку України інтереси його учасників представлені трьома СРО: Професійною асоціацією реєстраторів і депозитаріїв, Асоціацією “Українські фондові торгівці” та Українською асоціацією інвестиційного бізнесу. Утім на даний момент на ринку ПФІ України не існує жодної саморегулювальної організації чи професійного об'єднання учасників ринку, що є закономірним через його нерозвинутість і відсутність зацікавлення потенційних учасників у ньому з огляду на регулятивну невизначеність. На нашу думку, формування системи СРО та професійних об'єднань на ринку ПФІ слід починати з удосконалення основ функціонування уже існуючих організацій з наданням їм додаткових повноважень в частині ринку ПФІ в межах відповідного сегмента базового ринку, на якому вони початково функціонують.



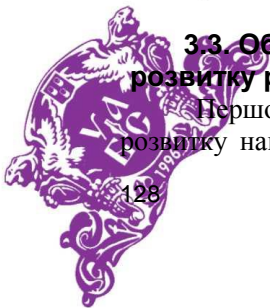
Дієвість саморегулювання на ринку ПФІ забезпечуватиметься представництвом СРО у складі керуючої підсистеми з метою захисту інтересів учасників ринку. Важливим застереженням у роботі цих організацій є забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ через контроль за основними їх факторами – рівнем левериджу учасників, мінімальними вимогами щодо капіталу, розкриттям інформації.

Таким чином, реформування регулювання ринку ПФІ має здійснюватись у руслі загальносвітових тенденцій з актуалізацією національних потреб у стійкому розвитку ринку ПФІ, недопущення виникнення криз на ньому та подолання проблем нормативного, методологічного та інфраструктурного характеру. Вирішення зазначених проблем на ринку ПФІ пропонується здійснювати шляхом застосування концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ, які конкретизуються у функціонуванні керуючої підсистеми, підсистеми забезпечення, керованої підсистеми ринку ПФІ, інформаційно-аналітичного середовища оцінювання його стану. Заходи щодо реформування регулювання ринку ПФІ покликані усунути недоліки діючої системи регулювання, сприяти зростанню прозорості, підзвітності, конкурентності ринку ПФІ з метою отримання його учасниками як на мікро-, так і на макрорівні вигод і переваг.

Застосування елементів інфраструктурного, методологічного та нормативного забезпечення, що опосередковують вплив керуючої підсистеми на керовану підсистему ринку ПФІ, керуючій підсистемі з метою недопущення наростання критичного рівня системного ризику, високої спекулятивної активності на ринку та збалансування інтересів хеджерів і спекулянтів. Ми вважаємо, що слід розробити доповнення до існуючих проєктів та законодавчих актів, що стосуються: запровадження уніфікованої документації за угодами з ПФІ та їх юридичного супроводу; створення механізму ліквідаційного неттингу та урегулювання угод при банкрутстві контрагента; встановлення вимог щодо капіталу, ліквідності, рівня левериджу учасників ринку; централізації розрахункової, клірингової та депозитарної систем; диференціації підходів до оподаткування хеджувальних та спекулятивних операцій з ПФІ.

### **3.3. Обґрунтування концептуальних засад стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України**

Першочерговою функцією регуляторів на сучасному етапі розвитку національного фінансового ринку та ринку ПФІ в межах





концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ є посилення пруденційного нагляду за діяльністю учасників ринку. На додаток, наявність системи мікро- і макропруденційного нагляду та аналізу, в межах яких застосовуються передові інструменти дослідження і прогнозування розвитку ринку, є необхідною вимогою становлення безпечного ринку ПФІ. За методологією МВФ, макропруденційний аналіз (macroprudential analysis) – це оцінка та нагляд за міцністю та вразливістю фінансової системи, для посилення її фінансової стійкості та, зокрема, обмеження імовірності виникнення криз у фінансовій системі [90]. Наведене визначення відбиває основні завдання, що ставляться в ході розробки концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ.

Враховуючи необхідність попередження криз на ринку ПФІ, побудова інформаційно-аналітичного середовища його оцінювання і регулювання є запорукою безпечного та ефективного його становлення Україні. Зазначене інформаційно-аналітичне середовище втілене у системі оцінювання стану ринку ПФІ, яка виступає ядром концептуальних засад і передбачає проведення моніторингу, аналізу, стрес-тестування індикаторів стану ринку ПФІ, консолідації та оприлюднення інформації щодо них. Варто відзначити, що запропонована система повною мірою базується на нормативному, методологічному та інфраструктурному забезпеченні ринку ПФІ, поєднує підходи до посилення регулювання діяльності його учасників на мікро- та макрорівні, керуючу та керовану підсистеми ринку ПФІ і організаційно підпорядковується та функціонує за підтримки державних органів (рис. 3.2).

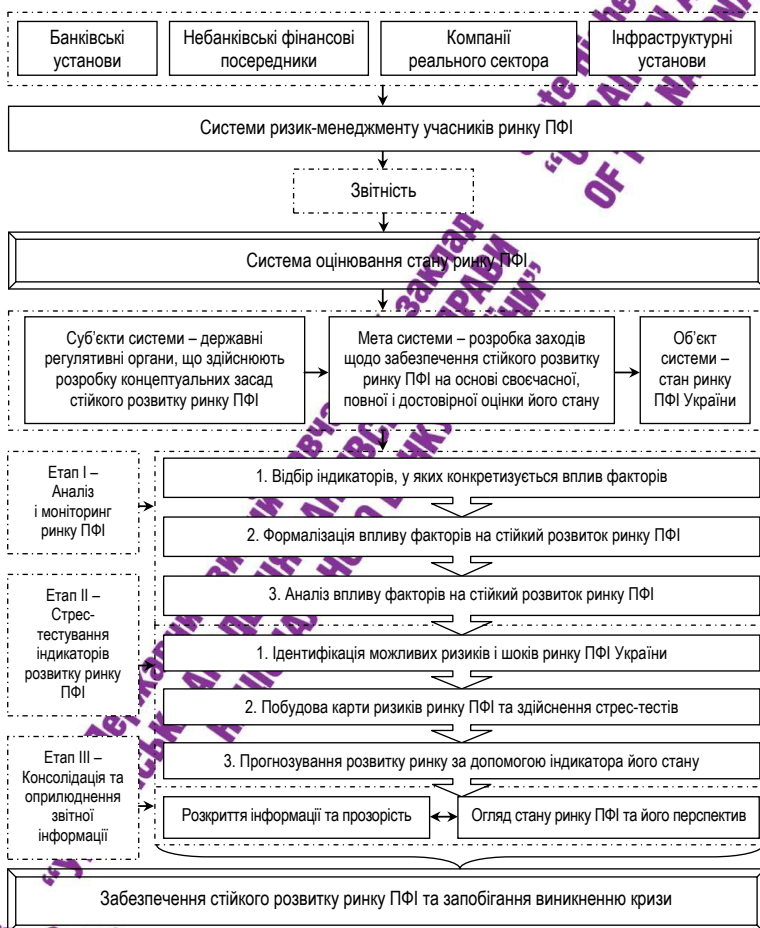
Як наголошувалося, до керованої системи ринку належать учасники ринку ПФІ з позиції їх функціональної класифікації: банківські, небанківські фінансові посередники, компанії реального сектора можуть виступати хеджерами, арбітражерами та спекулянтами, професійними учасниками ринку (залежно від прийнятої класифікації), у той час як перелік інфраструктурних установ складають депозитарні, клірингові, розрахункові інститути, організатори торгів, рейтингові агентства тощо. Об'єктом системи оцінювання стану ринку ПФІ виступає безпосередньо ринок ПФІ, конкретизований у взаємозв'язках між його учасниками через операції з ПФІ (з приводу купівлі-продажу ризиків); суб'єктами – основні державні органи, визначені як регулятори окремих сегментів ринку ПФІ.

Метою функціонування системи оцінювання стану ринку ПФІ України є розробка заходів щодо попередження криз на ньому на основі своєчасної, повної і достовірної оцінки його стану.



Відповідно до мети ключовими завданнями, що ставитимуться перед системою оцінювання стану ринку ПФІ у контексті забезпечення його стійкого розвитку і відповідного його органічного входження у фінансовий ринок України, на нашу думку, є наступні:

- створення інформаційно-аналітичного середовища для прийняття рішень на основі ідентифікації та визначення масштабів системного та інших видів ризиків ПФІ та розробки рекомендацій щодо їх інвестування;



**Рисунок 3.2 – Система оцінювання стану ринку ПФІ України (інформаційно-аналітичне середовище оцінювання та регулювання ринку) (авторська розробка)**

- консолідація, обробка та надання своєчасної інформації про стан систем ризик-менеджменту учасників ринку ПФІ;
- моніторинг індикаторів розвитку ринку ПФІ, проведення експрес-оцінки його стану із застосуванням карт Шухарта та методу Ірвіна (розглянутих в підрозділі 2.2);
- врахування основних факторів, що впливають на розвиток світових ринків ПФІ (формалізовані у підрозділі 2.3) при наданні оцінки стану ринку ПФІ України;
- проведення стрес-тестування інтегрального індикатора стану ринку ПФІ (запропонованого у підрозділі 3.1) та прогнозування можливості порушення стійкого розвитку ринку.

Детально опишемо послідовність реалізації цих завдань, згрупованих за трьома етапами. Основою функціонування запропонованої системи оцінювання стану ринку ПФІ в межах концептуальних засад його стійкого розвитку та створюваного інформаційно-аналітичного середовища є звітність учасників ринку з питань використання ними ПФІ. До її складу пропонуємо віднести як загальну звітність, перелік форм якої визначено в межах національної облікової системи (баланс, звіт про фінансові результати, примітки тощо), так і спеціальну звітність, що розкриває інформацію виключно про операції учасника ринку про ПФІ. Вказана звітність з визначеною регуляторами періодичністю (але не рідше ніж щоквартально для оперативності вжиття регулятивних заходів) повинна подаватися для її агрегованого аналізу, нагляду та регулювання діяльності учасників. Форма, строки і особливості заповнення і подання такої звітності затверджуються окремим нормативним актом, що регулює консолідацію, обробку та надання своєчасної інформації про стан систем ризик-менеджменту учасників ринку ПФІ органам регулювання ринку. Подання звітності учасниками ринку ПФІ, сформованої в межах їх систем ризик-менеджменту, являє собою вхід системи.

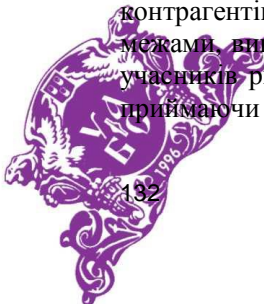
Відповідно, на рівні регуляторів ринку ПФІ повинна закріплюватись і облігаторність впровадження систем ризик-менеджменту для кожного з учасників ринку, які діятимуть у правовому полі загального нормативного акта з питань ризик-менеджменту операцій з ПФІ, та внутрішніх документально закріплених положень учасників ринку щодо функціонування цієї системи. У призначенні таких систем акцент робиться не тільки на мінімізацію ризиків середовища існування учасника, але і на розробку механізмів нівелювання ризиків самих ПФІ, проведення періодичних стрес-тестувань схильності



портфеля ПФІ учасника ринку до різних видів ризику, звітування за результатами стрес-тестів перед регуляторами.

Важливими елементами таких систем ризик-менеджменту є документально закріплена політика з управління ризиками на ринку ПФІ, документально оформлені розрахунки та обґрунтування у формі довідки щодо доцільності проведення операцій з ПФІ, зокрема хеджування, опис застосовуваних методів оцінки вартості ПФІ та розуміння цих методів управлінським персоналом учасника ринку. Зазначені документи подаються на вимогу регуляторів ринку ПФІ на визначених умовах при проведенні інспектування та документальних перевірок учасників ринку на предмет законності, ефективності, обліку операцій з ПФІ, правильності нарахування та сплати податків за ними. Індикатором доцільності операцій з ПФІ для учасника ринку має бути розрахунковий коефіцієнт ефективності хеджування як частка від ділення відповідно справедливої вартості чи грошових потоків об'єкта хеджування на справедливу вартість або грошовий потік від інструмента хеджування. Взагалі, згідно з МСБО 39 ефективність хеджування – ступінь, в якому зміни справедливої вартості або потоків грошових коштів за об'єктом, який хеджується, компенсуються змінами справедливої вартості або грошових потоків по інструменту хеджування (застосовуваному ПФІ) [83]. За вимогами стандартів механізм хеджування повинен бути чітко визначений, виходячи з призначення операції і на основі документації, його оцінка має бути достатньо надійною, а операція хеджування – дієвою. Для підтвердження такої дієвості управлінським персоналом учасника ринку регулярно має проводитися перспективне та ретроспективне тестування ефективності хеджування, причому значення коефіцієнта ефективності хеджування за МСБО 39 повинно бути в діапазоні від 80 до 125 %.

Водночас, як засвідчив досвід світової фінансової кризи 2007–2009 рр., зазначені системи та інститути потребують також виваженого підходу до управління власними ризиками, що особливо актуально для інфраструктурних інститутів ринку ПФІ: клірингових організацій та організаторів торгів. Сприяючи стійкому розвитку ринку ПФІ, клірингові організації, зокрема у вигляді центральних контрагентів, як у складі біржових організаторів торгів, так і за їх межами, виконують страхову функцію, мінімізуючи ризики окремих учасників ринку та ризики самих ПФІ (розглянуті в підрозділі 1.2), приймаючи їх на себе. Загалом технології і механізми ризик-



менеджменту зазначених ризиків інфраструктурних учасників ринку ПФІ можуть бути втілені в:

- застосуванні принципу “поставка проти платежу” (DVP);
- маржинальних внесках та внесках у гарантійний фонд клірингової організації її членів;
- власному та резервному капіталі клірингової організації, як механізмах самострахування зазначених ризиків;
- страхуванні ризиків за допомогою залучення страхової компанії;
- втіленні принципу багаторівневого послідовного вертикального клірингування угод (з розподілом усіх членів організації за рівнем агрегування на загальних та індивідуальних клірингових членів);
- встановленні лімітів на допуск учасників, розмірі їх заявок, угод, позицій, на ціни на різних стадіях здійснення операцій з ПФІ;
- стрес-тестуванні системи ризик-менеджменту організацій з метою виявлення вразливості (схильності) до фінансових ризиків.

Відповідно, продуктом ефективно функціонуючих систем ризик-менеджменту учасників ринку ПФІ має бути звітність за проведеними операціями з ПФІ, яка включає загальну фінансову звітність (баланс, звіт про фінансові результати, примітки тощо) та спеціальні форми звітності.

На основі отриманих звітних матеріалів від учасників ринку та з урахуванням світових та внутрішніх тенденцій розвитку ринку ПФІ, втілених у регулярні статистичні огляди, регуляторами ринку здійснюється перманентний аналіз та моніторинг стану ринку ПФІ як початковий етап макропруденційного аналізу в межах системи оцінювання стану ринку ПФІ.

Варто відзначити, що всебічний аналіз ринку ПФІ є складовою моніторингу як системи безперервного спостереження за станом ринку ПФІ і має охоплювати такі напрямки та індикатори розвитку цього ринку:

- динаміку операцій з ПФІ: обсяги торгівлі, масштаби, обсяги відкритих позицій, валову схильність до ризику і т.д.
- видове та валютне різноманіття інструментів;
- територіальну та організаційну концентрацію торгівлі ПФІ;
- фактори (ендогенні та екзогенні, кількісні і якісні), що впливають на стан і стійкий розвиток ринку ПФІ в межах їх основних груп: учасники ринку, ризики ПФІ, регулювання ринку, стан фінансової системи та економіки загалом тощо.



У межах аналізу і моніторингу факторів, що визначають функціонування ринку ПФІ, відбувається відбір, дослідження і співставлення показників, у яких конкретизується вплив цих факторів. Варто відзначити, що безпосередньому стрес-тестуванню інтегрального індикатора стану ринку ПФІ повинен передувати аналіз зазначених ендогенних та екзогенних факторів, що впливають на нього, та визначення напрямів їх дії для побудови цілісного уявлення про місце ринку ПФІ у структурі фінансового ринку та взаємозв'язку основних процесів, що відбуваються на ньому. Серед визначених у підрозділі 2.3 факторів і показників найбільш суттєвими на розвинутих ринках ПФІ було визнано фактори, віднесені до груп ризиків ПФІ (системного ризику), фактори учасників ринку, стану фінансової та економічної систем. Запропонований у підрозділі 2.3 перелік показників за різними групами зазначених факторів, доповнений показниками МВФ, може бути використаний як індикатор розвитку ринку ПФІ України для поточного аналізу і моніторингу.

На цьому ж етапі пропонується проводити експрес-оцінку стану ринку ПФІ на основі карт Шухарта та методу Ірвіна, які дозволяють діагностувати виникнення кризи на ринку ПФІ, встановити межу між стійким розвитком і кризовим станом ринку.

На другому етапі системи оцінювання стану ринку ПФІ відбувається процес стрес-тестування, що включає:

- ідентифікацію потенційних ризиків та загроз стійкому розвитку ринку ПФІ;
- побудову карти ризиків ринку ПФІ та безпосереднє здійснення стрес-тестів;
- прогнозування стану ринку ПФІ за допомогою інтегрального індикатора стану ринку.

Сам процес стрес-тестування в рамках завдань, покладених на систему оцінювання, відповідно до підходу МВФ, розуміється як комплекс аналітичних інструментів, що застосовуються з метою визначення ключових ризиків фінансово-економічної системи шляхом отримання цифрової оцінки впливу надзвичайних, але цілком ймовірних макро- та мікроекономічних шоків як на фінансову систему загалом, так і на окремі сектори і ринки [90].

Варто відзначити, що в ході стрес-тестування інтегрального індикатора стану ринку ПФІ можна отримати відповідь на питання: як зміниться стан ринку під впливом зміни того чи іншого фактора (факторів), тобто встановлюється чутливість ринку ПФІ до зовнішніх і внутрішніх шоків.



В основу агрегування показників в межах стрес-тестування пропонуємо покласти принцип поєднання підходів до стрес-тестування на макро- і мікрорівні (за рівнями аналізу). Згідно з цим принципом результати стрес-тестувань, проведених в межах систем ризик-менеджменту окремих учасників ринку ПФІ, консоліднуються і порівнюються з результатами стрес-тестування всього ринку, що дає змогу отримати більш порівнювані та достовірні дані.

З урахуванням важливості своєчасної ідентифікації та запобігання поширенню рівня системного ризику та ризиків, притаманних ПФІ (розглянутих у підрозділі 1.2), для проведення стрес-тестування індикатора стану ринку ПФІ нами пропонується побудова на рівні регуляторів карти ризиків ринку ПФІ, що дає змогу в агрегованому вигляді представити взаємозв'язки між його учасниками через їх позиції в ПФІ, виявити джерела виникнення ефекту зараження в системі ринку, сигналізувати про необхідність втручання регуляторів для недопущення виникнення криз (рис. 3.3).

Інститут	Інститут	Учасник ринку 1		Учасник ринку 2		...	Учасник ринку k	
	Вид операції	спекуляція	хедж	спекуляція	хедж	...	спекуляція	хедж
Учасник ринку 1	хедж	x		Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника 1 відносно учасника 2		...	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника 1 відносно учасника k	
	спекуляція							
Учасник ринку 2	хедж	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника 2 відносно учасника 1		x		...	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника 2 відносно учасника k	
	спекуляція							
...	...	...		...		x	...	
Учасник ринку k	хедж	Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника k відносно учасника 1		Позиція у ПФІ (схильність до ризику) учасника k відносно учасника 2		...	x	
	спекуляція							

**Рисунок 3.3 – Карта аналізу системного ризику на ринку ПФІ (розроблено авторами на основі [90])**

Аналіз і тестування даної карти дозволяє визначити як схильність до ризику в позиціях в ПФІ окремих учасників ринку у їх взаємозв'язку може вплинути на розвиток ринку ПФІ. Загалом методологія проведення стрес-тестів у розрізі їх типів (аналіз чутливості, сценарний та індексний аналіз та підходів до обсягу шоків, метод “найгіршого випадку”, метод “граничних значень”) присвячено досить багатому публікацій, проте вона не є предметом нашого дослідження. Як окремий аналітичний інструмент для стрес-тестування та прогнозування розвитку ринку ПФІ пропонуємо

використовувати інтегральний індикатор стану ринку ПФІ (визначений та розрахований на основі показника Херста у підрозділі 3.1 монографії).

Вихідними продуктами третього етапу функціонування системи оцінювання стану ринку ПФІ, а саме етапу консолідації, обробки та оприлюднення звітної інформації, є окремі дані, що слугують основою для подальшої публікації систематичних інформаційних матеріалів щодо стану ринку ПФІ, розкриття інформації на ньому, прозорості та аналізу його розвитку у вигляді окремого звіту (частини) в межах загальних звітів про розвиток фінансового ринку та стійкість фінансової системи, що повинні видаватись регуляторами ринку ПФІ. Структурно, на наш погляд, даний звіт з урахуванням кращої практики укладання подібних матеріалів (у тій чи іншій формі вони публікуються з 1996 р. і на сьогодні використовуються понад 70 країнами світу [117]) має складатися з аналітичного огляду стану фінансової системи та місця ринку ПФІ в ній, і деталізованого огляду стану та перспектив розвитку ринку ПФІ.

Такий огляд має включати глибокий аналіз ендегенних та екзогенних факторів впливу (шоків) на розвиток ринку ПФІ, вразливість ринку до цих факторів, каналів поширення ризиків окремих ПФІ та системного ризику, прогнози розвитку ринку та рекомендації з нівелювання негативного впливу факторів і ризиків. Важливою вимогою, що ставиться перед звітом про розвиток ринку ПФІ, є його цілісність, тобто охоплення усього ринку, а не лише окремих його інститутів, що досягається широкою агрегованістю даних та періодичністю – інвестиційні горизонти учасників ринку базуються на аналізі тенденцій розвитку ринку за певний проміжок часу (часовий континуум).

Детально розглянувши методику складання, подання та оприлюднення огляду розвитку ринку ПФІ, зупинимось на базових для функціонування ринку питаннях забезпечення розкриття інформації і прозорості на ньому, які стосуються як керованої (більшою мірою), так і керуючої підсистем.

Слід також відзначити, що прозорість та розкриття інформації на фінансовому ринку і ринку ПФІ зокрема є важливою запорукою підтримання його стійкого розвитку. Ці характеристики покладені в основу не тільки ринкової практики, але й прийняті у вигляді принципів на рівні наднаціональних регулятивних органів та мають стати визначальними у функціонуванні ринку ПФІ в Україні.





Так, принцип прозорості та розкриття інформації міститься в Основних принципах ефективного банківського нагляду Базельського комітету з банківського нагляду, Цілях і принципах регулювання ринку цінних паперів Міжнародної організації комісій з регулювання ринку цінних паперів (IOSCO) і характеризується в їх межах двоїстістю підходів. З одного боку, прозорою має бути діяльність учасників ринку, з іншого – регулятивні органи повинні будувати свою діяльність виключно з урахування цього принципу. До того ж, забезпеченню ринкової прозорості та розкриттю інформації повинні сприяти саморегулювні ринкові організації як проміжна ланка між керуючою та керованою підсистемами ринку.

З огляду на вимоги регуляторів слід відзначити той факт, що однією з первинних функцій ПФІ є функція забезпечення інформаційної прозорості, адже ці інструменти сприяють формуванню інформаційних очікувань та більш прогнозованої кон'юнктури ринку. Виконання цієї важливої функції повністю залежить від належного розкриття інформації на ринку щодо ризиків ПФІ, транспарентності здійснення операцій з ними за відсутності маніпулювань цінами, використання ПФІ з метою ухилення від сплати податків, інших шахрайських цілей.

На ринку ПФІ, як і загалом на фінансових ринках, ринкова прозорість (*transparency*) нерозривно пов'язана із ступенем розкриття інформації. У теорії ринкової інфраструктури виділяють дві форми прозорості: передторгова (*pre-trade transparency*) – розкриття інформації про наміри та проспекти торгівлі та післяторгова (*post-trade transparency*) – розкриття інформації щодо обсягів і цін здійснених операцій [196]. Так, фахівці Федерального резервного банку Нью-Йорка наголошують на необхідності підтримання більш високого рівня цінової післяторгової прозорості через розширення доступу до електронних торгових платформ з метою удосконалення ефективності та конкурентності позабіржових ринків ПФІ [164].

Проте незалежно від наведених форм вважається, що позабіржові ринки є менш прозорими порівняно з біржовими, що зумовлено конфіденційними умовами угод на цьому ринку, значним їх різноманіттям, гнучкістю, зумовленою інтересами учасників, досить частим маніпулюванням ціновими характеристиками ПФІ. Зіставлення рівня прозорості (низький та високий) залежно від двох базових функцій ринку ПФІ і фінансового ринку загалом (хеджування та спекуляція) за видами інструментів та учасників ринку наведено на рис. 3.4.



	Низька прозорість (приватна інформація)		Висока прозорість (публічна інформація)	
Створення капіталу (спекулятивна)	Продаж позик (сек'юритизація)	Позабіржовий ринок цінних паперів	IPO (первинне публічне розміщення ЦП)	Андеррайтинг цінних паперів
	Ринок синдікованих позик	Ринок Форекс	Позабіржовий ринок ПФІ	Біржовий ринок цінних паперів і ПФІ
Передача ризику (хеджувальна)	Позабіржові ПФІ на капітал	ABS, MBS, CDO, CDS	Позабіржові ПФІ, що передбачають централізований кліринг	Ф'ючерси, опціони та інші ПФІ, що знаходяться в лістингу на біржах
	Процентні та валютні ПФІ (non-vanilla)	Позабіржові процентні ПФІ (vanilla)		

**Рисунок 3.4 – Рівень прозорості за видами ПФІ і функціями ринку [196]**

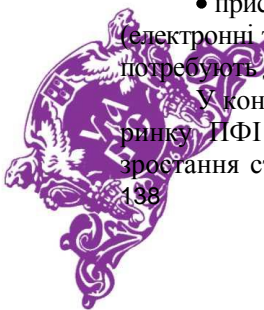
За наведеним на рисунку 3.4 полярним групуванням найбільшу прозорість демонструють ПФІ, що знаходяться в лістингу на біржах, як і біржовий ринок цінних паперів загалом, що пов'язано з однорідністю інформаційних очікувань учасників ринку, сформованих за допомогою аналізу загальнодоступної публічної інформації.

Згідно з проведеним групуванням низький рівень прозорості демонструють ринки ПФІ, синдікованих позик та інструментів, що на них торгуються, що пояснюється гетерогенністю інформаційних очікувань учасників ринку, зумовлених закритістю приватної інформації та інформаційною асиметрією.

Таким чином, у нашому дослідженні пріоритетними до впровадження з позиції розкриття інформації та забезпечення прозорості функціонування ринку ПФІ є біржові ПФІ. Переваги підтримання прозорості на ринку ПФІ зосереджуються навколо:

- посилення захисту інтересів інвесторів зі зменшенням інформаційної асиметрії;
- зростання ринкової ефективності через більш високу інформативність цін (що особливо актуально для ринку ПФІ з огляду на його невід'ємну функцію формування інформаційної прозорості);
- прискорення технологічного розвитку торгових платформ (електронні торги самі по собі призводять до акумуляції інформації і не потребують додаткових витрат на її консолідацію).

У контексті дослідження розкриття інформації та прозорості на ринку ПФІ слід зауважити і на протилежній думці про те, що зростання ступеня прозорості ринку може призвести до погіршення



State Higher Educational Institution "UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING" OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

його резистентності виникненню криз: обов'язкове розкриття інформації і підтримка транспарентного середовища укладання угод призводить до зростання транзакційних витрат і зменшення ліквідності для учасників ринку, що здорожчує операції на ринку ПФІ і робить його нестійким.

Проте, розглядаючи ринок ПФІ з позиції безпечного та ефективного його функціонування в межах всієї фінансової системи, переваги підвищення ринкової прозорості для побудови такого ринку ПФІ в Україні є більш вагомими.

Виходячи з цього, на нашу думку, буде доцільним у контексті реалізації концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ встановлення єдиних вимог щодо розкриття інформації учасниками ринку ПФІ та дотримання рівня прозорості операцій шляхом імплементації відповідних міжнародних вимог і стандартів в Україні та їх впровадження в інформаційно-аналітичні системи цих учасників.

Практична реалізація принципів прозорості та розкриття інформації на ринку ПФІ зафіксована у МСФЗ 7 “Фінансові інструменти: розкриття інформації”, МСБО 32 “Фінансові інструменти: подання інформації”. Слід зазначити, що більшість положень, наведених у стандартах, засновано на регулятивних вимогах Базельського комітету з банківського нагляду, зокрема сконцентрованих у Базелі II.

ПФІ, як відомо, у звітності і обліку учасників ринку у найбільш загальному вигляді належать до фінансових активів (зобов'язань), що обліковуються за справедливою вартістю з відображенням її змін у звіті про прибутки і збитки.

Згідно з вимогами МСФЗ 7 учасник ринку ПФІ у своїй звітності повинен надавати інформацію, що дозволяє користувачам (регулятивним органам, інвесторам) оцінювати важливість фінансових інструментів для фінансового стану (бухгалтерський баланс), результатів діяльності (звіт про прибутки і збитки), обраних принципів облікової політики щодо ПФІ (примітки до фінансової звітності).

Кожен учасник ринку ПФІ самостійно обирає критерії сутєвості розкриття інформації про ПФІ та закріплює їх у внутрішніх нормативних документах: наскільки детальною повинна бути інформація, представлена у звітних формах, щоб вона відповідала вимогам МСФЗ 7, скільки уваги слід приділити різним аспектам вимог стандарту і як узагальнювати інформацію з метою



створення загальної картини щодо ПФІ. У розрізі звітів про фінансовий стан та прибутки і збитки, як одних з основних форм звітності, в яких відображаються ПФІ, розглянемо порядок висвітлення інформації про них (табл. 3.5).

У міжнародній обліковій практиці за МСФЗ 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності” передбачено розкриття значного обсягу інформації щодо ПФІ в примітках до звітності. У примітках учасника ринку мають наводитися важливі принципи обраної стосовно до ПФІ політики, принципи оцінки, що вживаються при складанні фінансової звітності, та інші принципи, необхідні для розуміння фінансової звітності.

Таким чином, можна зробити висновок, що взаємодія керуючої та керованої підсистем ринку ПФІ України в межах концептуальних засад його стійкого розвитку поряд із підсистемою забезпечення має опосередковуватися інформаційно-аналітичним середовищем його стану і регулювання, що концентрується в системі оцінювання стану ринку ПФІ.

Система передбачає надання оцінки індикаторам розвитку ринку ПФІ України в два етапи, що охоплюють аналіз і моніторинг цих показників та їх стрес-тестування. Вхідним інформаційним потоком системи є звітна інформація учасників ринку ПФІ, створена в межах систем їх ризик-менеджменту (як загальна, так і спеціальна), вихідним – розкриття інформації на ринку ПФІ, засноване на імплементації МСФЗ, принципів Базельського комітету з банківського нагляду та Міжнародної організації комісій ринків цінних паперів, а також публікація огляду його розвитку.

**Таблиця 3.5 – Вимоги щодо розкриття інформації за операціями з ПФІ в основних формах звітності учасників ринку згідно з МСФЗ\***

Форма	Перелік відображуваної інформації	Правила відображення статей звітності стосовно ПФІ
1	2	3
Баланс	Балансова вартість кожної з класифікаційних категорій фінансових активів і зобов'язань, включаючи ПФІ	Учасник ринку повинен розмежовувати інструменти, що оцінюються за справедливою та амортизованою вартостями, інструменти, що не входять у сферу застосування МСФЗ 7

Продовження табл. 3.5

1	2	3
Звіт про фінансові результати	<ul style="list-style-type: none"> <li>- загальний процентний дохід або загальні процентні витрати (розраховані з використанням методу ефективної процентної ставки) за ПФІ;</li> <li>- дохід або витрати по отриманих винагородах (крім сум, включених у визначення ефективної процентної ставки), що виникають у зв'язку з ПФІ;</li> <li>- процентний дохід по знецінених ПФІ;</li> <li>- сума збитку від знецінення за кожним класом фінансових активів і зобов'язань у т.ч. ПФІ;</li> <li>- чистий прибуток або збитки по кожному з класів фінансових активів і зобов'язань, у т.ч. ПФІ</li> </ul>	Учаснику ринку слід відобразити у звіті про фінансові результати інформацію про прибуток (збиток), що виникає у зв'язку із зміною справедливої вартості ПФІ, відсотки, розраховані із застосуванням методу ефективної ставки, збитки від знецінення, прибуток (збиток) за курсовими різницями з цими інструментами

\*Складено авторами.

На особливу увагу в межах системи оцінювання стану ринку ПФІ заслуговує створення дієвих систем ризик-менеджменту інфраструктурних учасників ринку ПФІ. Впровадження зазначеної системи в процесі розбудови ринку ПФІ України дозволить створити інформаційну базу аналізу і прогнозування криз на ньому, що стане основою розробки заходів щодо забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ.



## ВИСНОВКИ

Актуалізація негативної ролі ринку ПФІ для усього фінансового ринку з посиленням глобалізаційних процесів та диспропорцій у розвитку фінансового та реального секторів економіки зумовлює необхідність дослідження питань його стійкого розвитку. Існування дилеми між роллю ринку ПФІ як інструмента макроекономічної стабілізації та можливою деструктивною роллю цього ринку для усієї фінансової системи підкреслює актуальність обраної теми дослідження. На основі узагальнення неоднозначних теоретичних підходів до трактування поняття “похідні фінансові інструменти” під ними запропоновано розуміти фінансові інструменти строкового ринку, що поєднують наступні ознаки: виступають домінуючою формою фіктивного капіталу; можуть бути використані як складові або самостійні продукти фінансового інжинірингу; вартість яких походить від вартості базових активів, що лежать в їх основі; розрахунки за якими можуть здійснюватися на певних умовах у майбутньому; призначені для трансформації і передачі ризиків як інструменти хеджування та спекуляції. На відміну від існуючих, наведене визначення поєднує структурно-функціональні ознаки ПФІ у часовому, вартісному, рольовому та структурному розрізах, й дозволяє обґрунтувати їх дуалістичну природу (як інструментів управління та генерації ризиків). Крім того, доведено, що ПФІ розкривають свою сутність у таких аспектах, як інструменти генерування та управління ризиками, інструменти строкового ринку та продукти фінансового інжинірингу.

ПФІ визначено як домінуючу форму фіктивного капіталу за виконуваними ними функціями в умовах зміни концепції функціонування світового господарства. Зокрема, фінансіалізація світової економічної системи змістила акценти з функції хеджування ризиків як первісної функції ринку ПФІ до спекулятивної, як функції, що опосередковує отримання спекулятивного доходу учасниками ринку ПФІ. Підкреслено, що дуалістична природа ПФІ як інструментів управління ризиком та його генерування втілена в різних ризиках, притаманних самим ПФІ, і у випадку зміщення функцій ПФІ в бік спекулятивної може призвести до порушення у стійкому розвитку самого ринку і стійкості фінансової системи загалом.

У процесі дослідження розвитку ринку ПФІ єдність історичного і логічного підходів дала змогу виявити основні тенденції в розвитку



ринку ПФІ у посткризовий період, довести можливість виникнення криз на ринку та визначити їх причини. Встановлено, що бурхливому розвитку ринку ПФІ сприяли передумови, що конкретизуються у наступних напрямках: еволюційному, ризик-менеджменті, методологічному, регулятивному, технологічному. Основні тенденції в розвитку ринку ПФІ у посткризовий період пов'язані передусім з посиленням регулювання ринку ПФІ, зближенням біржової та позабіржової його частин, нівелюванням ризиків самих ПФІ та їх недоліків з метою попередження криз на ньому.

Проведений аналіз фактичного стану і тенденцій розвитку національного та світових ринків ПФІ дозволив відзначити безпрецедентні масштаби розвитку світового ринку ПФІ, перебування українського ринку ПФІ на етапі його становлення та окреслити проблеми їх функціонування в межах нормативного, методологічного та інфраструктурного аспектів. У роботі підкреслено, що вирішення проблем та перспектив розвитку цих ринків знаходяться в одній площині – посилення їх регулювання з метою сприяння їх стійкому розвитку.

Обґрунтування можливості виникнення криз на ринку ПФІ на основі карт Шухарта та методу Ірвіна дозволило діагностувати стан та напрям розвитку ринку ПФІ, продемонструвати відсутність ознак самоорганізації і стійкості та визначити необхідність у додатковому зовнішньому регулюванні цього ринку. З урахуванням системного та синергетичного підходів було досліджено системні характеристики ринку ПФІ та здійснено категоріальне конструювання поняття “стійкий розвиток ринку ПФІ”, під яким пропонується розуміти процес постійного підтримання ринком стану динамічної рівноваги, який при цьому знаходиться під впливом ендогенних і екзогенних факторів, що дозволяє забезпечити виконання його функцій на основі позитивного зворотного зв'язку між фінансовим та реальним сектором.

У ході дослідження впливу ендогенних та екзогенних факторів на стійкий розвиток ринку ПФІ було встановлено напрям цього впливу та його реалізацію (у розрізі світового біржового та позабіржового та національного ринків ПФІ) за рахунок дії таких основоположних факторів, як рівень левериджу банків і хедж-фондів, річний ріст ВВП, достатність капіталу банків, глибина фінансового сектора.

Необхідність поглиблення науково-методичних положень щодо оцінювання стану ринку ПФІ з метою його регулювання,



визначена на основі запропонованої експрес-оцінки його стану та факторного аналізу, дозволила розробити інтегральний індикатор стану ринку ПФІ, обчислення якого ґрунтується на гіпотезі фрактальності ринку ПФІ та здійснюється методом R/S аналізу. Ця гіпотеза, на відміну від гіпотези ефективності ринку, пояснює механізм функціонування ринку ПФІ з позиції його фрактальної структури на основі збалансування інвестиційних горизонтів учасників ринку – хеджерів та спекулянтів.

Подальший стійкий розвиток ринку ПФІ України пов'язаний, перш за все, з реформуванням його регулювання, яке пропонується здійснювати в межах розроблених концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ на основі деталізованої взаємодії керуючої (державні органи регулювання ринку ПФІ), керованої (учасники ринку) підсистем ринку, через нормативне, методологічне та інфраструктурне забезпечення та в межах інформаційно-аналітичного середовища оцінювання та регулювання ринку ПФІ України.

Керуюча підсистема з огляду на передчасність впровадження мегарегулятора фінансового ринку і з урахуванням посткризових тенденцій у розвитку регулювання світового ринку ПФІ на національному та наднаціональному рівнях, представлена основними державними органами, що мають регулятивні повноваження щодо ринку ПФІ. Забезпечення функціонування ринку ПФІ, втілене в окремих елементах нормативного, методологічного та інфраструктурного характеру, що покликані створити базові умови його існування, закласти основи до оцінки, обліку, рейтингування ПФІ, здійснення документування, юридичного супроводу, розрахунків, клірингу, оподаткування, управління ризиками операцій з цими інструментами, конкретизується в окремій підсистемі.

Обґрунтовано, що інформаційно-аналітичне середовище включає систему оцінювання стану ринку ПФІ, яка дозволяє регуляторам приймати своєчасні рішення щодо попередження кризових явищ на ринку ПФІ з огляду на генеровані нею звітні дані. Вона базується на звітній інформації учасників ринку ПФІ як продукті їх систем ризик-менеджменту, і результатом її роботи є формування інформаційної бази для макропруденційного аналізу та розкриття інформації стосовно ринку ПФІ, призначеної для розробки заходів щодо забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ. Послідовність оцінювання стану ринку ПФІ у цій системі здійснюється за етапами аналізу, моніторингу, стрес-тестування, консолідації і оприлюднення звітної інформації. На особливу увагу заслуговують положення щодо





функціонування систем ризик-менеджменту інфраструктурних інститутів – учасників ринку ПФІ, засновані на ідентифікації їх ризиків і технологій управління ними. На макрорівні важлива роль відводиться своєчасній ідентифікації з боку регуляторів системного ризику на ринку ПФІ, яку пропонується здійснювати з застосуванням карти ризику на основі агрегованих даних щодо відкритих позицій у ПФІ учасників ринку.

Забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ України є основою його розбудови, що втілена в концептуальних засадах стійкого розвитку ринку ПФІ України. Реформування регулювання ринку ПФІ має відбуватись у руслі загальносвітових тенденцій щодо його посилення, забезпечення прозорості. Запропоновані засади дозволять усунути недоліки діючої системи регулювання ринку ПФІ, створити рамкові межі його стійкого розвитку, отримати переваги від його функціонування як учасникам, так і регуляторам, сприятимуть попередженню криз на ньому.

Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНЬСКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”  
State Higher Education Institution  
“UKRAINE ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”



## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Андреева Г. І. Ринок похідних цінних паперів як самоорганізуюча система // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: збірник тез доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції (15–16 травня 2008 р.) / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи НБУ”. – Суми, 2008. – С. 172–173.
2. Базовый курс по рынку ценных бумаг. – М. : Финансовый издательский дом “Деловой экспресс”, 1997. – 485 с.
3. Балабушкин А. Н. Опционы и фьючерсы : методическое пособие / А. Н. Балабушкин. – Фондовая биржа РТС, 2003. – 105 с.
4. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз / О. І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С. 3–20.
5. Безп’ятов А. В. Розвиток похідних фінансових інструментів у країнах з перехідною економікою : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.05.01 “Світове господарство і міжнародні економічні відносини” / А. В. Безп’ятов. – Київ, 2004. – 15 с.
6. Берлін М. С. Моделі управління фінансовою стійкістю страхової компанії : автореф. дис. канд. екон. наук : спец. 08.00.11 / М. С. Берлін ; Донец. нац. ун-т. – Донецьк, 2008. – 20 с.
7. Бланк И. А. Управление финансовыми рисками / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2005. – 600 с. – (Библиотека финансового менеджера).
8. Боди З. Финансы : учебное пособие : пер. с англ. / З. Боди, Р. К. Мертон. – М. : Вильямс, 2000. – 592 с.
9. Бондарчук В. Податкові новації та проблеми розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] / В. Бондарчук. – Режим доступу : [www.nbfn.com.ua/analit\\_mat/rzp/161.htm](http://www.nbfn.com.ua/analit_mat/rzp/161.htm).
10. Боярчук Д. Комплексна оцінка фіскальної стабільності в Україні : аналітичний звіт / Д. Боярчук, А. Колесніченко, В. Мовчан та ін. – Центр соціально-економічних досліджень CASE Україна, 2008. – 67 с.
11. Бузгалин А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ / А. Бузгалин, А. Колганов // Вопросы экономики. – 2009. – № 1. – С. 119–132.
12. Бурденко І. М. Біржові та позабіржові ринки похідних фінансових інструментів: український і світовий аспекти / І. М. Бурденко, І. О. Остапенко // Соціально-економічні проблеми



сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: стабілізація та євроінтеграція : зб. наук. праць / НАН України. Ін-т регіональних досліджень ; редкол. : відп. ред. Є. І. Бойко. – Львів, 2009. – Вип. 2. С. 62–72. – ISSN 2071-4653.

13. Бурденко І. Похідні фінансові інструменти як форма фіктивного капіталу / І. Бурденко, І. Макаренко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 11. – С. 181–188. – ISSN 1993-6788.

14. Буренин А. Н. Рынок производных финансовых инструментов : учебное пособие / А. Н. Буренин. – М.: 1-я Федеративная Книготорговая компания, 1998. – 352 с.

15. Вайн С. Опционы: Полный курс для профессионалов / Саймон Вайн. – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 416 с.

16. Васильченко З. М. Банківська діяльність в умовах глобалізації економіки / З. М. Васильченко // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 124–131.

17. Васильченко З. М. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів / З. М. Васильченко // Банківська справа. – 1998. – № 1. – С. 46–55.

18. Вибираючись із кредитної кризи. Глобальна фінансова криза очима бухгалтерів “Climbing out of the Credit Crunch” [Електронний ресурс] : аналітичний звіт. – Режим доступу : [http://www.accaglobal.com/documents/ukraine\\_credit\\_crunch.pdf](http://www.accaglobal.com/documents/ukraine_credit_crunch.pdf).

19. Воробьева З. А. Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций / З. А. Воробьева // Финансы и кредит. – 2004. – №3. – С. 36–40.

20. Ворочек В. Г. Перспективи застосування “Базеля III” як інструмента попередження фінансових криз [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.confcontact.com/20110225/ek2\\_vorocek.htm](http://www.confcontact.com/20110225/ek2_vorocek.htm).

21. Галанова А. В. Влияние мирового рынка внебиржевых производных финансовых инструментов на рыночные риски : дис. канд. экон. наук. : 08.00.10 / Галанова Александра Владимировна. – М., 2004. – 141 с.

22. Галочкин М. И. Рынок производных ценных бумаг: регулирование и развитие в России : автореферат дисс. ... канд. экон. наук. : спец. 08.00.10 – “Финансы, денежное обращение и кредит” / Галочкин М. И. – Йошкар-Ола. – 2010. – 20 с.

23. Гачков А. А. Рандомизированный алгоритм R/S-анализа финансовых рядов [Электронный ресурс] / А. А. Гачков. – Режим доступа : <http://www.math.spbu.ru/user/gran/soi5/Gatchkov5.pdf>.



24. Гильфердинг Р. Финансовый капитал : пер. с нем./Р. Гильфердинг. – М., Финансы и статистика, 1959. – 358 с.

25. Глухов М. Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга : автореф. дис. канд. экон. наук : спец. 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит” / Михаил Юрьевич Глухов. – М., 2007. – 15 с.

26. Глущенко А. С. Розкриття поняття “похідні фінансові інструменти” через узагальнення найбільш виражених їх властивостей та виконуваних функцій [Електронний ресурс] / А. С. Глущенко, Д. М. Борисенко. – Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/portala/natural/vkhnu/Ekon/802/08gbdroz.pdf>.

27. Головка А. Інноваційні технології в розрахунково-кліринговій діяльності на ринку цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.u-fin.com.ua/analit\\_mat/rzp/021.html](http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/021.html).

28. Горбань О. М. Основи теорії систем і системного аналізу: навчальний посібник / О. М. Горбань, В. С. Бахрушин. – Запоріжжя : ГУ “ЗІДМУ”, 2004. – 204 с.

29. Гордон В. Б. Роль деривативів на ринках, що розвиваються / В. Б. Гордон // Фінанси України. – 2005. – № 1. – С. 70–77.

30. Господарчук С. А. Аналіз сучасних підходів до моделювання фінансових ринків / С. А. Господарчук // Фінанси і кредит. – 2006. – № 14. – С. 21–28.

31. Гоффе В. В. Ринок деривативів: зарубіжний досвід та перспективи розвитку в Україні : автореф. дис. ... канд. экон. наук : спец. 08.04.01 “Фінанси, грошовий обіг і кредит” / В. В. Гоффе. – К., 2005. – 23 с.

32. Грищенко К. Г. Оцінка ефективності вітчизняного фондового ринку / К. Г. Грищенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XI Всеукраїнської науково-практичної конференції (30–31 жовтня 2008 р.) : у 2 т. / ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – Т. 1. – С. 22–23.

33. Дарушин И. Гипотеза опережающего влияния срочного рынка / Иван Дарушин // Рынок ценных бумаг. – 2006. – № 1. – С. 23–25.

34. Дарушин И. Срочные сделки или производные инструменты? К вопросу о терминологии рынка деривативов / Дарушин Иван // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 5.

35. Жуковская М. В. Рынок производных ценных бумаг: учебное пособие / М. В. Жуковская. – Таганрог : Изд- во ТРТУ, 2004. – 39 с.



36. Журавка Ф. О. Механізм реалізації валютної політики в Україні: дис. д-ра екон. наук: 08.00.08/Журавка Федір Олександрович. – Суми : [Б. В.], 2009. – 418 [6] с.

37. Звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2000–2011 рр. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmsC.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>.

38. Зимовець В. В. Фінансове посередництво: навчальний посібник / В. В. Зимовець, С. П. Зубик; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К. : КНЕУ, 2005. – 288 с.

39. Зінченко В.О. Забезпечення стійкості банківської системи України: дис. канд. екон. наук: 08.00.08 / Зінченко Віктор Олександрович. – Суми, 2008. – 238 с.

40. Зубанов Н. В. Анализ устойчивости функционирования экономических систем относительно поставленных целей / Н. В. Зубанов, С. В. Пестриков // Вестник Самарского государственного университета. – 2006. – № 1. – С. 17–21.

41. Іваницька О. М. Концептуальний підхід щодо регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні [Електронний ресурс] / О. М. Іваницька // Державне управління: теорія та практика. – 2006. – № 1. – Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/dutp/2006-1/>. – Національна бібліотека України імені В. І. Вернадського.

42. Кальченко І. Історичний розвиток деривативів / Інна Кальченко // Юридична Україна. – 2007. – №7. – С. 69–75.

43. Кандинская О. А. Развитие мирового рынка финансовых производных инструментов / О. А. Кандинская // Финансовый бизнес. – 2000. – № 2. – С. 26–31.

44. Капитал. Критика политической экономии : Т. 3. [Кн. 3] : Процесс капиталистического производства, взятый в целом Ч. 2 / Карл Маркс ; ред. Фридрих Энгельс. – М. : Изд-во полит. литературы, 1986. – 1080 с.

45. Кейнс Дж. М. Трактат о денежной реформе : пер. с англ. / Дж. М. Кейнс. – М. : Экономика, 1993. – 543 с.

46. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег : пер. с англ. / общая ред. и предисл. А. Г. Милейковского и И. М. Осадчей. – М. : Прогресс, 1978. – 495 с.

47. Киселев М. В. Российский рынок срочных финансовых инструментов: проблемы и перспективы развития : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.10 – “Финансы, денежное обращение и кредит” / М. В. Киселев. – Саратов, 2010. – 40 с.



48. Киселев М. В. Функции деривативов / М. В. Киселев // Фондовый рынок. – 2008. – № 3. – С. 45–49.

49. Ковалев В. В. Система предупреждения валютного и финансового кризисов в условиях глобализирующейся экономики : автореф. дис. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.14 – “Мировая экономика” / В. В. Ковалев. – Москва, 2007. – 23 с.

50. Коваленко Ю. М. Структуризация современного финансового рынка // Финанси України. – 2010. – № 9. – С. 91–99.

51. Коваленко Ю. М. Фінансові інструменти в сучасному вимірі // Науковий вісник : зб. наук. пр. – Ірпінь: НУДПСУ, 2010. – Вип. 2 (49). – С. 84–90.

52. Козьменко О. В. Страховий ринок України у контексті сталого розвитку : монографія / О. В. Козьменко – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 350 с.

53. Колб Р. У. Финансовые деривативы : учебник. Издание 2-е / Роберт У. Колб / Перевод с англ. – М.: Информационно-издательский дом “Филинь”, 1997. – 345 с.

54. Комарова А. Негативные тенденции развития мирового рынка производных финансовых инструментов [Электронный ресурс] / Анна Комарова. – Режим доступа: <http://www.rcb.ru/rcb/2007-02/8133/>.

55. Комиссаров Д. Ю. Роль производных финансовых инструментов в развитии финансового рынка Российской Федерации : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Комиссаров Дмитрий Юрьевич. – М., 2004. – 174 с.

56. Консультації щодо підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором України : Зелена книга [Електронний ресурс] – К., 2010. – Режим доступу: [www.bank.gov.ua/Publication/others/zelena\\_kniga.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/others/zelena_kniga.pdf).

57. Корнєєв В. В. Фінансові спекуляції та стійкість економічних систем / В. В. Корнєєв // Економіка і прогнозування. – 2008. – № 2. – С. 24–49.

58. Корнилов И. Срочные, будущие и абсолютно новые [Электронный ресурс] / Иван Корнилов // Консультант. – 2007. – № 19. – Режим доступа : <http://www.c2f.ru/online/766/?article=163>.

59. Крамаренко Я. Ю. Облік та аналіз операцій з валютними деривативами в комерційних банках України : автореф. дис. канд. экон. наук : спец. 08.06.04 – “Бухгалтерський облік, аналіз та аудит” / Я. Ю. Крамаренко. – К., 2002. – 11 с.



60. Крухмаль О. В. Оцінка фінансової стійкості банків : інформаційне і методичне забезпечення : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Крухмаль Олена Валентинівна. – Суми, 2007. – 256 с.

61. Куклина Е. А. Устойчивость экономической системы: методологические подходы к определению понятия, виды устойчивости, типы устойчивого развития / Е. А. Куклина // Образование. Экономика. Общество. – СПб. : НОИР, 2007. – № 3. – С. 42–47.

62. Лаврушин О. И. Производные финансовые инструменты в примерах [Электронный ресурс] / О. И. Лаврушин. – Режим доступа : [http://www.elitarium.ru /2008/05/30 /finansovye\\_instrumenty\\_primery.html](http://www.elitarium.ru /2008/05/30 /finansovye_instrumenty_primery.html).

63. Лансков П. Основні моделі та тенденції розвитку регулювання на фінансовому ринку Росії / П. Лансков // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7. – С. 24–26.

64. Ларин В. Г. Волатильность российского и зарубежного фондовых рынков: сравнение и анализ : автореф. дис. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.10 “Финансы, денежное обращение и кредит”, 08.00.13 “Математические и инструментальные методы экономики” / В. Г. Ларин. – М., 2009. – 27 с.

65. Ларионова И. В. Реорганизация коммерческих банков / И. В. Ларионова. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 159 с.

66. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн Центральної Європи : монографія / С. М. Козьменко, М. І. Макаренко, Ф. І. Шпиг ; ред. А. О. Єпіфанов. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 109 с.

67. Луцишин З. Асиметрія і парадокс фінансової глобалізації / Зоряна Луцишин // Міжнародна економічна політика. – 2008. – № 8–9. – С. 78–107.

68. Ляскин С. В. Показатель фрактральности Херста как мера относительной рыночной эффективности / С. В. Ляскин // Управление корпоративными финансами. – 2009. – № 3. – С. 187–195.

69. Мазукабзова Б. Роль кредитно-дефолтных свопов в мировом кризисе / Б. Мазукабзова // Вопросы экономики. – 2009. – № 7. – С. 144–146.

70. Макаренко І. О. Впровадження похідних фінансових інструментів на посткризовому фондовому ринку України: нормативний аспект / І. О. Макаренко // Шевченківська весна: Економіка : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених / За заг. ред. проф. В. Д. Базилевича : у 2-х т. – К. : ТОВ “Сталь”, 2010. – Вип. VIII, Том 1. – С. 248–250.



71. Макаренко І. О. Гіпотеза ефективного ринку та похідні фінансові інструменти в контексті світової фінансової кризи / І. О. Макаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей XIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (28–29 жовтня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”, 2010. – Т. 2. – С. 142–144.

72. Макаренко І. О. Механізм впливу факторів на фінансову стійкість ринку похідних фінансових інструментів / І. О. Макаренко // Вісник Запорізького національного університету : збірник наукових праць. – Серія “Економічні науки”. – 2011. – № 3(11). – С. 228–238.

73. Макаренко І. О. Регулювання ринку похідних фінансових інструментів України: організаційний аспект / І. О. Макаренко // Вісник Хмельницького національного університету. – Серія “Економічні науки”. – 2011. – № 5. – Т. 2. – С. 221–225.

74. Макаренко І. О. Реформування регулювання ринку похідних фінансових інструментів / І. О. Макаренко // Актуальні проблеми розвитку національної економіки України: матеріали Міжнародної наукової студентсько-аспірантської конференції (13–14 травня 2011 р.) / Львівський національний університет імені Івана Франка. – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. – С. 321–323.

75. Макаренко І. О. Система оцінювання ринку похідних фінансових інструментів України / І. О. Макаренко // Інноваційна економіка. – 2011. – № 5. – С. 284–289.

76. Макаренко І. О. Становлення ринку похідних фінансових інструментів в Україні // Шляхи та інструменти модернізаційного прориву економіки України : матеріали міжнародної конференції, м. Одеса, 21–22 жовтня 2010 р. / ІПРЕЕД НАН України. – м. Одеса : ІПРЕЕД НАН України, 2010. – С. 176–178.

77. Макаренко І. О. Формалізація впливу факторів на фінансову стійкість національного та світових ринків похідних фінансових інструментів / І. О. Макаренко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Харків, 2011. – Вип. 1 (10), частина 2. – С. 305–312.

78. Маршалл Дж. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям : пер. с англ. / Дж. Маршалл, К. Бансал Випул. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.

79. Маслова С. О. Фінансовий ринок : навчальний посібник : 3-тє вид. / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К. : Каравела, 2004. – 344 с.





80. Международный менеджмент : учебник для вузов / Д. И. Баркан, С. Э. Пивоваров, Л. С. Тарасевич, А. И. Майзель. – СПб. : Питер. – 2002. – 547с. – (Серия “Учебник для вузов”).

81. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок: Тенденции и инструменты / Д. М. Михайлов. – М. : Экзамен, 2000. – 768 с.

82. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків : пер. з англ. / Ф. С. Мишкін. – К. : Основи, 1998. – 963 с.

83. Міжнародні стандарти фінансової звітності 2004 : В 2 част. Част. 2 / Перекл. з англ. за ред. С. Ф. Голова. – К. : Федерація професійних бухгалтерів і аудиторів України, 2005. – 1232 с.

84. Міщенко С. В. Проблеми вдосконалення саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С. 43–52.

85. Мозговий О. М. Фондовий ринок : навч. посібник / О. М. Мозговий. – К. : КНЕУ, 1999. – 316 с.

86. Мусатов В. Т. США: биржа и экономика. – М. : Наука, 1985. – 224 с.

87. Назарчук М. Перехідна економіка і фондовий ринок України: порівняльний аналіз динаміки показників у 1996–2005 рр. / М. Назарчук, Г. Курбацький // Економіка України. – 2009. – С. 14–25.

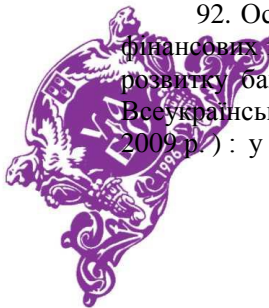
88. Наконечний С. І. Економетрія: підручник / С. І. Наконечний, Т. О. Терещенко, Т. П. Романюк. – Вид. 3-тє, доп. та перероб. – К. : КНЕУ, 2004. – 520 с.

89. Некоторые подходы к разработке системы индикаторов мониторинга финансовой стабильности / [Дробышевский С. М. (рук. авт. коллектива) и др.]. – М. : ИЭПП, 2006. – 305 с. : ил. – (Научные труды / Ин-т экономики переходного периода; № 103Р).

90. Організаційно-методичні підходи до запровадження в НБУ системи оцінки стійкості фінансової системи: інформаційно-аналітичні матеріали / За редакцією В. І. Міщенко, О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової. – Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 97с.

91. Основи стійкого розвитку: навчальний посібник / За заг. ред. Л. Г. Мельника. – Суми : ВТД “Університетська книга”, 2005. – 654 с.

92. Остапенко І. О. Економічні передумови розвитку похідних фінансових інструментів / І. О. Остапенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції (12–13 листопада 2009 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська



академія банківської справи Національного банку України”. – Суми: ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”, 2009. – Т. 2. – С. 46–48.

93. Остапенко І. О. Інвестиційні банки на ринку похідних фінансових інструментів: світові тенденції та український досвід / І. О. Остапенко // Економічний простір : збірник наукових праць. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2009. – № 28/1. – С. 184–192.

94. Остапенко І. О. Переваги та недоліки похідних фінансових інструментів в контексті світової фінансової кризи / І. О. Остапенко // Актуальні проблеми сталого розвитку національного господарства України: інтеграційний контекст : тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції студентів, аспірантів і молодих учених (23–24 квітня 2010 року, Харків). – Х.: ХНУ імені В. Н. Каразіна, 2010. – С. 128–131.

95. Остапенко І. О. Похідні фінансові інструменти як інструменти хеджування та спекуляції в умовах нестабільності світової фінансової системи / І. О. Остапенко // Особливості функціонування національних фінансових систем в умовах поглиблення глобалізаційних процесів : матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції. в 2 ч. – Ірпінь : Національний університет ДПС України, 2010. – Ч. 2. – С. 133–136.

96. Остапенко І. О. Похідні фінансові інструменти, фінансіалізація і світова фінансова криза / І. О. Остапенко // Вісник Сумського національного аграрного університету. – 2009. – № 8. – С. 110–113. – (Серія “Економіка та менеджмент”).

97. Остапенко І. Функції похідних фінансових інструментів в сучасних умовах [Електронний ресурс] / І. Остапенко // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. – 2010. – № 1. – Режим доступу: [http://www.nbu.gov.ua/e-journals/zprnudps/2010\\_1/zmist.html](http://www.nbu.gov.ua/e-journals/zprnudps/2010_1/zmist.html).

98. Оцінка і забезпечення стійкості фінансових ринків України [Електронний ресурс]. – Інститут економіки і прогнозування НАН України. – Режим доступу : [http://www.ief.org.ua/new\\_page\\_03.htm](http://www.ief.org.ua/new_page_03.htm).

99. Пересادا А. А. Портфельне інвестування : навч. посібник / А. А. Пересادا, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.

100. Перші жертви світової фінансової кризи [Електронний ресурс] / Контракти. – 2008. – № 40. – Режим доступу: [http://kontrakty.com.ua/show\\_ukr\\_article /26/40200811040.html](http://kontrakty.com.ua/show_ukr_article /26/40200811040.html).



101. Пластун О. Л. Ринкова волатильність як індикатор зміни економічного циклу / О. Л. Пластун // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (28–29 жовтня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”, 2010. – Т. 2. – С. 171–173.

102. Поворозник В. До питання про удосконалення інституційних основ небанківського сегмента фінансового ринку України [Електронний ресурс]. – 2009 р. – Режим доступу: <http://old.niss.gov.ua/Monitor/oktober08/6.htm>.

103. Примостка Л. О. Фінансовий менеджмент у банку : підручник. – 2-ге вид., доп. і перероб / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2004. – 468 с.

104. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : монографія / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.

105. Райнер Г. Деривативи і право / Г. Райнер. – М. : Волтерс Клувер, 2005. – 600 с.

106. Рекуненко І. І. Особливості діяльності саморегульованих організацій на ринку фінансових послуг / І. І. Рекуненко, Є. П. Бондаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць / ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ” – Суми : ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”, 2010. – Вип. 29. – С. 391–497.

107. Рисін В. В. Системний ризик банківського сектора: сутність, форми та чинники [Електронний ресурс] / В. В. Рисін // Ефективна економіка. – 2011. – № 1. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=184>.

108. Річний звіт ПФТС за 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/2008>.

109. Романов М. Основні функції ринку похідних фінансових інструментів / М. Романов // Цінні папери України. – 2005. – № 7. – С. 23–25.

110. Рудько-Силиванов В. В. Рынок производственных финансовых инструментов: взгляд в будущее / В. В. Рудько-Силиванов, Д. А. Федосев // Деньги и кредит. – 2006. – № 8. – С. 29–35.

111. Русаненко И. С. Проблемы и пути совершенствования нормативно-правовой базы, регламентирующей функционирование



производных ценных бумаг в Украине / И. С. Русаненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2. – С. 23–26.

112. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учебник для вузов / под ред. проф. О. И. Дегтяревой, проф. Н. М. Коршунова, проф. Е. Ф. Жукова. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 501 с.

113. Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2006. – 448 с : ил.

114. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / под ред. Е. Ф. Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 567 с.

115. Селивановский А. Зачет, взаимозачет, неттинг? / А. Селивановский // Хозяйство и право. – 2009. – № 9. – С. 57–62.

116. Селивановский А. С. Некоторые соображения о русской ISDA / А. С. Селивановский // Хозяйство и право. – 2009. – С. 67–76.

117. Сидоренко О. Ю. Роль звіту про фінансову стабільність у діяльності центрального банку / О. Ю. Сидоренко // Проблеми і перспективи розитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2010. – Вип. 29. – С. 244–256.

118. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики / А. Скоробогатов // Вопросы экономики. – 2009. – № 12. – С. 80–97.

119. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 148 с.

120. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура / Дж. Сорос // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С. 56–84.

121. Сохацька О. М. Біржова справа : підручник / О. М. Сохацька ; Мін-во освіти і науки України, Тернопільська академія н/г. – Тернопіль : Карт-бланш, 2003. – 602 с.

122. Сохацька О. М. Використання фракталів у технічному аналізі ринку FOREX / О. М. Сохацька, І. І. Роговська-Іщук // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 2. – С. 68–76.

123. Сохацька О. М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні : автореф. дис. д-ра екон. наук : спец. 08.05.01 “Світове господарство і міжнародні економічні відносини” / О. М. Сохацька. – Тернопіль, 2003. – 37с.



124. Сохацька О. М. Ф'ючерні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Економічна думка, 1999. – 408 с.

125. Статистические методы: Контрольные карты Шухарта (ИСО 8258-91) : ГОСТ 50779-42-99 : Постановление Госстандарта России от 15.04.1999 № 127. – ИПК Издательство стандартов, 1999. – 36 с. (Государственный стандарт Российской Федерации).

126. Стійкість фінансових ринків України та механізми її забезпечення / [О. І. Барановський, В. Г. Барановська, Є. О. Бублик та ін]; за ред. д-ра екон. наук. О. І. Барановського; НАН України ; Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2010. – 492 с.

127. Суворов П. В. Взаимодействие реального и фиктивного капитала в условиях глобализации : автореф. дис. на соиск. учен. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.01 – “Экономическая теория (общая экономическая теория)” / П. В. Суворов – М., 2007. – 25 с.

128. Теория организации : учебник / под ред. В. Г. Алиева. – М. : Луч, 1999. – 416 с.

129. Толкачёв С. А. Додд-Фрэнк и Гласс-Стигалл: операция спасения американской финансовой системы [Электронный ресурс] / С. А. Толкачев. – Режим доступа: <http://www.kapital-rus.ru/articles/article/179970.170>.

130. Трунин П. В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / [Трунин П. В., Каменских М. В.]. – М. : ИЭП, 2007. – 106 с. : ил. – (Научные труды / Ин-т экономики переход. периода. – № 111).

131. Фабоцци Ф. Управление инвестициями : пер. с англ / Ф. Фабоцци. – М. : Инфра-М, 2000. – 932. – (Университетский учебник).

132. Федосеев Д. А. Влияние рынка производных финансовых инструментов на риски российской экономики : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / Федосеев Дмитрий Александрович. – Владивосток, 2006. – 154 с.

133. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: учебник / А. Б. Фельдман. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 421 с.

134. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал : пер. с англ. / Р. Дж. Хикс – М. : Издательская группа “Прогресс”, “Универс”, 1988. – 488 с.

135. Цветков И. В. Фрактальный анализ и его применение к исследованию временных рядов [Электронный ресурс] / И. В. Цветков. – Режим доступа: <http://russeca.kent.edu/SeminarTsvetkovRus.pdf>.



136. Чекмарев К. С. Инструменты срочного рынка в управлении финансовыми рисками компаний: дис. канд. экон. наук. спец. 08.00.10 / Чекмарев Кирилл Сергеевич. – М., 2009. – 156 с.

137. Шапран В. Инвестиционная отрасль США: тенденции в развитии [Электронный ресурс] / В. Шапран. – Режим доступа: [http://www.reglament.net/bank/banking/2006\\_1\\_article.htm](http://www.reglament.net/bank/banking/2006_1_article.htm)

138. Шевченко Т. І. Аналіз сутності асиметричності інформації та інформаційна асиметричність на сучасних ринках України / Т. І. Шевченко // Вісник СумДУ. Економічні науки. – 2008. – № 1. – С. 191–199.

139. Шинази Г. Дж. Сохранение финансовой стабильности / Гарри Дж. Шинази // Вопросы экономики (Международный валютный фонд). – 2005. – № 36. – С. 22–25.

140. Шірінян Л. В. Фінансова стійкість страхових компаній та шляхи її забезпечення: автореф. дис. канд. экон. наук : спец. 08.00.08 – “Гроші, фінанси та кредит” / Л. В. Шірінян. – Х., 2007. – 20 с.

141. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми: Мрія : УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

142. Школьник І. О. Фінансовий ринок України в контексті розвитку світової фінансової системи : монографія / І. О. Школьник. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 98 с.

143. Школьник І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України: дис. ... д-ра экон. наук : спец. 08. 00. / Школьник Інна Олександрівна. – Суми, 2008. – 440 [6] с.

144. Щодо забезпечення правової визначеності у сфері транзакцій з деривативами в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.isda.org/speeches/pdf/ISDA-Letter-UA-cover-Ukr-Azarov.pdf>.

145. Экономическая безопасность России: Общий курс : учебник / под ред. В. К. Сенчагова. 2-е изд. – М. : Дело, 2005. – 896 с.

146. Эскиндаров М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия / М. Эскиндаров, Я. Миркин. – М. : Финансовая академия при правительстве РФ, 2008. – 148 с.

147. Ющенко В. А. Управління валютними ризиками: навчальний посібник / В. А. Ющенко, В. І. Міщенко. – К. : Знання, 1998. – 444 с. – (Вища освіта XXI століття).



148. Acharya V. V. Restoring financial stability : how to repair a failed system / Viral V. Acharya, Matthew Richardson. – Wiley finance series, 2009. – 419 p.

149. Albuлесcu C. T. The Impact of the New Financial Products on the Volatility of the Economic Growth / C. T. Albuлесcu. – Working papers. – University of Poitiers, 2007. – 8 p.

150. Baluch A. M. Derivative markets and economic growth: Is there a relationship? / Baluch A., Ariff M. – Bond University Working Paper Series. – 2007. – № 13. – 45 p.

151. Bernstein Peter L. Against the gods : the remarkable story of risk / Peter L. Bernstein. – Chichester : Wiley, 1996. – 383 p.

152. Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / Black Fischer; Myron Scholes // Journal of Political Economy. – 1973. – № 81 (3) . – P. 637–654.

153. Blackburn R. Finance and the Fourth Dimension/R. Blackburn // New Left Review. – 2006. – № 39. – P. 39–70.

154. CFTC Glossary :A Guide to the Language of the Futures Industry [Electronic resource]. – Access: [http://www.cftc.gov/educationcenter/glossary/glossary\\_d.html](http://www.cftc.gov/educationcenter/glossary/glossary_d.html).

155. Champion D. A Conversation with Robert Merton: Making the Financial Markets Safe // Harvard Business Review. – 2009. – P. 84–85.

156. Chance D. Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy / Don Chance. – Second edition. – New York: John Wiley, 2008. – 435 p.

157. Chapman R. The Derivative Mess [Electronic resource]. – Access : [http://www.usagold.com/derivatives\\_chapman.html](http://www.usagold.com/derivatives_chapman.html).

158. Chisholm A. Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options / Andrew M. Chisholm . – John Wiley & Sons Ltd, 2004. – 232 p.

159. Demirguc-Kunt A. Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey / A. Demirguc-Kunt, E. Detragiache. – IMF Working Paper. – 2005. – 33 p.

160. Demirguc-Kunt A. The determinants of banking crises in developing and developed countries : IMF Staff Papers / A. Demirguc-Kunt, E. Detragiache. – Wash. : International Monetary Fund, 1998. – Vol 45. – № 1. – 29 p.

161. Derivatives: Practices and Principles. – Group of Thirty, 1993. – 69 p.



162. Dodd R. The Structure of OTC Derivatives Markets [Electronic resource] / Randall Dodd // The Financier. – 2002. – Volume 9. – Access : <http://www.financialpolicy.org/dscotestructure.pdf>.

163. Dore R. Financialization of the global economy. Ronald Dore // Industrial and Corporate Change. – 2008. – Volume 17. – № 6. – P. 1097–1112.

164. Duffie D. Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure : Staff Report / Darrell Duffie, Ada Li, Theo Lubke // Federal Reserve Bank of New York. – 2010. – № 424. [Revised March 2010]. – 30 p.

165. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Evidence // Journal of Finance. – 1970. – № 25. – P. 383–417.

166. Financial stability review. December 2009 [Electronic resource] // European Central Bank, 2009 – 225 p. – Access : [www.ecb.int/pub/fsr](http://www.ecb.int/pub/fsr).

167. Finnerty J. D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview / J. D. Finnerty. – Financial management, 1988. – 688 p.

168. Foster J. B. Financialization of Capitalism / John Bellamy Foster // Monthly Review. – 2007. – № 11. – P. 8–10.

169. Global derivatives market: An Introduction [Electronic resource]. – Deutsche bourse group. – White paper. – Access: [www.eurexchange.com/download/documents/publications/global\\_derivatives\\_market.pdf](http://www.eurexchange.com/download/documents/publications/global_derivatives_market.pdf).

170. Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards. Annex 2: Phase-in arrangements // Press release by Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International settlements. – 2010. – 7 p.

171. Hardy D. Leading indicators of banking crises: Was Asia different? / Hardy D., Pazarbasioglu C. // IMF Working Paper. – 1998. – 28 p.

172. Hull J. C. Options, futures and other derivatives: sixth edition / John Hull. – New Jersey. : Prentice Hall, 2006. – 789 p.

173. Hurst H. E. Long-term Storage of Reservoirs. Transactions of the American Society of Civil Engineers / H. E. Hurst. – 1951. – 799 p.

174. IFSL research Derivatives 2009 [Electronic resource]. – Access : <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=35>.

175. ISDA Derivatives Usage Survey 2009 [Electronic resource]. – Access: <http://isda.org/statistics/pdf/ISDA-Derivatives-Usage-Survey2009data.xls>.

176. Kahneman D. Prospect theory: An analysis of decisions under risk / D. Kahneman, A. Tversky. – Econometrica. – 1979. – № 47. – P. 313–327.





177. Kaldor N. Speculation and Economic Stability / N. Kaldor – Review of Economic Studies. – 1939. – № 7. – P. 1–27.

178. Kaminsky G. L. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments / G. L. Kaminsky, C. M. Reinhart. – NBER Working Paper. – 1996. – № 544. – 30 p.

179. Laeven L. Systemic Banking Crisis: A New Database / Laeven L., Valencia F. // IMF Working Papers. – 2008. – WP/08/224. – 78 p.

180. Litvinova A. A. Regulatory Approach to Derivative Markets: The Benefits of Private Sector Oversight [Electronic resource] / Anna Litvinova. – Pace University, 2007. – Access: [http://digitalcommons.pace.edu/honorscollege\\_theses/47](http://digitalcommons.pace.edu/honorscollege_theses/47).

181. Market Capitalization, Indexes:Time series of the World Federation of exchanges [Electronic resource]. – Access : <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series/>.

182. Merton R.C. Financial innovation and Economic performance / R. C. Merton // Journal of applied Corporate Finance. – 1992. – № 4 . – P. 12–22.

183. Nwaovi Godwin C. The Economics of Financial Derivative Instruments [Electronic resource] / Godwin C. Nwaovi // MPRA Paper № 9463. –Access : <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/9463/>.

184. OTC derivatives market activity in the first half of 2008. – Bank for International Settlements [Electronic resource]. – Access: <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

185. Peters Edgar E. Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment and Economics / Edgar E. Peters – NY. : John Wiley & Sons, 1994. – 336 p.

186. Pirrong C. Rocket Science, Default Risk and The Organization of Derivatives Markets [Electronic resource] / Craig Pirrong. – Bauer College of Business, University of Houston, 2006. – 48 p.

187. Quarterly review 1998-2011. – Bank for International Settlements [Electronic resource]. – Access : <http://www.bis.org/statistics>.

188. Report of the World Commission on Environment and Development “Our common future” [Electronic resource] / General Assembly Resolution 42/187 of United Nations. – 1987. – Access : <http://www.un-documents.net/wced-ocf.htm>.

189. Rubinstein M. Rubinstein on derivatives : futures, options and dynamic strategies / Mark Rubinstein. – Risk Books (London, Chicago, IL), 1999. – 471 p.

190. Segura E. Emerging Capital Markets / E. Segura // Hedging Foreign Exchange Exposure Kyiv School of Economics. – 2008. – 79 p.



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

192. Sustainable development: World Bank glossary [Electronic resource]. –Access : <http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html>.

193. The financial instability hypothesis by Hyman P. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. – Working Paper № 74. –10 p.

194. The JPMorgan / Risk Magazine: Guide to Risk Management»: 5th ed. – 2001. – 64 p.

195. Thecityuk research Derivatives 2010 [Electronic resource]. – Access: <http://www.thecityuk.com/what-we-do/the-research-centre/reports.aspx>.

196. Transparency and over-the-counter derivatives: The role of transaction transparency / ISDA research notes. – 2009. – 10 p.

197. Tversky A. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases / A. Tversky, D. Kahneman. – New York : Cambridge University Press, 1982. – 544 p.

198. World Development Indicators database, World Bank, 15 September 2010 [Electronic resource]. – Access : [http://siteresources.worldbank.org/DATA\\_STATISTICS/Resources/GDP.pdf](http://siteresources.worldbank.org/DATA_STATISTICS/Resources/GDP.pdf).

199. Zigrand J-P. An Economist's View on Derivatives and Financial Stability [Electronic resource] / Jean-Pierre Zigrand // Presentation at the Conference on Derivatives in crisis: safeguarding financial stability. – 2009. – Access: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/derivatives/conference\\_092009\\_zigrand\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/conference_092009_zigrand_en.pdf).

State Higher Educational Institution  
“UKRAINE” NATIONAL ACADEMY OF BANKING  
Державний вищий навчальний заклад  
НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ БАНКІВ УКРАЇНИ



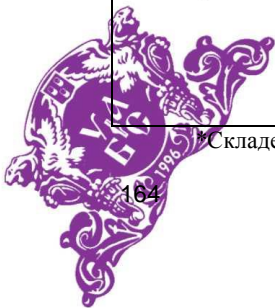
## Додаток А

Таблиця А.1 – Трактування категорії ПФІ\*

Автор	Визначення терміна
Бланк І. О.	Дериватив, похідний фінансовий інструмент – фінансовий документ стандартної форми, що належить до розряду похідних цінних паперів (цінних паперів другого порядку), який підтверджує право чи зобов'язання його власника купити чи продати цінні папери, валюту, товари чи нематеріальні активи на раніше визначених ним умовах в майбутньому періоді [7, с. 532]
Буренін О. М.	Строковий контракт (похідний актив) – угода про поставку базового активу на визначених умовах в майбутньому [14, с. 164]
Галанов В. А., Басов В.І.	У вузькому значенні похідні інструменти – це термінові контракти з особливими умовами їх укладання і виконання. У широкому значенні похідні інструменти – це будь-які інструменти ринку, що засновані на первинних прибуткових активах, таких, як товари, гроші, майно, цінні папери, які використовуються для отримання найбільшого доходу при заданому рівні ризику або отримання заданого доходу при мінімальному ризику, зниження розмірів оподаткування і для досягнення інших подібних цілей, що висувуються учасниками ринку [113, с. 155]
Гоффе В. В.	Дериватив – похідний строковий фінансовий інструмент, що встановлює умови проведення операцій з активом, вартість якого лежить в його основі, не потребує початкових інвестицій та є ефективним інструментом зниження і перерозподілу ризиків [31]
Детярьова О. І., Жуков Є. Ф.	Похідні цінні папери – будь-які цінні папери, що засвідчують право власника на покупку або продаж цінних паперів: акцій, облігацій, державних боргових зобов'язань [112, с. 56] Похідний цінний папір – це договір (контракт) між двома контрагентами про купівлю-продаж у майбутньому якого-небудь активу за визначеною на момент укладання договору ціною [114]
Маслова С. О.	ПФІ – особлива група цінних паперів, які мають встановлені законодавством реквізити і засвідчують зобов'язання, внаслідок виконання яких відбувається перехід права власності на базовий актив або проводиться розрахунки на підставі ціни величини базового активу [79, с. 164]
Пересада А. А.	Похідний фінансовий інструмент – це строкова угода, яка передбачає постачання активу по завершенні визначеного терміну [99, с. 378]
Примостка Л. О.	ПФІ – контракти, які укладаються з метою перерозподілу фінансових ризиків і передбачають попередню фіксацію всіх умов проведення у майбутньому певної операції з інструментом, що є предметом угоди [104, с. 7]
Рудько- Селіванов В. В.	Похідний фінансовий інструмент – контракт, вартість якого є похідною від вартості одного чи декількох активів, що лежать в його основі (базових активів) [110]
Фельдман О. Б.	Фінансові продукти-інструменти є системою економіко-правових відносин, які, здійснюючись в певних взаємозв'язках, взаємодіях, взаємній підпорядкованості, проводять, втілюють і реалізують терміновість (строковість) і (або) похідність, тобто це система

	суспільних відносин, що створюють як корисність особливого фінансового продукту, так і механізми взаємодії учасників ринку для його (продукту) реалізації як особливого фінансового товару (інструмента) [133, с. 16]
Сохацька О.М.	Похідний фінансовий інструмент – це строковий контракт, за яким вартісна оцінка величини зобов'язань або прав одного контрагента зафіксована, а іншого – залежить від вартості базового активу, тобто є похідною [123, с. 11]
Дж. Ф. Маршал, Випул К. Бансал, С. Вайн, А. Чизхолм, Дж. Холл	Похідні інструменти (деривативи) – інструменти, вартість яких походить від вартості активів, які називаються базовими [78, с. 307; 15, с. 17; 158; 172, с. 1]
Ф. Фабоцці	Похідні інструменти – контракти типу опціонів і ф'ючерсів, які є похідними від цін базового фінансового активу [131, с. 914]
М. Рубінштейн	Дериватив – угода між двома сторонами, що установлює дату і вартість базового активу і згідно з яким платежі будуть здійснені між цими сторонами [189, с. 1]
Р. У. Колб	Фінансові деривативи – це фінансові інструменти, в основі яких лежать інші, більш прості фінансові інструменти, які, як правило, знаходяться в обігу на спотовому ринку, наприклад, акція чи облигація [53, с. 9]
Глосарій JP Morgan	Дериватив – це інструмент чи продукт, ціна якого змінюється залежно від зміни однієї чи декількох характеристик ринку базового активу, таких як акції, відсоткові ставки, валютні курси, ціни товарів [194]
Глосарій МСФЗ	ПФІ ( <i>derivative financial instruments</i> ) – фінансові інструменти, такі як фінансові опціони, ф'ючерсні і форвардні контракти, валютні і відсоткові свопи, що створюють права та зобов'язання, виконання яких приводить до передачі від однієї сторони фінансового інструмента до іншої одного чи більше фінансових ризиків, притаманних базисному фінансовому інструменту [83, с. 1151]
МСБО 39	Похідний інструмент – фінансовий інструмент або інший контракт у межах сфери застосування стандарту, що має усі 3 характеристики: - його вартість змінюється у відповідь на зміни встановленої ставки відсотка, ціни фінансового інструмента ..., ... подібної змінної величини; - який не вимагає початкових чистих інвестицій; - який погашається на майбутню дату [83, с. 567]
Глосарій CFTC	Дериватив – фінансовий інструмент, що торгується на біржі чи поза нею, ціна якого залежить (походить) від вартості одного чи декількох базових активів – цінних паперів, індексів акцій, боргових інструментів, товарних цінностей, інших деривативів чи узгоджується з коливаннями цінових індексів та макроекономічних індикаторів. Деривативи включають торгові права і зобов'язання, засновані на базових активах, але не передають прямо власність [154]

\*Складено авторами за матеріалами науковців та нормативних джерел.





## Додаток Б

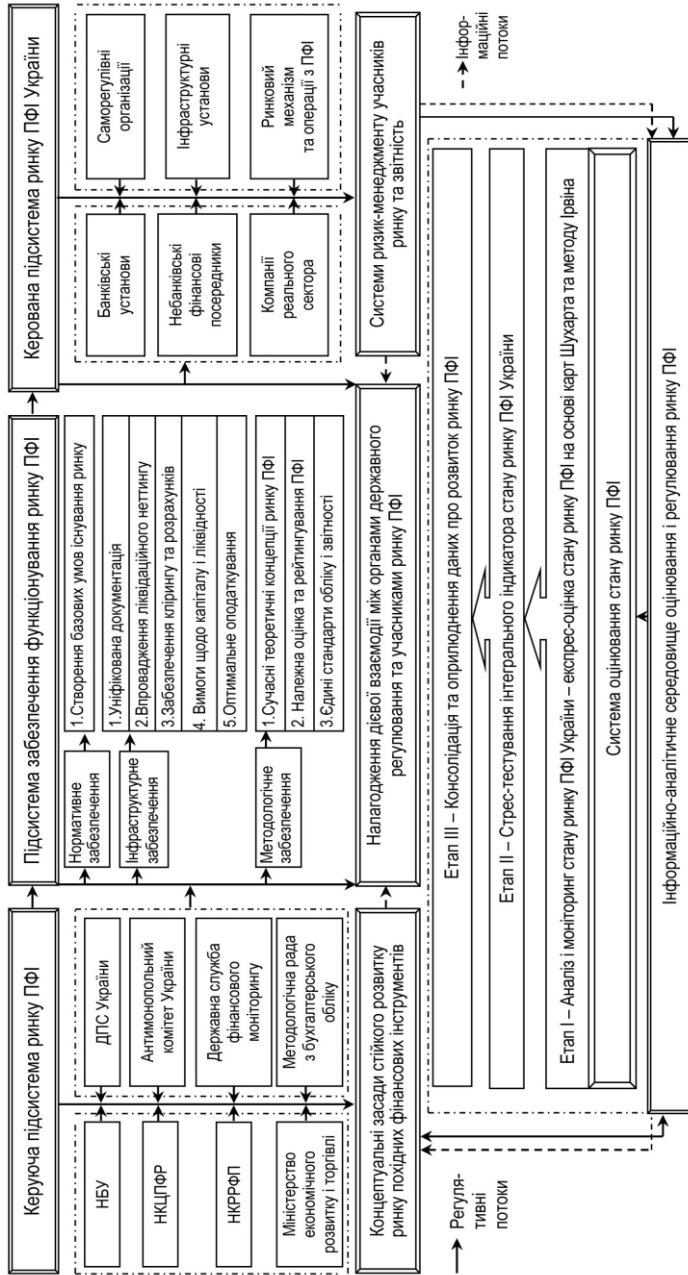


Рисунок Б.1 – Схема реалізації концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ України

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

Журавка Федір Олександрович  
Бурденко Ірина Миколаївна  
Макаренко Інна Олександрівна

**ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОГО РОЗВИТКУ  
РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ  
ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ**

Монографія

Підписано до друку з готових діапозитивів замовника 24.09.2012р.  
Формат 60×84/16. Папір офсетний. Друк офсетний. Умовн.-друк.арк. 9,64.  
Обл.вид.арк. 8,86. Тираж 300 прим. Вид. № 60. Зам. 818. Ціна договірна

ГОВ «Друкарський дім «Папірус», м. Суми, вул. Перемоги, буд 2.  
Тел. (0542) 78-00-75.

Свідоцтво про внесення до державного реєстру видавців Серія  
ДК № 4309 від 20.04.2012 р.



Державний вищий навчальний заклад  
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВЬКОЇ СПРАВИ»  
OF THE HIGHER EDUCATIONAL INSTITUTION  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE