

НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

На правах рукопису

МАКАРЕНКО ІННА ОЛЕКСАНДРІВНА

УДК 336.76:005.36] (477) (043.5)

## СТІЙКИЙ РОЗВИТОК РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ

08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація  
на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

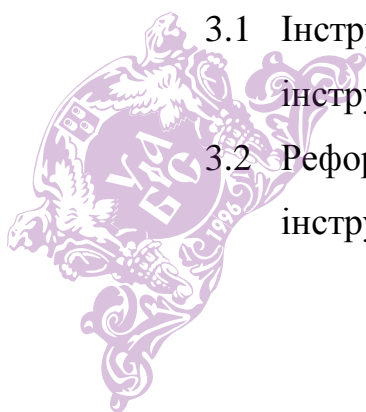
Науковий керівник:  
Бурденко Ірина Миколаївна  
кандидат економічних наук,  
доцент

Суми – 2011



## ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ.....	12
1.1 Економічна сутність та класифікаційні особливості похідних фінансових інструментів.....	12
1.2 Функції похідних фінансових інструментів як інструментів управління та генерації ризиків.....	27
1.3 Еволюція, сучасні тенденції ринку похідних фінансових інструментів та його регулювання.....	45
Висновки до розділу 1.....	66
РОЗДІЛ 2 СТАНОВЛЕННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ.....	69
2.1 Сучасний стан національного та світового ринку похідних фінансових інструментів.....	69
2.2 Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів в межах системного та синергетичного підходів.....	95
2.3 Формалізація впливу факторів на стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів.....	117
Висновки до розділу 2.....	145
РОЗДІЛ 3 НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТІЙКОГО РОЗВИТКУ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ.....	147
3.1 Інструментарій оцінювання стану ринку похідних фінансових інструментів.....	147
3.2 Реформування регулювання ринку похідних фінансових інструментів України .....	166



3.3 Обґрунтування концептуальних засад стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України.....	194
Висновки до розділу 3.....	211
ВИСНОВКИ.....	214
ДОДАТКИ.....	219
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	239

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

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



## ВСТУП

**Актуальність теми дослідження.** 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 транслює 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.

Теоретико-методичні засади організації ринку ПФІ розглядаються у працях зарубіжних вчених Ф. Блека, (F. Black), Дж. М. Кейнса (J. M. Keynes), Р. Колба (R. Kolb), Дж. Маршалла (J. F. Marshall), М. Рубінштейна (M. Rubinstein), Ю. Фама (E. Fama), Дж. Фіннерті (J. Finnerty), Дж. Халла (J. C. Hull), В. Шарпа (W. F. Sharpe), Г. Дж. Шиназі (G. J. Schinasi) та інших. Ґрунтовні дослідження ринку ПФІ проведені також російськими та вітчизняними науковцями, серед них можна назвати А. В. Безп'ятова, І. М. Бурденко, О. М. Буреніна, З. М. Васильченко, О. В. Галанову, В. Б. Гордона, В. В. Гоффе, І. О. Дарушина, Ф. О. Журавку, О. О. Кандинську, М. В. Кисельова, Д. Ю. Комісарова, Я. Ю. Крамаренко, Д. М. Михайлова,

Л. О. Примостку, В. В. Рудько-Силіванова, О. М. Сохацьку, Д. О. Федосєєва, О. Б. Фельдмана, К. С. Чекмарьова.

Вивчення ринку ПФІ тісно пов'язане з поступальним, стійким розвитком усього фінансового ринку, який широко висвітлений в працях вітчизняних науковців: О. І. Барановського, А. О. Єпіфанова, О. М. Іваницької, Ю. М. Коваленко, О. В. Козьменко, В. В. Корнєєва, І. О. Школьник.

Відзначаючи дослідження ролі ринку ПФІ у забезпеченні ефективного функціонування фінансових ринків, слід наголосити на недостатній увазі, яка приділяється напрямом 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 стала визначальним фактором, що вплинув на вибір теми дослідження, його мету і завдання.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційне дослідження узгоджується з науково-дослідними роботами Державного вищого навчального закладу «Українська академія банківської справи Національного банку України», а саме: «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0109U006782), «Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні» (номер державної реєстрації 0102U006965). До звітів за цими темами включено пропозиції автора щодо визначення економічної сутності ПФІ, періодизації становлення ринків цих інструментів, вирішення проблем у їх регулюванні, сприяння стійкому розвитку ринку ПФІ в Україні в частині створення методологічного, нормативного та інфраструктурного його забезпечення.

**Мета і завдання дослідження.** Мета дисертаційної роботи полягає в розвитку науково-методичних засад і розробці практичних рекомендацій щодо забезпечення стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України. Обрана мета дослідження зумовила необхідність постановки і вирішення наступних завдань:

- узагальнити теоретичні підходи до трактування змісту поняття «похідні фінансові інструменти», класифікаційних ознак цих інструментів та особливостей сегментації ринку їх обігу;
- обґрунтувати місце, функції та ризики ПФІ у структурі світового фінансового ринку;
- дослідити еволюцію ринку ПФІ, основні тенденції його розвитку та особливості регулювання національними і наднаціональними регуляторами;
- проаналізувати сучасний стан світового та національного ринків ПФІ, окреслити проблеми у функціонуванні цих ринків та напрями їх усунення;
- розкрити сутність поняття «стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів»;
- дослідити можливість виникнення кризових явищ на ринку ПФІ;
- систематизувати перелік ендогенних і екзогенних факторів та визначити їх вплив на стійкий розвиток ринку ПФІ;
- розробити науково-методичний підхід до оцінювання стану ринку ПФІ та заходи щодо запобігання кризам на ньому;
- запропонувати науково-методичні засади стійкого розвитку ринку ПФІ України.

*Об'єкт дослідження* – ринок ПФІ як система фінансово-економічних відносин з приводу розподілу і перерозподілу ризиків між його учасниками.

*Предметом дослідження* є теоретичні і методичні засади оцінювання стану та забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ.

*Методи дослідження.* Методологічною основою дисертаційного дослідження виступають фундаментальні положення економічної теорії, теорії фінансів, сучасні концепції та гіпотези функціонування фінансових ринків та ринку ПФІ, а також теоретичний доробок вітчизняних та зарубіжних вчених, присвячений проблемам розвитку ринку ПФІ. Для вирішення поставлених у роботі завдань використано загальнонаукові та спеціальні методи дослідження: наукової конкретизації та абстракції, логічні методи – для систематизації теоретичних основ функціонування ринку ПФІ, обґрунтування категоріального апарату, сутності та класифікації ПФІ;

метод єдності історичного і логічного підходів – для періодизації та встановлення економічних передумов розвитку ринку ПФІ та його регулювання; системний та синергетичний підходи – у формулюванні поняття «стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів», формалізації впливу факторів, що є основоположними для стійкого розвитку ринку ПФІ, визначенні ринку ПФІ як відкритої динамічної системи; економіко-статистичні методи (кореляційно-регресійний аналіз, R/S аналіз, метод Ірвіна, карти Шухарта) – у процесі оцінювання стану ринку ПФІ; метод узагальнення – у розробці пропозицій щодо забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ України.

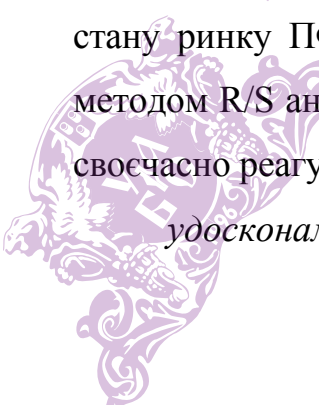
Інформаційно-аналітичну базу дослідження становлять законодавчі та нормативні акти з питань функціонування фінансового ринку та його учасників; статистичні дані Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Банку міжнародних розрахунків, Міжнародної асоціації дилерів свопів та деривативів, Світової федерації бірж та інших; аналітичні матеріали провідних світових та національних біржових та позабіржових торгових систем, інвестиційних банків, хедж-фондів; монографічні дослідження та наукові праці з питань функціонування ринку ПФІ.

**Наукова новизна результатів дослідження** полягає у вирішенні наукової задачі забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ України, розробці і обґрунтуванні науково-методичних положень оцінювання його стану та запобігання виникнення криз на ньому. Найбільш вагомими результатами дослідження, що виносяться на захист, отримані особисто автором і полягають у наступному:

*вперше:*

– запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання стану та перспектив розвитку ринку ПФІ, що передбачає побудову інтегрального індикатора стану ринку ПФІ, який базується на гіпотезі фрактальності ринку і обчислюється методом R/S аналізу. Підхід дає змогу спрогнозувати настання криз на ринку ПФІ та своєчасно реагувати на них регуляторам ринку;

*удосконалено:*



– поняття «стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів» із застосуванням системного та синергетичного підходів, 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;

– науково-методичні рекомендації щодо експрес-оцінки стану ринку ПФІ на основі застосування карт Шухарта та методу Ірвіна, яка дає змогу діагностувати виникнення кризи на цьому ринку, довести необхідність сприяння його стійкому розвитку;

– методичні положення щодо визначення рівня впливу ендогенних (рівень левериджу банків і хедж-фондів, обсяг активів фондів на хедж-фонди, достатність капіталу банків, рентабельність хедж-фондів, коефіцієнт їх скорочення) та екзогенних (щорічне зростання ВВП, рівень ринкової капіталізації, глибина фінансового сектора, обсяг чистих прямих інвестицій ) факторів на стійкий розвиток ринку ПФІ на основі системи багатofакторних регресійних моделей;

– науково-методичні засади забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ України, які засновані на взаємодії керуючої (державні та саморегулювні органи регулювання ринку ПФІ) та керованої (сукупність учасників ринку ПФІ) підсистем, через методологічне, нормативне та інфраструктурне забезпечення у межах інформаційно-аналітичного середовища оцінювання його стану і регулювання. Зазначені засади сприяють координації органів регулювання ринку, зростанню його прозорості, конкурентності та запобіганню виникненню криз на ньому;

*набули подальшого розвитку:*

– визначення поняття «похідні фінансові інструменти», під якими запропоновано розуміти фінансові інструменти строкового ринку, що поєднують наступні ознаки: виступають домінантною 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. 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);

– ознаки групування функцій ПФІ на макро- і мікрорівні, які, на відміну від існуючих, конкретизуються у взаємозв'язку переваг (за категоріями економічних агентів та за ринком функціонування) і ризиків використання ПФІ, а також визначають ПФІ як домінуючу форму фіктивного капіталу і дають змогу пояснити механізм виникнення криз на ринку ПФІ.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає у застосуванні науково-методичних підходів, висновків та рекомендацій дисертаційного дослідження в діяльності органів, що здійснюють регулювання ринку ПФІ, його учасників, з метою створення і впровадження концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ, а також у навчальному процесі вищих навчальних закладів. Обґрунтовані теоретичні узагальнення та запропоновані практичні рекомендації у дисертаційній роботі можуть бути враховані у розробці чи удосконаленні стратегії розвитку фінансового ринку України.

Науково-методичні положення дисертаційного дослідження щодо формування концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ України та побудови системи оцінювання його стану використовуються у практичній діяльності Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка від 16.06.2011 № 806). Пропозиції щодо оцінювання стану ринку ПФІ на основі інтегрального індикатора з огляду на фрактальну структуру ринку враховані в практичній діяльності компанії «ТРЕЙД-ЮЕЙ» при визначенні стратегії трейдерів на ринку ПФІ і формуванні їх торгової позиції (довідка від 11.07.2011). Практичного застосування в АТ «ОТР Банк» в м. Суми набули рекомендації щодо оцінювання впливу ендогенних та екзогенних факторів на розвиток національного ринку ПФІ у ході розробки проектів внутрішніх положень, що визначають діяльність банку на цьому ринку, хеджування його ризиків та функціонування системи ризик-

менеджменту (довідка від 16.05.2011 № СОО-01/321). Одержані автором результати дисертаційного дослідження використовуються у навчальному процесі Державного вищого навчального закладу «Українська академія банківської справи Національного банку України» при викладанні навчальних дисциплін «Фінансовий ринок», «Ринок фінансових послуг», «Операції з фінансовими деривативами», «Управління фінансовими ризиками» (акт про впровадження у навчальний процес Державного вищого навчального закладу «Українська академія банківської справи Національного банку України» від 13.05.2011).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є самостійним, цілісним і завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, отримані автором самостійно. Наукові результати автора у працях, опублікованих у співавторстві, наведено у списку публікацій та використано у дисертаційній роботі лише в межах особистого внеску.

**Апробація результатів дослідження.** Теоретичні та методичні положення дисертаційного дослідження доповідалися, обговорювалися й отримали позитивну оцінку на наукових і науково-практичних конференціях, зокрема: XII та XIII всеукраїнських науково-практичних конференціях «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (Суми, 2009–2010 рр.), III Міжнародній науково-практичній конференції «Особливості функціонування національних фінансових систем в умовах поглиблення глобалізаційних процесів» (Ірпінь, 2010 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції студентів, аспірантів і молодих учених «Актуальні проблеми сталого розвитку національного господарства України: інтеграційний контекст» (Харків, 2010 р.), Міжнародній конференції, присвяченій 40-річчю ІПРЕЕД НАН України «Шляхи та інструменти модернізаційного прориву економіки України» (Одеса, 2010 р.), VIII Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Шевченківська весна: Економіка» (Київ, 2010 р.), Міжнародній студентсько-аспірантській науковій конференції «Актуальні проблеми розвитку національної економіки України» (Львів, 2011 р.), VI Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (Суми, 2011 р.).

**Публікації.** Основні положення дисертації висвітлено в 19 наукових працях загальним обсягом 6,43 друк. арк., з яких особисто автору належать 5,02 друк. арк., у тому числі 11 статей у фахових наукових спеціалізованих виданнях (з них – 3 у співавторстві) і 8 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

**Структура і зміст роботи.** Дисертація складається зі вступу, 3 розділів, загальних висновків, списку використаних джерел (257 найменувань) і 13 додатків. Повний обсяг дисертації – 264 сторінки, у т. ч. на 53 сторінках розміщено 21 таблицю, 33 рисунки.



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

# 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, негативного впливу на світову фінансову стабільність, дискусія щодо сутності і ролі цих інструментів та їх ринків в 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 англійською калькою терміну, що використовується на західних ринках і має те ж саме значення, що і похідні інструменти як товарні, так і фінансові. У групі романо-германських мов подібне тлумачення зберігається – німецькою мовою *Derivativ*, *das Derivat* та англійською *Derivative*, що в обох випадках означає «похідний». Проте на німецькому фінансовому ринку загальноживаним є термін «угоди на різницю» – *Differenzgeschäften*.

До формулювання визначень ПФІ в науковій літературі (таблиця 1.1) склалося два базових підходи:

– формальний:

1) надання широкого узагальненого визначення даним інструментам (вітчизняні та російські автори) [17, 119, 156, 38];

2) вузьке визначення сутності ПФІ (зарубіжні автори) і перерахунок існуючих прикладів ПФІ (західні нормативні джерела) [222, 243, 249, 102];

– змістовний:

1) часовий – підкреслення часового лагу між датами укладання контракту і розрахунків за ним (ознака строковості) – вітчизняні та зарубіжні вчені однаковою мірою [167, 201, 18, 142];

2) вартісний – акцент на залежності вартості ПФІ від вартості базових активів (ознака похідності) – переважно зарубіжні науковці [94, 165, 65];

3) рольовий – особлива увага у визначенні надається ролі і функціям ПФІ (вітчизняні та російські автори) [143, 95, 9, 126];

4) структурний – наголошується на формальній відокремленості основних видів ПФІ від складних та спеціально сконструйованих інструментів фінансового інжинірингу [23, 31, 94, 102, 214].

Таким чином, серед авторів немає спільної думки щодо назви поняття та інструментів, які воно позначає. Деякі з авторів розглядають лише часовий підхід до визначення ПФІ, інші мету, значення цих інструментів та їх похідні властивості, деякі наводять широке визначення описового характеру (додаток А).

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 до біржових інструментів, а не до усієї сукупності ПФІ, яка також включає і не стандартизовані (налаштовані під потреби клієнтів) позабіржові інструменти, які 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 [95, 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 інструменту (похідного активу), наданого О. М. Буреніним, адже ПФІ є лише певним класом строкових інструментів, і крім того, 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 функції перерозподілу фінансових ризиків, у праці А. С. Глущенко та Д. М. Борисенко 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 [32].

Зарубіжні фахівці, зокрема Дж. Ф. Маршал, 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 визначення Ради з Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФЗ), Комісії зі строкової торгівлі США, засновані на перерахунку переліку інструментів, що

відносяться 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 21.04.04 р. «Про ринки фінансових інструментів» (European Directive on Markets in Financial Instruments 2004/39/EC – MiFiD). У той час, коли в переліку 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. ХХ 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 [41]. М. В. Жуковська, наводячи визначення ПФІ за методологією МСФЗ, підкреслює сутність цих інструментів як похідних цінних паперів в своїй одноіменній праці [43]. Д. М. Михайлов визначає дериватив як фінансовий інструмент чи операцію, що дозволяє знижувати ризики, тобто як інструмент управління ризиком [98].

О. Б. Фельдман пропонує розглядати ПФІ як поєднання властивостей фінансового продукту (споживчої вартості) та фінансового інструменту (як результату здійснення фінансового продукту) і відповідно наводить визначення похідного фінансового продукту-інструменту.

Відзначаючи цінність вказаних визначень, на нашу думку, слід чітко розмежовувати різні аспекти сутності ПФІ, що схематично зображені на рисунку 1.1. У процесі встановлення співвідношення поняття «похідні фінансові інструменти», «фінансові інструменти», «строкові інструменти» поняття «похідні фінансові інструменти» є вужчим і безумовно включається до фінансових інструментів як одна із їх 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, спот – 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 інструменту).

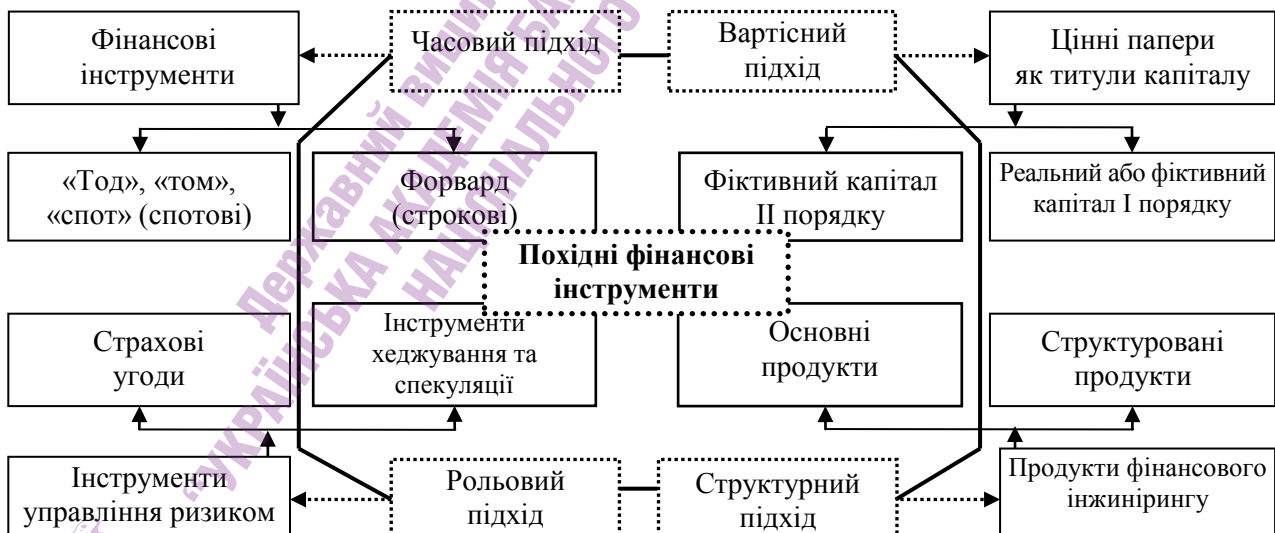


Рисунок 1.1 – Підходи до визначення економічної сутності ПФІ

Джерело: складено автором.

Не зважаючи на подібність в організації обігу і специфіки торгівлі ПФІ та цінних паперів, досить важко також погодитися з думкою авторів, які ототожнюють

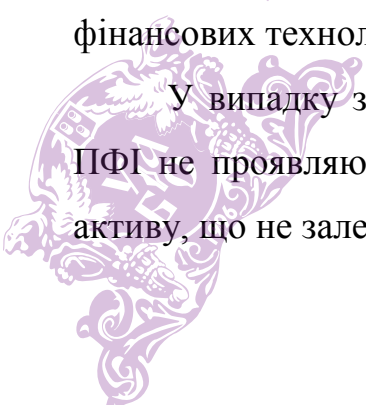


поняття «похідні фінансові інструменти» та «похідні цінні папери» через їх сутнісні, формальні та функціональні відмінності. Насамперед, цінні папери виступають титулами реальних прав власності, титулами реального чи фіктивного капіталу I порядку, у той час як ПФІ можна назвати титулами лише майбутнього 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 [143 с. 35-37; 17].

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 [36, 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.

ПФІ одночасно можуть бути як кінцевим продуктом процесу конструювання структурованих фінансових продуктів, так і включатися як окремий блок у цей продукт чи бути вбудованими в основну угоду. Проте ПФІ перетинаються з продуктами фінансового інжинірингу лише в частині їх безпосереднього застосування в цьому продукті, не втрачаючи своїх ознак, адже структуровані фінансові продукти досить часто можуть мати вигляд традиційних фінансових інструментів (акцій, облігацій, векселів, тощо), банківських продуктів чи фінансових технологій.

У випадку з вторинними інструментами (АДР, ГДР), на нашу думку, ознаки ПФІ не проявляються, оскільки реалізується майбутнє право на набуття базового активу, що не залежить від змінних ознак (ціни, курсу, % ) самого активу.



Основними двома ознаками, що виокремлюють ПФІ серед інших фінансових інструментів чи продуктів фінансового інжинірингу, а також які виступають критеріями віднесення того чи іншого інструменту до ПФІ, можна назвати:

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

Серед додаткових ознак, що наводяться окремими авторами можна навести:

- мінімальна потреба в інвестиціях, пов'язана з доступністю ПФІ на світових розвинених 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 [133];
- 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.

Отже, в межах нашого дослідження з урахуванням розглянутих підходів щодо сутності ПФІ пропонуємо визначати ПФІ як фінансові інструменти строкового ринку, що поєднують наступні ознаки: виступають домінантною 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.

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.

Таблиця 1.1 – Класифікація ПФІ

№ з/п	Ознака класифікації	Вид ПФІ
1	За економічною сутністю і призначенням	– форвард; – ф'ючерс; – опціон; – своп
2	Складність інструменту	– прості (plain, vanilla); – складні, структуровані (exotic, structured)
3	Ступінь організації ринку (умовно)	– біржові ПФІ (on-exchange, exchange-traded derivatives, organized traded derivatives); – позабіржові OTC – (over-the-counter, off-exchange derivatives)
4	За видом базового активу	– валютні (exchange rate); – процентні (interest rate, FRA); – іпотечні (MDO); – кредитні (CDO, CDS, CLN, TROR); – індексні (equity); – макродеривативи
5	Залежно від виду договору, що лежить в основі ПФІ	– угоди, засновані на договорі купівлі-продажу чи поставки активу: – біржові: ф'ючерс і опціон; – не біржові: форвард; – угоди засновані на договорі міни (обміну) – свопи

Джерело: складено автором на основі [65, 95, 98, 126, 156, 143].

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) [38, 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 [5 с. 2; 7, с. 7]. І, оскільки, у більшості досліджуваних праць автори підтримують розподіл на ПФІ на такі види як форвард, ф'ючерс, опціон і своп (Р. Колб, Л. О. Примостка, Джон Ф. Маршал, В. К. Бансал, І. О. Бланк та ін.) детально розглянемо саме їх (табл. 1.2).

Таблиця 1.2 – Порівняльна характеристика ПФІ

Інструмент/Характеристика	Форвард	Ф'ючерс	Опціон	Своп
Форма торгівлі	Позабіржова	Біржова	Будь-яка	Позабіржова
Сума контракту	Будь-яка	Стандартна	Будь-яка	Значна (понад \$ 5 млн )
Типові строки дії	3-24 місяці	Стандартні, на базі квартального циклу	Будь-яка	1-10 років
Можливість дострокового виходу з контракту	Не існує	Існує	Існує	Не існує
Доступність	Не є загальнодоступним	Рівний доступ	Рівний доступ	Обмеження доступу у вигляді прийняттого рейтингу
Додаткові вимоги	Кредитні лінії	Гарантійні депозити	Не має	Гарантії
Розрахунки	На дату закінчення контракту	Щодня	На будь-яку дату	Періодично, у зафіксовані дати
Видатки	Комісійні не стягуються	Біржові, брокерські комісійні платежі	Опціонна премія	Комісійні платежі
Ліквідність	Низька або відсутня	Висока	Висока	Низька або відсутня
Ризик зриву поставки	Існує	Не існує	Не існує	Існує

Джерело: [126].

За наступним критерієм класифікації – ступенем складності, ПФІ можуть розглядатися з двох поглядів: власне прості (елементарні), до яких відносяться 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. 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, належних до одного ринку, гібридні

інструменти визначають як такі цінні папери, конструкції яких суміщають у собі компоненти деяких елементарних ринків: процентних інструментів, валютного, фондового, тощо [94, с. 512]. На додаток, Ю. М. Коваленко зазначає, що гібридні інструменти, які важко віднести до якоїсь одної категорії, як правило, утворюються на базі чотирьох ринків: процентних паперів, валютного, фондового і товарного [63, 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 розвиненості 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» [94, с. 614].

Окремої 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 в звичайні акції (тільки з погляду власника);
- опціони «кеп» і «флор», вбудовані в основний договір, що має форму боргового інструменту, 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 інструменту;
- інфляційний індекс орендних платежів, якщо орендовані активи придбані за рахунок позикових коштів та ін. [102].

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, варанти, депозитарні розписки (глобальні та американські) та конвертовані облігації [4, с. 109-110]. Відповідно варанти, депозитарні розписки (свідоцтва чи сертифікати) та конвертовані облігації відносяться до гібридних цінних паперів (вторинних), що представляють титул власності на цінні папери [143].

Перераховані складні ПФІ: синтетичні, гібридні, вторинні є продуктами фінансового інжинірингу і об'єднуються в клас структурованих продуктів – як окремого виду фінансових інструментів, що поєднує декілька (найчастіше дві) частин. Перша частина – консервативна з мінімальним доходом і мінімальними ризиками для інвестора виступає у вигляді інструментів сек'юритизації, 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 [23]. Узагальнене визначення структурованих фінансових продуктів було надане М. Ю. Глуховим, за яким структурований фінансовий продукт – комплексний фінансовий продукт, що випускається переважно комерційними і 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.) [31].

Залежно від ступеня організованості ринку ПФІ можна виділяти біржові (більш регульовані та стандартизовані інструменти) та позабіржові ПФІ (регульовані в приватному порядку, більш гнучкі), основні відмінності між якими наведені у додатку Б.

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, не зважаючи 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 [43, 61, 63, 64, 98, 142, 143, 144]. 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) [180].

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, кліринг, 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, та 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 справедливе для ринку ПФІ як строкового сегменту фінансового ринку, який може існувати як біржовий та позабіржовий.

Історично першим виник позабіржовий ринок як форма торгівлі фінансовими інструментами, у тому числі й похідними. Ключова відмінність між цими видами ринків полягає у їх сутності: укладання угод на позабіржовому ринку відбувається безпосередньо між двома учасниками ринку без посередництва біржової установи з використанням телекомунікаційних технологій. Досить часто центральними фігурами на позабіржовому ринку, на противагу централізованій кліринговій установі на біржовому ринку, є окремі учасники (маркет-мейкери), зокрема ними виступають великі банки, фінансові компанії тощо [231]. Звідси впливає і механізм двостороннього розподілу ризику контрагента і наявна асиметричність інформації [239], а також і класифікаційний поділ позабіржового ринку, виходячи із його технічної структури, на традиційний ринок дилерів, які «роблять ринок», підтримуючі двосторонні котирування, ринок брокерів, що виступають протилежним контрагентом у будь-якій з угод з ПФІ, і ринок з власними торговими платформами учасників ринку, як поєднання двох попередніх [208].

На нашу думку, для позначення біржових та позабіржових ринків ПФІ не доцільно вживати досить часто використовувані у світовій практиці терміни «організований та неорганізований ринок» (звідси і розподіл ПФІ на такі, що торгуються на організованому ринку OTD – organized traded derivatives, exchange-traded, on-exchange та позабіржовому OTC – over-the-counter чи off-exchange). Така недоцільність пояснюється досить високим рівнем організації позабіржового ринку, яка втілена у широких телекомунікаційних мережах, що пов'язують учасників,



існування окремих правил участі в торгах, встановлених його саморегулювними організаціями та поступовим стиранням межі між біржовими та позабіржовим ринком з посиленням регулювання останнього. Так, якщо відносити ринки, на яких діють потужні саморегулювні організації, до позабіржових, то весь ринок США можна класифікувати як такий.

Однією з переваг позабіржового ринку з початку його існування була його децентралізація, яка і зумовила стрімкий розвиток засобів зв'язку на ньому, а враховуючи при цьому велику кількість його учасників, координація і організація їх дій життєво важлива для функціонування ринку. Тому у порівнянні з більш контрольованим біржовим ринком, неорганізованим позабіржовий можна назвати лише умовно (табл. 1.3).

Таблиця 1.3 – Порівняння біржового та позабіржового ринку ПФІ

№ з/п	Порівняльна ознака	Біржовий ринок	Позабіржовий ринок
1	Організація торгового процесу	Наявність клірингової установи – центрального контрагента, що забезпечує підтримання ліквідності ринку, зменшення ризику контрагента, додаткове післяторгове обслуговування	Угоди з ПФІ укладаються безпосередньо між двома учасниками ринку, що супроводжується зростанням ризику контрагента, можливою втратою ліквідності
2	Стандартизація і рівень комплексності інструментів	Торгуються високостандартизовані та уніфіковані (прості) інструменти, переважно у формі ф'ючерсів та опціонів; за видами базових активів – ПФІ, пов'язані з капіталом та з фіксованою дохідністю	Комплексні, унікальні, часто структуровані інструменти, переважно у формі форвардів, свопів; за видами базових активів – кредитні, валютні ПФІ
3	Рівень прозорості і урегульованості	Чіткі регулюючі норми, контроль з боку державних, біржових органів, високий рівень прозорості	Окремі правила саморегулювних організацій – професійних об'єднань учасників ринку, мінімальне державне втручання, низький рівень прозорості
4	Інфраструктура і розрахунки – розміщення ризику	Центральна клірингова установа – початкова та варіаційна маржа, автоматичне підтримання ліквідності	Відсутня центральна установа, ліквідність ринку підтримується маркет-мейкерами
5	Ступінь централізації	Існування централізованої системи	Максимальне наближення до клієнта (учасника ринку)

Продовження таблиці 1.3

№ з/п	Порівняльна ознака	Біржовий ринок	Позабіржовий
6	Рівень поінформованості учасників	Загальнодоступна інформація, з регулярним оприлюдненням, анонімність учасників	Важливу роль відіграє приватна інформація, зростання асиметрії
7	Вартість укладання угод	Досить висока, включає ряд обов'язкових платежів (комісії, маржа, тощо)	Нижча у порівнянні з біржовим ринком
8	Торгові стратегії	Стандартизований підхід до клієнта, уніфіковані методики та моделі оцінки	Індивідуально створюються під потреби кожного клієнта (учасника ринку), велике значення мають складні експертні моделі оцінки

Джерело: складено автором.

Проведене дослідження економічної сутності ПФІ дозволило зробити висновок щодо існування різних підходів до визначення сутності, класифікації ПФІ та місця ринку ПФІ в структурі фінансового ринку.

З урахуванням попереднього доробку в цій науковій сфері, зокрема часового, вартісного, рольового, структурного підходів щодо сутності ПФІ, запропоновано визначення ПФІ як фінансових інструментів строкового ринку, що поєднують наступні ознаки: виступають домінантною 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 інструментів хеджування ризику та спекуляції, інструментів строкового ринку, продуктів фінансового інжинірингу та різновиду цінних паперів.

Поглиблене вивчення наведених аспектів дозволила навести узагальнену класифікацію ПФІ за різними структурно-функціональними ознаками, визначити місце ринку ПФІ в серед інших сегментів фінансового ринку, поглибити характеристику основних двох видів ПФІ та відповідних їм ринків – біржового та позабіржового.

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

З огляду на неоднозначність теоретичних підходів щодо 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 щодо 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 мікрорівнях за ознаками однорідності світового економічного простору та конкурентними перевагами окремих учасників ринку (рис. 1.2).

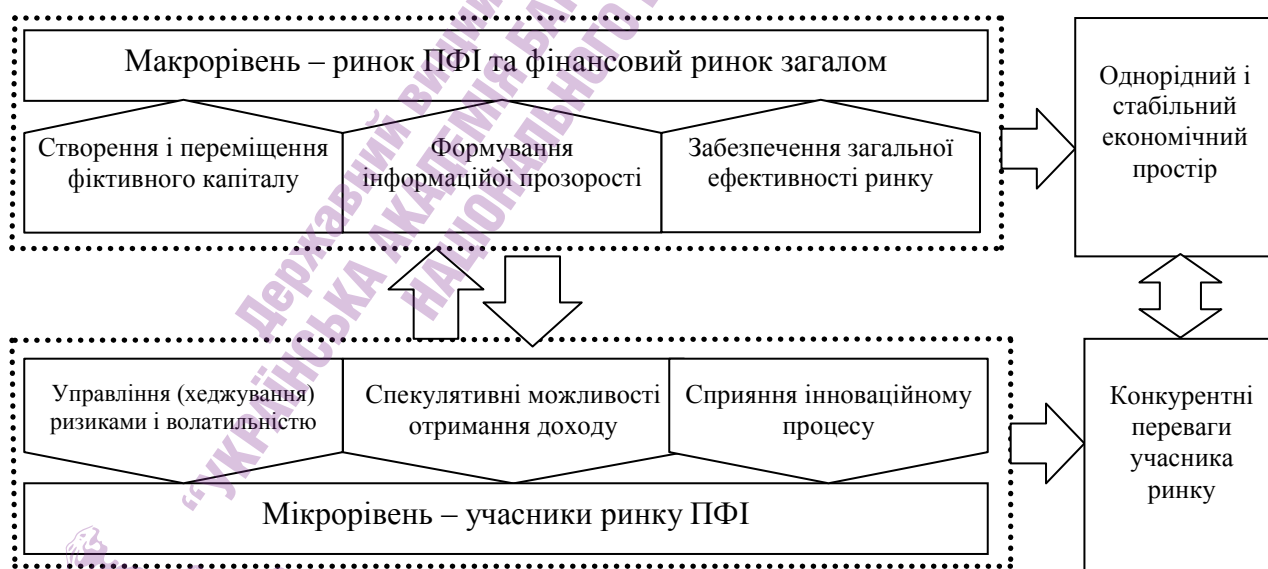
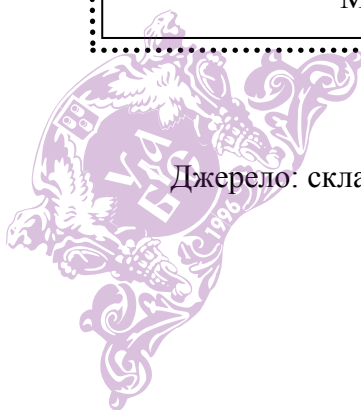


Рисунок 1.2 – Функції ПФІ

Джерело: складено автором.



Під час виконання функцій на мікрорівні ПФІ виявляються як інструменти формування раціональних очікувань 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 [71].

Інформаційну та спекулятивну функцію детально розглядали у своїх працях Дж. М. Кейнс та Дж. Хікс, за допомогою них обґрунтовуючи 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 [168, 55, 138]. 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» [21, с. 51] та підкреслює важливу функцію цих учасників ринку.

З поєднанням спекулятивної та інформаційної функції 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 щодо їх сутності.

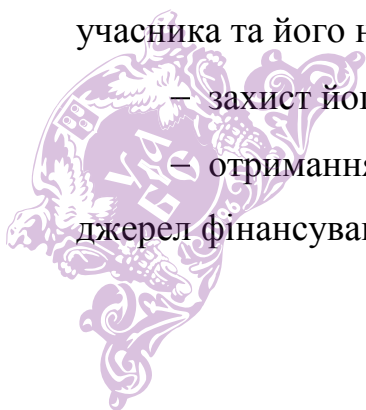
На наш погляд, виходячи з сутності і основних ознак відсутності внутрішньої вартості ПФІ, а також відтворення потоків капіталу, та поділяючи думку О. Б. Фельдмана, [167, с. 24] крім названих функцій, що взаємодіють на макро- і

мікро- рівнях доцільно виділяти функцію створення і переміщення фіктивного капіталу ПФІ. При чому цей капітал носить майбутній характер стосовно до реального виробничого капіталу та фіктивного капіталу, втіленого в цінних паперах і не призводить до переміщення реальних цінностей, цим самим ілюструючи вартісний підхід щодо 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 [227].

Крім згаданих спекулятивної і хеджувальної функції, деякі автори стверджують про необхідність виокремлення інноваційної функції ПФІ [207; 98, с. 94]. Створення нових продуктів в рамках процесу фінансового інжинірингу, наприклад, інвестиційними банками, (з огляду на структурний підхід щодо 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 [40, 58]. Відповідно функція створення фіктивного капіталу, спекулятивна функція є вторинними і взаємодоповнюючими. При цьому можна не погодитися з іншими функціями, що були названі М. Кисельовим, зокрема підвищення ліквідності і ефективності фінансового ринку, відстрочки платежу і поставки, полегшення розміщення капіталу, формування оптимального інвестиційного портфелю, оскільки ці функції є подальшою деталізацією уже названих. Однак, сучасна фінансова криза зміщує акценти в розглянутих функціях ПФІ. На перший план виступає не функції 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).

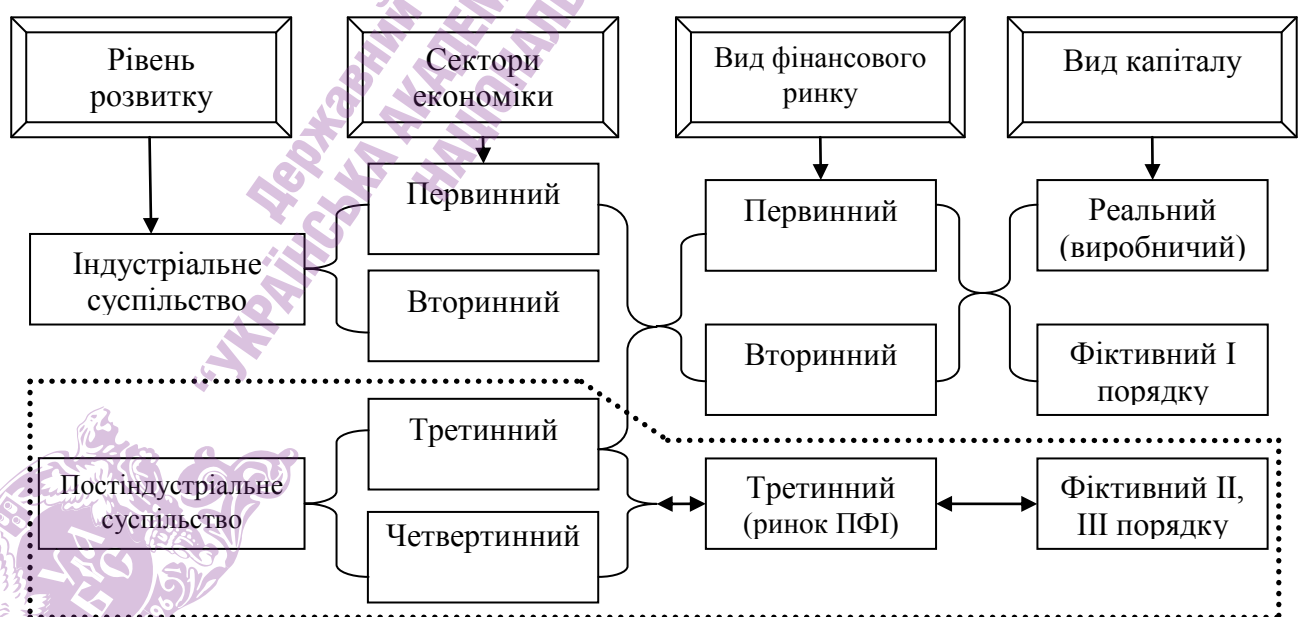


Рисунок 1.3 – Місце ринку ПФІ у системі світового господарства

Джерело: складено автором.

Для індустріального суспільства з первинним і вторинним секторами економіки, що обслуговувалось в більшій мірі промисловим (виробничим), аніж фіктивним капіталом були характерні похідні товарні інструменти – сер. 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 [167, 105].

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 [105, 74, 46], що цілком узгоджується з вартісним підходом щодо 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. Як надбудову над фінансовим ринком, ринок ПФІ розглядає і Ю. М. Коваленко, вказуючи на те, що ринок ПФІ та структурованих фінансових інструментів походить від інших ринків (базових активів) [61].

Категорію «третинний ринок» О. М. Сохацькою визначено 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 [155, 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 і ін.), що дає право їх власникам регулярно привласнювати частину додаткової вартості у вигляді дивіденду або відсотка [54]. Поряд з К. Марксом Р. Гілфердинг виділяє дві форми функціонування фінансового капіталу – позиковий та фіктивний, підкреслюючи їх грошову природу [30].

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 шоковий стан на фінансовому ринку провокує заздалегідь обумовлену за теорією циклічності кризу в реальному секторі економіки [56, 148, 248].

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.

Насамперед, ПФІ були призначені для хеджування ризиків суб'єктів господарювання на товарних, а згодом і фінансових ринках. Їх основу склали реальні базові (товарні чи фінансові) активи. При цьому, порівняно незначна кількість операцій з ПФІ носила характер спекуляцій та арбітражу і слугувала для підтримання ліквідності хеджерів. З часом, спекулятивні операції з ПФІ для учасників ринку набули важливішого значення, поглиблюючи розрив між фінансовим сектором і реальним сектором базових активів.



У процесі фінансіалізації світового господарства та посилення криз світової фінансової системи ПФІ як особлива форма генерування та перерозподілу фіктивного капіталу відіграють пріоритетну, але неоднозначну роль.

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 замкнутий цикл обігу, який відбувається шляхом реалізації наступних ефектів (запропонованих П. В. Суворовим [160] та доповнених і адаптованих автором з позицій ПФІ як форми фіктивного капіталу):

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

– ефект витіснення довгострокових інвестиційних проєктів – орієнтація учасників ринку ПФІ на отримання короткострокового спекулятивного прибутку, що не сприяє вкладанню вільних коштів у довгострокові інвестиційні проєкти 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) [16**Ошибка! Источник ссылки не найден.**].

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 [13]. 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 – капіталізація фондових ринків і біржові та позабіржові ПФІ – 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, що продемонструвала накопичення критичного рівня системного ризику, в умовах недооцінки моральних ризиків учасниками ринку, їх високій спекулятивній активності і спотворення самого механізму хеджування ризику та асиметрії інформації, можна поставити під сумнів концепції, теорії та гіпотези, що обґрунтовують функціонування ринку ПФІ та ціноутворення на ньому, зокрема гіпотези ефективності ринку.

Поряд з теорією раціональних очікувань суб'єктів ринку, теоріями ціноутворення (арбітражні, хеджеві та спекулятивні теорії), гіпотеза ефективності з 70-х рр. XX ст. займала провідне становище у поясненні механізму функціонуванні фінансових ринків, тривалий час залишалася панівною і була наріжним каменем сучасної теорії фінансів та більшості методичних підходів до оцінювання фінансових інструментів, зокрема й похідних, а саме: моделі ціноутворення активів (Capital Asset Pricing Model (CAPM)), моделі оцінки опціонів Блека-Шоулза (Black-Scholes Option Pricing Model (OPM)) і багатьох інших.

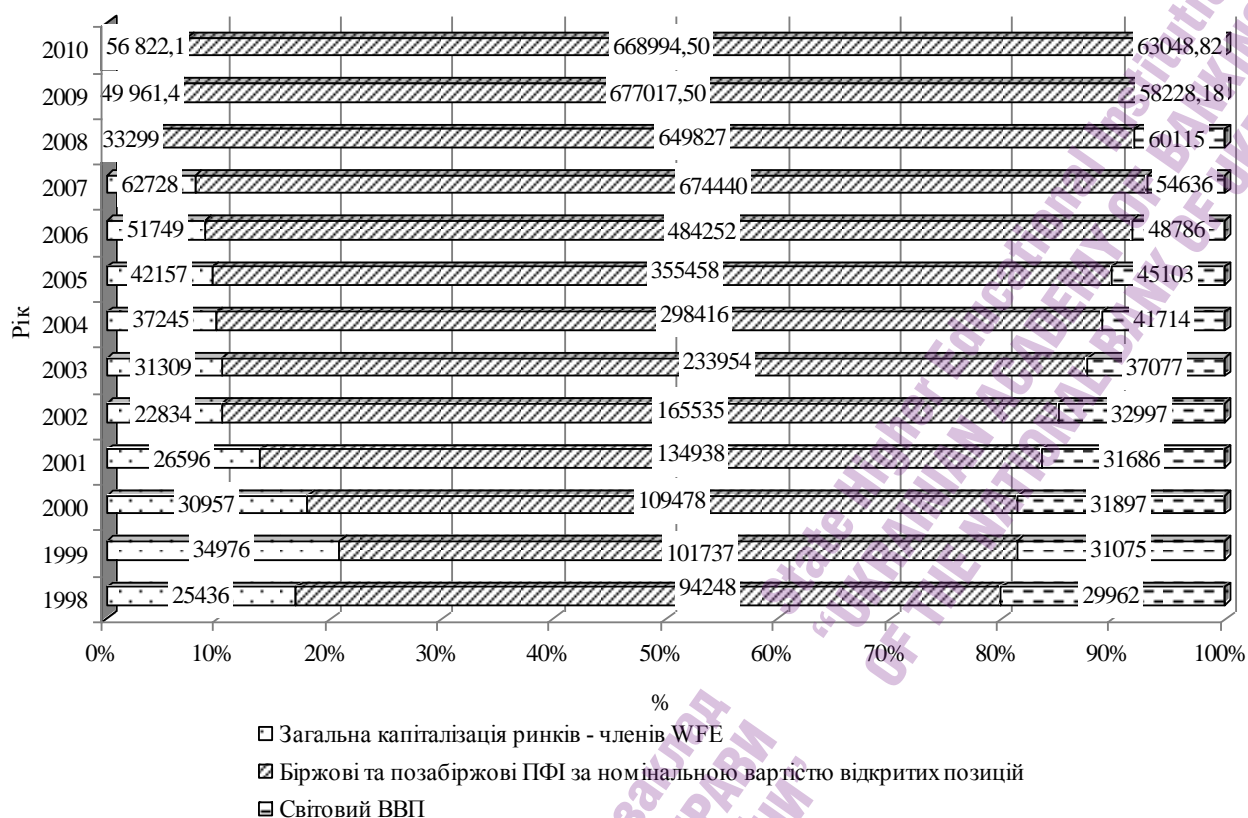


Рисунок 1.4 – Співвідношення капіталізації світових організованих фінансових ринків, світового ВВП та номінальної вартості ПФІ за 1998-2010 рр., млрд дол.

Джерело: складено за даними [233, 256, 240].

Численні моделі оцінки базових, похідних, структурованих інструментів та їх портфельів, побудовані з урахуванням того, що ця гіпотеза виконується. Проте, правильність такого постулату ставиться під сумнів на світових ринках ПФІ у період кризи [86]. З розвитком альтернативних концепцій нелінійної парадигми, об'єднаних спільним напрямком поведінкових фінансів (behavioural finance), гіпотези фрактальності ринку, що набули практичного підтвердження, панівне становище гіпотези ефективності ринку потребує перегляду.

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. Теорія очікувань заснована на теорії адаптивних (ретроспективних) очікувань та згаданої вище теорії раціональних

(перспективних) очікувань. Відповідно різниця між ними полягає в тому яку інформацію (лише минулу чи максимальний обсяг усієї наявної інформації) використовують учасники ринку для аналізу і прогнозування при формуванні своїх очікувань щодо руху і майбутніх значень основних індикаторів фінансового ринку (ринку ПФІ). Згідно з таким розподілом виокремлюються два напрямки в аналізі фінансових ринків – технічний та фундаментальний.

Теорії арбітражного ціноутворення пояснюють, що при наявності налагодженої інфраструктури та доступного для розміщення коштів фінансового ринку, ціна фінансових інструментів буде визначатися арбітражерами. До того ж через відмінність між ставками розміщення і позик буде встановлюватися так званий арбітражний коридор, за межі якого ціна не повинна виходити. В межах коридору ціна формується сподіваннями спекулянтів. Поза його межами вона буде знаходитися під впливом хеджерів [153, с. 145-149].

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 (проспектній теорії), заснованих на такому твердженні, що поведінка суб'єкту фінансового ринку не завжди визначається раціонально і є прогнозованою, вона залежить від суб'єктивних психологічних чинників [226, 254]. 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 [37]), 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 [150]. Автор передбачає можливість заміни теорією рефлексивності застарілої гіпотезою ефективності ринку зі зміною парадигми глобальних фінансових ринків після кредитної кризи 2008 р. [245].

Досить часто гіпотезі ефективності ринку протиставляється також одна з гіпотез фрактальної геометрії – гіпотеза фрактальності ринку (Fractal Market Hypothesis, FMH) 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, а не такою що заснована на гіпотезі ефективності ринку. Так, як зазначає О. М. Сохацька: «за аналогією з природою стійкість та ліквідність ф'ючерсного ринку визначається різноманітністю інвестиційних горизонтів його учасників» [155, 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 превалюванням 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. Окремі положення гіпотези ефективності ринку виконуються в короткостроковому періоді; у довгостроковому для стабільного функціонування фінансової системи необхідне задіяння регулятивних механізмів. Крім неоднозначності щодо визначення базової теорії функціонування фінансових ринків та ринків ПФІ у їх складі, обґрунтування їх сутності, функцій, у наукових колах, ведеться дискусія щодо ролі ПФІ у провокуванні криз із встановленням акцентів на перевагах і недоліках цих інструментів. 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 в фінансовій системі і економіці загалом [189, 12];

– належне використання ПФІ сприяє нівелюванню кризових явищ у довгостроковій перспективі через покращення механізмів управління ризиками сукупністю економічних агентів. У табл. 1.4 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 [70].

Як приклад, що наводиться в Berkshire Hathaway Annual Report 2002 р. операції на фінансовому ринку з надто високим рівнем левериджу стали однією з причин Великої Депресії у 1920-30-х рр. При цьому ринок ПФІ дає можливість для здійснення значних обсягів спекуляцій, які поглиблюють розрив між потребами реального сектора в капіталі і обсягами фіктивного спекулятивного капіталу.

– 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 [66].

Таблиця 1.4 – Переваги та недоліки ПФІ за категоріями економічних агентів

№ з/п	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 якісне 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 маніпуляціях .</li> </ul>

Джерело: складено автором.

– 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.

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. 1.5).

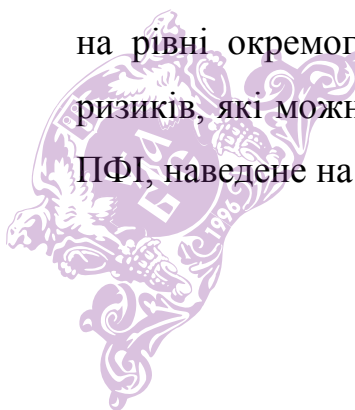
Таблиця 1.5 – Переваги і недоліки ПФІ за видами фінансових інструментів залежно від ринку обігу

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 портфелю 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>– ускладнений 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 ін. умови інструменту</li> </ul>

Джерело: складено автором за [43, 126].

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

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, наведене на рис. 1.5.





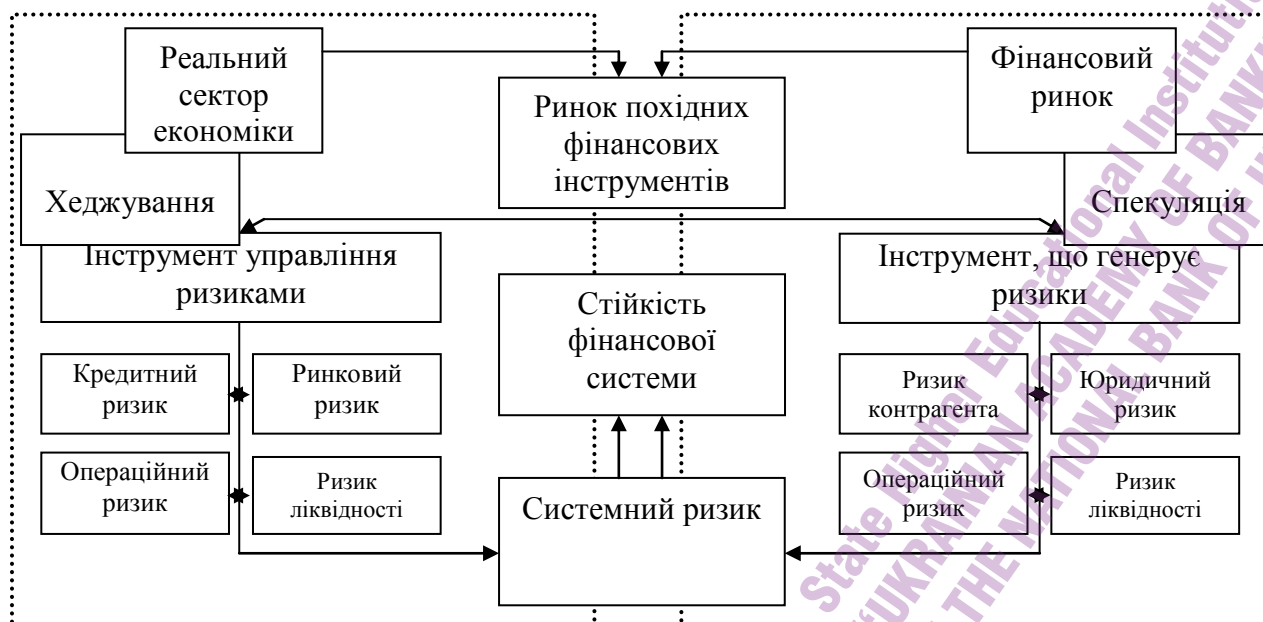


Рисунок 1.5 – Взаємозв'язок між ПФІ як інструментами управління ризиками та інструментами, що його генерують

Джерело: складено автором.

Ринок ПФІ, як вертикальний сегмент фінансового ринку тісно пов'язаний з реальним сектором економіки через операції хеджування, які поряд з іншими інструментами ризик-менеджменту (страхування, диверсифікація, лімітування тощо) спрямовані на захист суб'єкта, що їх застосовує, від несприятливих подій. У межах нашого дослідження основна увага серед усього різноманіття методів і інструментів хеджування приділена хеджуванню як методу у вузькому сенсі – з використанням ПФІ.

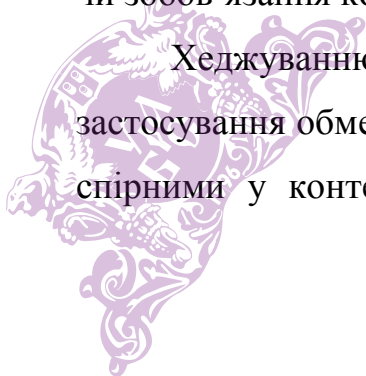
Метою використання ПФІ в операціях хеджування є нівелювання чи повна ліквідація хеджованого ризику суб'єкта. Проте з урахуванням загальновідомого лінійного співвідношення між ризиком та прибутком це означає, що існує потенційна можливість втрати прибутку, яка зазвичай не дозволяє отримати вигоди від сприятливої ситуації на ринку [124, с. 312-326]. Тому завжди існує небезпека того, що економічний агент, що має право хеджувати свої ризики стане використовувати ПФІ не в якості інструментів мінімізації ризиків, а в якості інструментів спекуляції [222, с. 55].

ПФІ в їх спекулятивній функції виконують важливу роль підтримання ліквідності ринку, формуванню 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 зміщена 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 усєї 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 в західних наукових і регуляторних джерелах розглянута досить ретельно. Так, за загально визнаною 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 ціновий, 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 в силу специфічності ПФІ, набувають певних особливостей, пов'язаних 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.

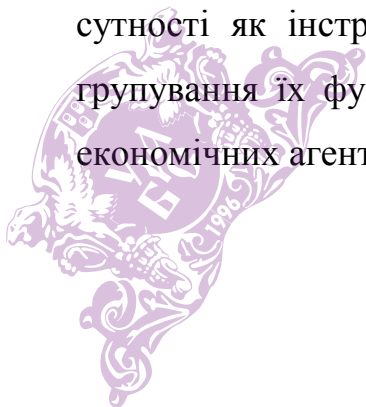
Названі особливості, в першу чергу, стосуються позабіржового ринку ПФІ, який порівняно з біржовим є менш прозорим і регульованим, проте в десятки раз більшим за обсягом. Так, О. В. Галанова підкреслює, що генерування нових видів ринкових ризиків є невід'ємною властивістю позабіржового ринку деривативів, що пов'язане з його такими 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 функції ціноутворення; інтеграція в інші фінансові ринки [26, с. 47].

На інформаційно непрозорому позабіржовому ринку, залишаються невідпрацьованими механізми гарантованого виконання угод, клірингу, підтримання достатнього рівня ліквідності, забезпечення відповідного управління новими екзотичними продуктами і відповідного їх юридичного супроводу існують сприятливі можливості для здійснення спекуляцій, що не відповідають потребам реального сектора економіки та сприяють наростанню системного ризику.

Саме існування цих проблем забезпечує перехід переваг від використання ПФІ в їх недоліки. Проте, ми вважаємо, що названі недоліки ПФІ і їх зв'язок з фінансовою кризою, вказують не на необхідність повної заборони використання ПФІ, а на формування на світовому рівні єдиних вимог щодо їх регулювання, розкриття у звітності учасників ринку, сприяння створенню прозорого для всіх учасників ринку ПФІ для запобігання дестабілізуючого впливу на світову фінансову систему їх неналежного застосування.

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 функції хеджування ризиків на спекулятивну. Таким чином, стало можливим поглиблення розуміння проявів їх сутності як інструментів управління і генерування ризиків, встановлення ознак групування їх функцій що базується на їх 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 їх типовому розумінні беруть свій початок з 70-х рр. ХХ ст., хоча передумови до їх створення назріли набагато раніше, на тривалий час визначивши подальші тенденції у їх поширенні на світовому фінансовому ринку.

Походження похідних інструментів можна віднести до часу виникнення торгівлі і перших прообразів організованих ринків (Collegia mercatorum – регулярних зборів купців Стародавньої Греції, Fora vendalia – ринків розпродажу в Римській імперії та в Японії 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 [75]. 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.» [193].

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 [21], обіцяючи поставити у майбутньому продані покупцям товари. З формуванням певних нормативних правил функціонування ярмарок, а саме: 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 з 1469 року стала біржа Антверпена, де вперше стала практикуватися

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 тюльпанових 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 (1556 р.), а згодом і поширилися в Японію (1730 р.) та США (1752 р.) [156, 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 (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 називались «cho-ai-mai» походять від XVI ст. [193]. 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 [244].

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. [156]. У 1865 р. на цій біржі було зроблено крок до формалізації торгівлі зерном за допомогою розробки стандартних типових угод, названих ф'ючерсними контрактами. 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 XIX ст. відомий факт створення синтетичної позики фінансистом Р. Сейджем (Russell Sage), як одного з перших продуктів фінансового інжинірингу. Іншим прикладом спроби створити похідний фінансовий інструмент у той час став випуск двовалютних облігацій з вбудованим опціоном Конфедерацією штатів Америки для фінансування Громадянської війни. Ці облігації дозволили залучити гроші в англійських фунтах стерлінгах, а опціон – виплатити борг у французьких франках. Власники облігацій могли конвертувати їх у право на купівлю бавовни – основної валюти Конфедерації [199].

З утворенням нових товарних бірж та перших клірингових палат наприкінці XIX – 20 рр. XX ст. почав розширюватися 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, покликані застрахувати ризики добувних галузей. У 60-і рр. найбільш популярними були ф'ючерсні контракти на живу рогату худобу і свинець [193]. 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 дістали назву екзотичних.

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 починають 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 [194]. 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 облігації 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 окремий різновид – своп (простий дефолтний, своп на активи, валютний та ін.) та активізується позабіржовий їх ринок. В 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 можуть 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



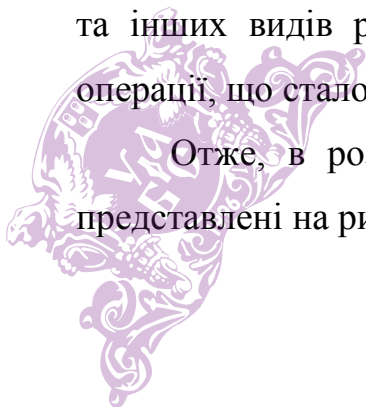
ф'ючерсні контракти (операції), першими з яких були опціони на ф'ючерсні контракти на сою і кукурудзу відповідно у 1984 і 1985 рр. У 1984 р. на Чиказькій біржі відбулися перші торги опціонами на відсоткові ставки.

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. – на початку ХХІ ст. значно перевищують 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, в них. 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, що 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 [53]. 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. ХХ ст. на початку ХХІ 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, в розвитку ПФІ, на нашу думку, можна виділити наступні етапи, представлені на рисунку 1.6.



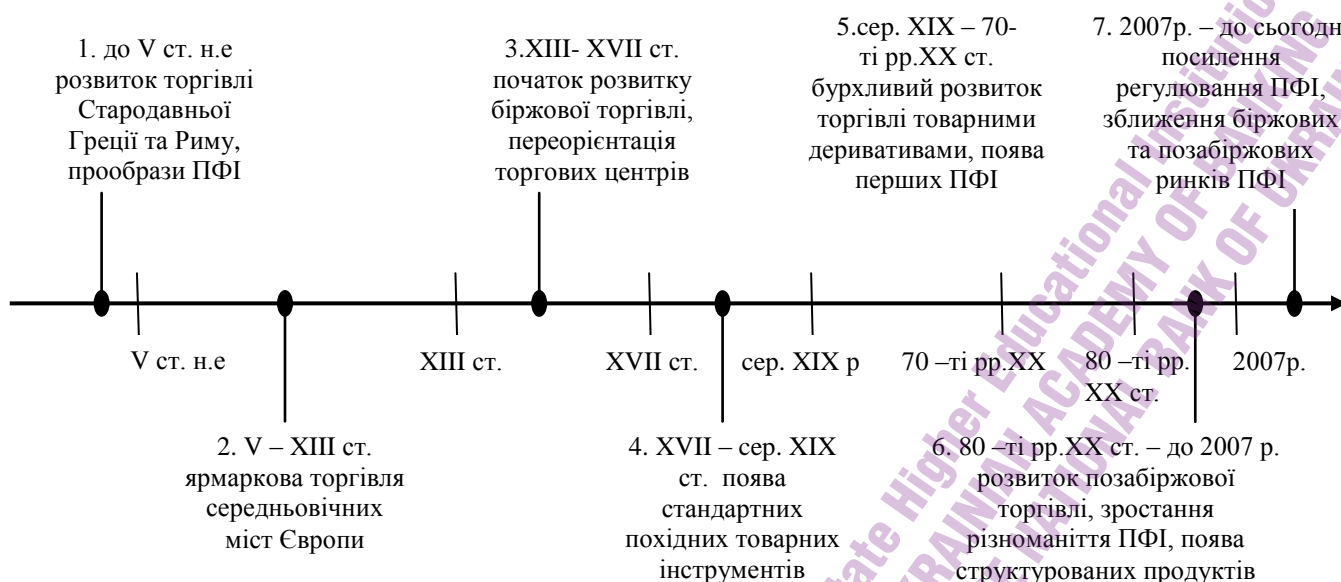


Рисунок 1.6 – Етапи розвитку похідних інструментів

Джерело: авторська розробка

Відповідно 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 фінансіалізації світового економічного простору.

Фінансіалізацію (financialization) зарубіжні автори визначають як зростання системної влади та фінансового інжинірингу, перенесення тяжіння економічної активності суб'єктів господарювання з виробництва (чи з більш динамічної сфери послуг) до фінансової системи [195, 215]. 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 інжинірингу та телекомунікацій [96]. Проте єдиної думки щодо перекладу цього терміну поки ще немає: в українських та російських джерелах поряд застосовуються варіанти як: фінансіалізація, фінансиаризація, фінансизм. На нашу думку, з лінгвістичних міркувань, більш доцільним є застосування терміну «фінансіалізація».

За більш складним визначенням фінансіалізацію можна охарактеризувати як процес посилення домінування фінансової індустрії в світовій економіці, фінансових контролерів в менеджменті корпорацій, фінансових активів серед інших активів, фондових ринків серед інших ринків, коливань фінансових ринків як детермінант бізнес-циклів [209].

Базовими ознаками цього процесу можна назвати:

- відтік капіталу з продуктивного реального виробництва у фінансову сферу;
- зростання комплексності посередницької фінансової діяльності та спекулятивної складової в ній;
- віртуальності та швидкості переміщення капіталу на фінансових ринках;
- зміна системи розміщення ресурсів (інвестиційних, людських) в бік фінансової індустрії;
- збільшення обсягів та видового різноманіття фінансових інструментів, зокрема й похідних, як ключових передумов цих ознак.

У використанні похідних інструментів як інструментів ризик-менеджменту зросла необхідність внаслідок зростання ризиків на товарних ринках, зумовлених

передусім значними коливання 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, азіатської 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. Класифікація основних напрямів фінансового інжинірингу була запропонована Дж. Фінерті (J. Finnerty) [214]:

- конструювання нових фінансових продуктів-інструментів на базі традиційних;
- комбінації фінансових продуктів-інструментів, створення інтегрованих фінансових продуктів;
- нові технології випуску і 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.

Особливу роль у розповсюдженні ПФІ стало 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 безперешкодного переміщення потоків прямих та портфельних інвестицій, пом'якшення регулювання світової фінансової сфери наприкінці XX ст. загалом та

дерегулювання банківської системи США і провідних країн ЄС [79] зокрема, було створено наступну регулятивну передумову до розвитку ПФІ. Так, дерегулювання банківської системи США стало рушійною поштовхом до розвитку найбільших у світі американських інвестиційних банків та американської моделі банківського бізнесу. Розмежування банківської справи на комерційну та інвестиційну було встановлено 1933 р. законом Гласса-Стігалла (The Glass-Steagall Act) у відповідь на спекулятивні операції американських банків на ринку цінних паперів, що стали одним з факторів виникнення Великої депресії в 1929 р.

Інвестиційні банки до 2000 р. намагались скасувати цей закон, і в результаті ультиматуму Chase Manhattan про самоліквідацію у випадку заборони регулятивними органами його злиття з J.P. Morgan був прийнятий закон Гремма-Ліча-Блайлі (The Gramm-Leach-Bliley Act), що дозволяв консолідацію інвестиційних банків та традиційних фінансових установ, хоча й зберігав ряд обмежень щодо недопущення конфлікту інтересів учасників традиційних депозитних і кредитних операцій та інвестиційних [173]. Одночасно з'являються нові підрозділи в банківських холдингах (вперше в Salomon Brothers), що почали займатися торгівлею за рахунок власних коштів. Як наслідок утворюються універсальні фінансові холдинги, які об'єднують страхові компанії, пенсійні фонди, взаємні фонди і хедж-фонди [19]. Зазначені зміни в тому числі призводять до активізації спекулятивної діяльності банків на фінансових ринках, особливо ринках високоризикових і високодохідних ПФІ.

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 цілодобових 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 господарства 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:

- недооцінку 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'юритизацію неякісних іпотечних кредитів банківськими установами і створення починаючи з 80 рр. XX ст. кредитних деривативів декількох рівнів під них (за підрахунками обсяги кредитних деривативів у 2008 р. склали 62 трлн дол. [245]), неврахування ризиків такої категорії позик як «субпрайм» (subprime);

- неадекватні методики рейтингування ПФІ, що 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 до 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 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 використовуючи при цьому унікальні методики оцінки ;

– генерування та мультиплікація системного ризику великими банківськими установами розвинених 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.

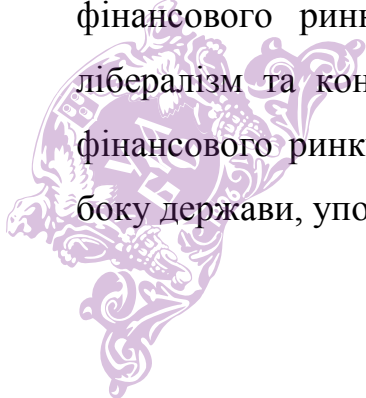
На нашу думку, варто наголосити, що недооцінка ризику кредитних ПФІ, морального ризику і проведення сек'юритизації неякісних зобов'язань є первинними причинами, що дали поштовх розвитку кризи. Розглянемо ці причини більш детально. Так з одного боку, американські позики класу «субпрайм» (subprime) – так званої недоброякісної іпотеки без належного забезпечення, перепакувувались банками для мінімізації свого кредитного ризику декілька раз у ході процесу сек'юритизації у портфелі кредитних похідних інструментів, створюючи

інструменти не тільки першого, а навіть другого рівня, яким присвоювалися досить високі рейтинги. Зазвичай, при класичній схемі сек'юрїтизації папери випускаються трьома траншами: перший транш – equity-транш (найбільш ризиковий і дохідний), другий – mezzanine-транш (середньоризиковий), senior-транш (містить найбільш якісні і надійні облігації) [20], таким чином забезпечуючи розміщення усіх зобов'язань і отримання під них своєї страховки у вигляді кредитних похідних. Водночас, у випадках численних дефолтів позичальників у США (критичної умови похідного інструменту) у 2007-2008 рр. декілька рівнів інструментів втратили своє реальне підґрунтя, що і викликало масові збитки банківських установ і ознаменувало фінансову кризу. Так, першими облігаціями, за якими припинили здійснювати виплати, стали облігації, що були випущені у 2005–2006 рр. Однак це торкнулося не тільки тих, хто інвестував в облігації, забезпечені невдалими портфелями кредитних ПФІ, але і всіх інвесторів у цей сегмент [62].

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 в світовому господарстві, надмірної його фінансіалізації, а відповідно і ролі ПФІ в бік їх раціонального використання.

Остання фінансова криза показала всі недоліки у функціонуванні глобальної фінансової системи, прогалини у регулятивних механізмах як на рівні окремо взятої держави, так і на рівні глобальних регуляторів. Посткризова фінансова архітектура повинна бути сформована з урахуванням негативних наслідків криз і, на нашу думку, мати вектор розвитку, направлений на посилення регулювання ринків ПФІ зокрема і глобального фінансового ринку загалом.

У фінансовій науці виділяють декілька підходів до необхідності регулювання фінансового ринку і ринку ПФІ. Двома полярними підходами є фінансовий лібералізм та консерватизм. Фінансовий лібералізм передбачає саморегулювання фінансового ринку і недоцільності 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. Заразом, масштаб і обсяги ринків ПФІ, їх неналежне використання висувають потребу у перегляді підходів до їх регулювання.

Відповідно, можна назвати особливі вимоги, які стоять перед регуляторами ринку ПФІ поряд з загальним регулюванням фінансових ринків, що впливають із сучасних тенденцій розвитку ринків ПФІ, а саме:

– масштабність ринків і відсутність кордонів у переміщенні потоків капіталу, що обслуговують ринки ПФІ потребують глобального, наднаціонального регулювання;

– значне видове різноманіття ПФІ та суміщення різних фінансових продуктів і властивостей диктує потребу в універсальних і комплексних вимогах щодо їх регулювання;

– особливої уваги регуляторів потребують методики і моделі оцінки та рейтингування ПФІ, що застосовуються учасниками ринку і досить часто носять складний характер та базуються на суб'єктивних припущеннях;

– документування операцій з ПФІ, відображення їх в обліку і звітності, специфіка оподаткування спекулятивних, і що найголовніше хеджувальних операцій, їх роль в системі ризик менеджменту суб'єктів господарювання

вимагають відпрацювання особливих механізмів регулювання у порівнянні з аналогічними елементами регулювання інших фінансових інструментів;

– зростання моральних ризиків глобалізованих фінансових інститутів (передусім фінансових конгломератів) в умовах асиметрії інформації зобов'язують регуляторні органи переглянути межі системного ризику, що генерується цими інститутами для стабільності усієї фінансової системи.

На сьогодні система регулювання ринків ПФІ не відповідає в повній мірі 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 як створені державними структурами, так і професійними учасниками ринку, безпосередньо учасники 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.

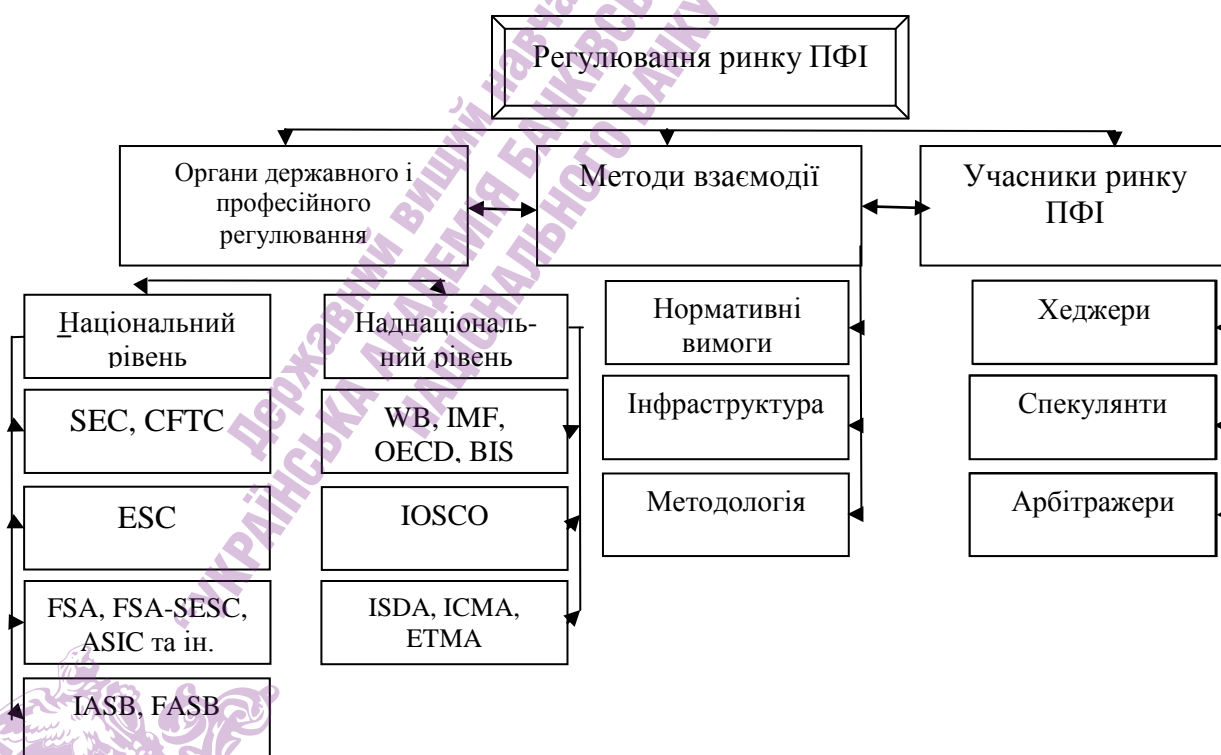


Рисунок 1.7 – Узагальнена структура регулювання ринку ПФІ у світі

Джерело: складено автором.

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

- національним – в межах яких нами буде розглянуто регуляторів найбільших за обсягами ринків ПФІ;
- наднаціональним – що включає основні світові організації, що 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 непідконтрольними і непрозорими.

Очевидно, що саморегулівні організації виконують освітні, координаційні, захисні функції і покликані захищати інтереси їх учасників, які досить часто не співпадають з зацікавленістю держави у стійкому розвитку і прозорості ринку. Зважаючи на зосередження основних обсягів торгівлі ПФІ в Північній Америці (США) та Європі (ЄС) у додатку В наведемо характеристики їх національних регуляторів ринків ПФІ.

У ньому також подано окремі відомості, що розкривають роль наднаціональних регуляторів ринків ПФІ. Так, 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 й ПФІ, серед комісій її членів.

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

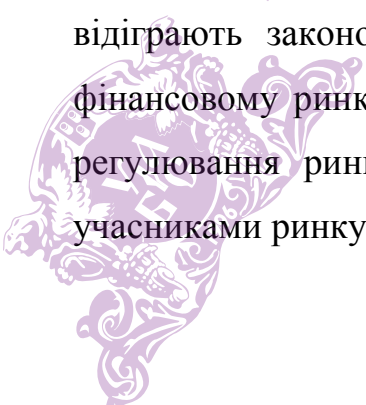
Серед них – Асоціація Міжнародних ринків капіталу (International Capital Market Association – ICMA), Міжнародна асоціація свопів і деривативів – (International Swaps and Derivatives Association – ISDA), Асоціація трейдерів ринків, що розвиваються (Emerging Markets Traders Association – EMTA) та ін.

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 розвиненим 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 в певній мірі 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.

Аналогічними Законам Гласа-Стігала та Грема-Ліча-Блайлі є японський закон «Про цінні папери та біржі» (1948 р.), що встановлював розмежування між традиційними та інвестиційними операціями банків та Закон «Про фінансову реформу» (1992 р.), що скасовує 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:

- 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», прийнятому у новій редакції в 1989 р. та ін.

Виходячи з особливостей регулювання фінансових ринків та ринків ПФІ, його структури у таблиці 1.6 наведемо узагальнені наукові підходи до нього за різними ознаками.

Таблиця 1.6 – Загальні підходи та моделі регулювання ринків ПФІ

№ з/п	Ознака	Назва підходу/моделі	Характеристика	Практичне втілення
1	Диференціація функцій органів управління	Інституціональний (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. й Угорщина, Україна, Іспанія
		Цільовий (функціональний)	Зосередження регулятивних функцій переважно в межах одного органу але за напрямками розвитку ринку	SEC, CFTC (США), FSA (Великобританія)
2	Диференціація видів інструментів	Модель регулювання за базовими активами	Окремими повноваженнями в залежності від виду базових активів ПФІ наділені певні органи	Мінфін, Міністерство зовнішньої торгівлі та Міністерство с/г Японії [153]
		Модель загального регулятора	Встановлення єдиних регулятивних прав щодо сукупності усіх видів ПФІ, що знаходяться в обігу	CFTC, Рада зі строкового ринку (Франція), FSA (Великобританія)
3	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
4	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
		Приватне регулювання (саморегулювання)	Переважання нормативних документів професійних об'єднань	Великобританія

Джерело: складено автором.

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.

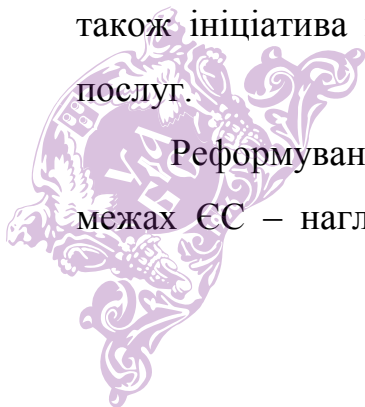
Зі зростанням ступеню глобалізованості ринків укрупнюються і їх регулятори – чітко прослідковується тенденція до мегарегулювання фінансових систем – і як наслідок ринків ПФІ, як їх частини. На сьогодні з 260 країн світу 40 у тому чи іншому вигляді обрали такий тип структури органу контролю і нагляду за фінансовим ринком як мегарегулятор, що дає можливість їм у більш ефективний спосіб забезпечувати прозорість ринку, захист інтересів інвесторів і держави.

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) [74, 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.

З огляду на проблеми функціонування фінансової системи, виявлені кризою, регулятори фінансових ринків, у т. ч. й ринків ПФІ починають висувати ряд ініціатив щодо їх усунення. Узагальнюючи наведене, варто відзначити задачі, що стоять перед регуляторами ПФІ в сучасних умовах

- усунення високого морального і системного ризику та асиметрії інформації на ринках ПФІ – формування регуляторами спільно з учасниками фінансової системи нової парадигми її функціонування з переосмисленням ролі регулятивних органів та системоутворюючих інститутів, поглиблення співробітництва регуляторів на міжнародному рівні, розробка єдиних стандартів моніторингу, нагляду і контролю за учасниками ринку ПФІ;

- встановлення адекватних механізмів надання рейтингових і облікових оцінок ПФІ – з боку регуляторів необхідно впровадження критеріїв і процедур надання кредитних рейтингів та рейтингів інвестиційної привабливості з боку рейтингових агенцій як запоруки формування достовірних очікувань інвесторів щодо оцінки ризиковості ПФІ;

- контроль за невідповідними методиками ризик-менеджменту і насамперед оцінки ПФІ – перегляду потребують як індивідуальні методики оцінки вартості ПФІ, що досить часто базуються на складному математичному апараті, незрозумілому для управлінського персоналу компанії (банку), а також облікові методики щодо визнання, оцінки, переоцінки, списання ПФІ;

- створення прозорого, регульованого і конкурентного ринку ПФІ – впровадження регуляторами принципів підзвітності і прозорості в систему розкриття інформації учасниками ринку, створення безперешкодного доступу до потрібної інформації учасників ринку, уніфікація, стандартизація та ліцензування інструментів, супровідної документації, інфраструктури і технологій торгівлі, усунення монопольних переваг окремих інститутів, розкриття інформації щодо ПФІ у звітності учасників ринку, особливо з урахуванням неможливої достовірної оцінки унікальних ПФІ та їх позабалансового відображення.



Вищезазначені нормативні вимоги насамперед повинні перешкоджати недобросовісному використанню ПФІ при ухиленні від сплати податків, у неконтрольованих спекуляціях, концентрації окремих видів ризику чи видів ПФІ у одного банку, і необґрунтованого завищення рівня системного, морального ризику, асиметрії інформації при цьому.

А натомість сприяти зростанню прозорості, підзвітності, конкурентності цих ринків з метою отримання їх учасниками, в першу чергу, банками, як на мікро-, так і на макрорівні вигід і переваг з побудовою ефективної системи моніторингу та управління ризиками з використанням ПФІ як інструментів його хеджування

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.

Під час свого розвитку ринок ПФІ пройшов сім етапів, починаючи від зародження прообразів строкових угод у Древньому Римі і Греції і закінчуючи посиленням регулювання ринку ПФІ з урахуванням їх значного видового різноманіття, інтеграції в інші сегменти фінансового ринку, глобальним характером та визначальній ролі у процесах фінансіалізації світового господарства та переміщення фіктивного капіталу.

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

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 рівнем 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.

### Висновки до розділу 1

1. Узагальнення підходів науковців до визначення економічної сутності ПФІ, а саме часового, рольового, вартісного і структурного дало змогу виявити основні ознаки ПФІ, і запропонувати теоретичний підхід до 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.

2. У межах даного трактування сутність ПФІ розкривається у таких аспектах: ПФІ як інструменти хеджування ризику та спекуляції, інструменти строкового ринку, продукти фінансового інжинірингу та різновиди цінних паперів. Деталізація даних аспектів дозволила навести узагальнену класифікацію ПФІ з зосередженням уваги на основних їх видах за формою та призначенням: форвард, ф'ючерс, опціон, своп, що знаходяться в обігу на біржових та позабіржових ринках ПФІ.

3. Визначені функції ПФІ в системі світового ринку на макро- і мікрорівні реалізуються у вигляді окремих переваг у їх застосуванні для різних економічних агентів і групуються за напрямками підвищення однорідності економічного простору та підвищення конкурентних переваг окремих учасників ринку.

4. Поряд з цим, існування ряду недоліків ПФІ в умовах зміни концепції функціонування світового фінансового ринку дозволило здійснити обґрунтування ПФІ як форми фіктивного капіталу. Виходячи з цього, стало можливим поглиблення

розуміння проявів дуалістичної природи як інструментів управління і генерації ризиків, та значення їх ринку у забезпечення стійкості усєї фінансової системи.

5. Встановлено, що ПФІ пройшли тривалий еволюційний шлях від звичайних угод з відстрочкою платежу, що уклалися в країнах Стародавнього Світу до сучасних високоефективних інструментів, що обертаються світових фінансових ринках, від етапів становлення похідних товарних інструментів до різноманіття форм і видів фінансових похідних. У процесі еволюційного розвитку пріоритетність функції хеджування ризиків знизилася у порівнянні з спекулятивною функцією ПФІ, що супроводжується процесом фінансіалізації світового господарства.

6. Основними передумовами у розвитку ПФІ стали: еволюційна (визначена розвитком світової економічної системи та інструментів, що обертаються в ній, її фінансіалізацією), методологічна (створення методології функціонування ПФІ у вигляді фінансового інжинірингу та облікових методик), ризик-менеджменту (необхідність в ефективних інструментах управління ризиками), регулятивна (зумовлена лібералізацією світової фінансової системи та її дерегулюванням), технологічна (піднесення на якісно новий рівень технологічної інфраструктури біржового та позабіржового ринку ПФІ). Світова фінансова криза 2007-2009 рр. наклала значний відбиток на функціонування ринків ПФІ і переосмислення їх значення як на організованому, так і на позабіржовому ринку.

7. Основні тенденції у розвитку ринку ПФІ у відповідь на подолання наслідків світової фінансової кризи, у якій ПФІ відіграли неоднозначну роль, пов'язані з посилення регулювання ринку ПФІ з метою недопущення нових криз та забезпечення стійкості світової фінансової системи.

8. Існуюча система регулювання ринку ПФІ, що складається з органів національного та наднаціонального рівня, учасників ринку та методів взаємодії між ними, що конкретизуються у нормативному, методологічному та інфраструктурному аспектах не повною мірою виконувала покладені на неї функції. А відтак, висунуті ініціативи щодо нівелювання системного, морального ризику на ринку ПФІ, асиметрії інформації, створення прозорого і конкурентного середовища,

зближення біржового та позабіржового ринку ПФІ є основою для її подальшого реформування.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [16, 86, 112, 114-117].

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”



## РОЗДІЛ 2

# СТАНОВЛЕННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ В УКРАЇНІ

### 2.1 Сучасний стан національного та світового ринку 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:

- 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 складової;
- 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 цим аспектами. Свідченням широкого розповсюдження інструментів цього 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 [225].

Порівнюючи співвідношення похідних товарних та 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 втілює сукупний світовий продукт, заснований на реальних активах та послугах 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.

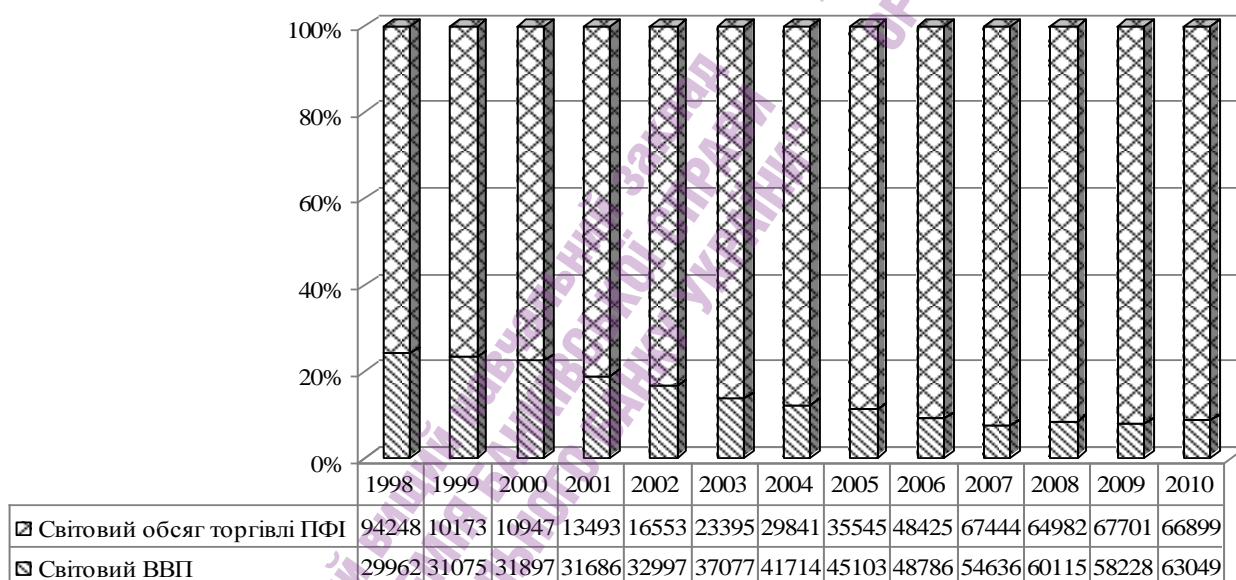


Рисунок 2.1 – Співвідношення світового ВВП та обсягу торгівлі ПФІ за номінальною вартістю за 1998-2010 рр., млрд дол.

Джерело: складено автором за даними [240, 256].

Загалом, за своїми масштабом і темпом зростання світовий ринок ПФІ з початку його розвитку у 70-х рр. ХХ 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. Значне падіння обсягів торгів спостерігалися з такими інструментами як процентні,

валютні, особливо на долари США. 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. [237]. 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 зменшення активності інвесторів, зокрема хедж-фондів.

У 2009 році, починаючи з другого кварталу відбулося незначне (з 366 трлн дол. 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 єнах. Відновлення біржових торгів спостерігалось також з ПФІ на акції та валютними ф'ючерсами і опціонами.

Варто зазначити, що співвідношення між обсягами торгівлі ПФІ на біржовому ринку та позабіржовому 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 торгівців ПФІ на позабіржові ринки, яка зберігається і до цього часу.

Таке співвідношення між обсягами торгівлі ПФІ на їх біржовому та позабіржовому ринку у світовому масштабі проілюстровано на рис. 1.8. Питома вага позабіржового ринку в структурі фінансових ринків різна в різних країнах: в Японії вона становить лише 1 % , у США – 25, Чехії – 60, Словачії – 80, Росії – 90, в Україні – 98 % [104]. 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.

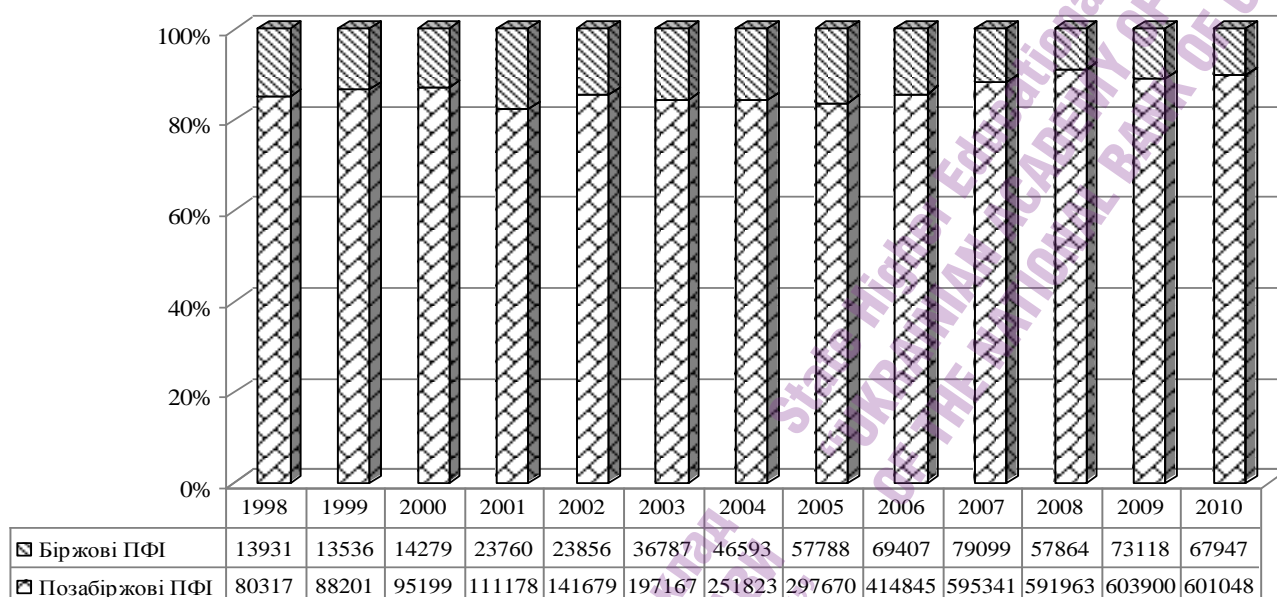


Рисунок 2.2 – Співвідношення біржових та позабіржових ПФІ за номінальною вартістю за 1998-2010 рр., млрд дол.

Джерело: складено автором за даними [256].

Найбільшою позабіржовою торгівельною системою є NASDAQ на якій представлені 2952 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 1700 різних видів угод з ними (табл. 2.1) [217].

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

№ з/п	Назва біржі	Рік			
		2005	2006	2007	2008
1	CME Group	1940	2443	3158	3278
2	Eurex	1697	2119	2704	3173
3	Korea Futures Exchange	2593	2475	2777	2865
4	NYSE Euronext1	1106	1124	1525	1674
5	CBOE Holdings	468	675	946	1195
6	BM & F Bovespa	466	571	794	742
7	Nasdaq OMX Group	266	396	551	722



## Продовження таблиці 2.1

№ з/п	Назва біржі	Рік			
		2005	2006	2007	2008
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

Джерело: [224].

Серед них найбільшими є група Чиказької торгової біржі (CME Group), що безпосередньо включає Чиказьку торгову біржу, Торгівельну 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 (1174 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.



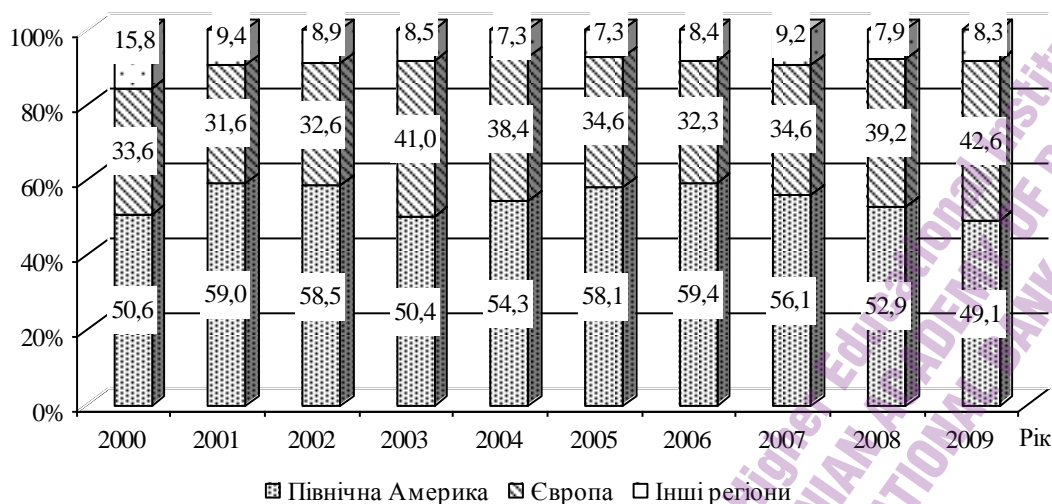


Рисунок 2.3 – Міжнародний щорічний біржовий оборот ПФІ за регіонами, %  
Джерело: складено автором за даними [224].

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.

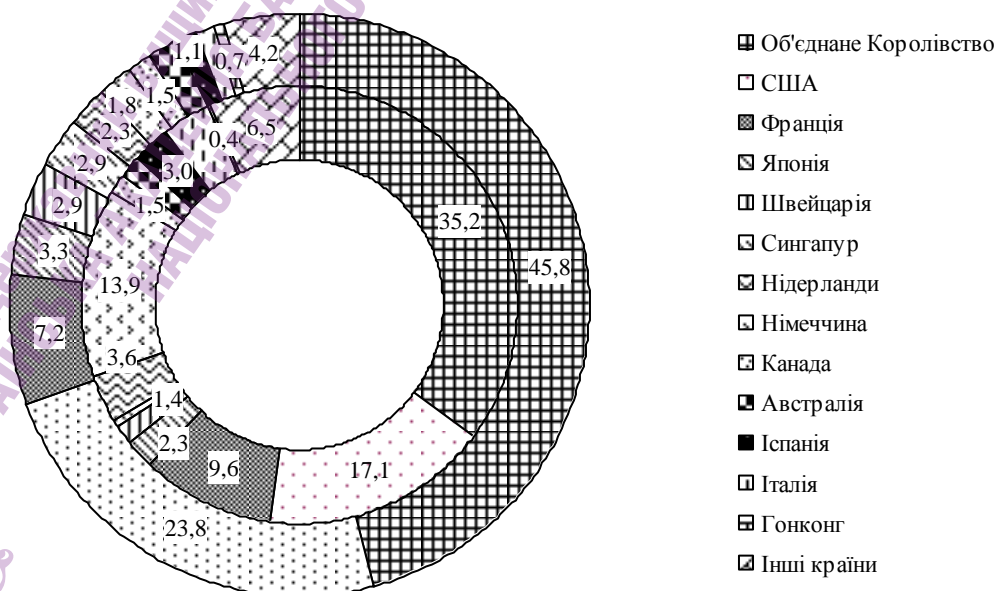


Рисунок 2.4 – Розміщення позабіржової торгівлі ПФІ за країнами світу у 2001 (внутрішнє коло) та у 2010 р. (зовнішнє коло), % .

Джерело: складено автором на основі [250].

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 цьому 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.

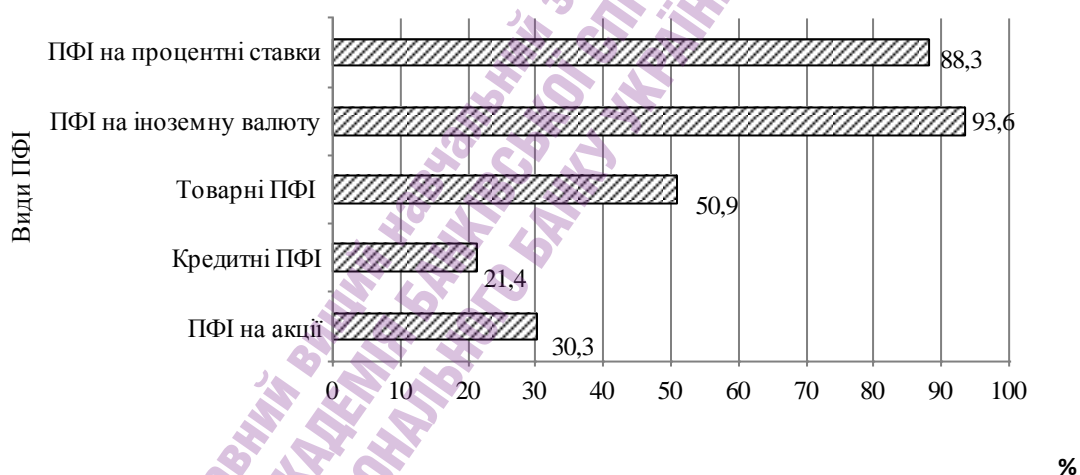


Рисунок 2.5 – Види ПФІ, використовуваних у системі ризик-менеджменту корпорацій у 2009 р., % від кількості корпорацій (за даними ISDA)

Джерело: складено автором на основі [225].

Особливу увагу варто приділити валютній структурі контрактів: в євро та доларах США номіновані 37 % і 35 % ПФІ у 2008 р., при чому ПФІ, виражені в євро показують тенденцію до зростання їх обсягів в силу зростання очікувань учасників ринку про нестабільність курсу долара та економіки США загалом.

З огляду на тенденції, що спостерігається в 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. Їх вирішення, на нашу думку, є життєво необхідними для подальшого стійкого і безпечного для світової фінансової системи розвитку ринку ПФІ, забезпечення ефективного і раціонального використання самих інструментів, що повинне бути передусім спрямоване на потреби управління ризиками в реальному секторі економіки.

Серед таких проблем варто назвати наступні:

– нормативні: потреба у створенні дієвих механізмів обліку, контролю і регулювання біржових та позабіржових ринків ПФІ; діяльності їх окремих учасників, зокрема хедж-фондів; уніфікації видів застосовуваних ПФІ в стратегіях ризик-менеджменту. Вирішення даної проблеми має бути засноване на єдиній глобальній концепції регуляторів фінансових ринків, що втілює переваги фінансового інжинірингу для управління ризиками суб'єктів господарювання і нівелює недоліки від безконтрольних спекуляцій з ПФІ. Через це необхідне посилення рівня нагляду за діяльністю фінансових інститутів на ринках ПФІ; зростання вимог до регулятивного капіталу, стандартів щодо ліквідності; посилення якості системи ризик-менеджменту та прозорості обліку; надання їм державної допомоги в проведенні рекапіталізації, очищення капіталу від проблемних кредитів, зобов'язань за збитковими ПФІ, тобто відновлення на якісно вищому рівні повноважень держави у регулюванні ринку ПФІ.

– інфраструктурні: необхідність зростання ступеню «організованості» і урегульованості світових позабіржових ринків, а також переорієнтації брокерів і дилерів, які торгують ПФІ, на організовані ринки. Зближення біржового та позабіржового ринку може бути втілене у гармонізації ринкових інфраструктур, консолідації біржових майданчиків, введенні нових прогресивних систем біржових торгів (створення централізованої клірингової установи (центрального контрагента) на позабіржовому ринку) та впровадженні післяторгового обслуговування, окремих регулятивних норм на ньому, що дозволило б зменшити його ризиковість,

підвищити прозорість. Подібна ініціатива спостерігається в США, звідки бере початок світова фінансова криза, пов'язана з кредитними похідними, і представлена вона розробкою Акту прозорості і підзвітності ринків деривативів;

– методологічні: перегляд облікових методик щодо визнання, оцінки, переоцінки, списання ПФІ, відображення їх поза балансом учасників операцій з ПФІ і впливу цих інструментів на вимоги достатності капіталу, особливо з урахуванням неможливості достовірної оцінки унікальних ПФІ. Поряд зі зміною облікової методології стосовно ПФІ назріла необхідність перегляду системи рейтингового оцінювання ПФІ для подання адекватної інформації інвесторам та регулятивним органам. Зміна критеріїв і процедур надання кредитних рейтингів та рейтингів інвестиційної привабливості з боку рейтингових агенцій є запорукою формування достовірних очікувань інвесторів щодо оцінки цих інструментів;

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) сегменту, 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 і його біржовий, і позабіржовий сегменти розвинені порівняно слабо з огляду на рівень розвитку самого фінансового ринку і світових ринків ПФІ (табл. 2.2), але останнім часом спостерігається їх активний ріст.

За даними ДКЦПФР обсяг торгівлі ПФІ на строковій секції Української біржі, де зосереджено торгівлю ПФІ в Україні, тільки за перше півріччя 2011 року порівняно з 2010 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 зростав на 22% і склав 668,9 трлн дол. у 2010 році.

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

Показник		Рік										
		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 <sup>1</sup>	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

Примітка. Дані наявні лише за організаторами торгів

Як наслідок, невеликий 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. Проте, вони водночас позбавлені дієвих механізмів управління ризиками, які первісно закладені у хеджувальній функції похідних інструментів, зокрема і фінансових, і відповідно їх здатність до беззбиткового та конкурентоздатного функціонування в нестабільних умовах значно знижена.

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 уклалися 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 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 р. 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 «Білоцерківтеломережа», ВАТ «Центростальконструкція», ТОВ «Масив тепломережа». У 2004 р. у лістингу 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 сегменту, що слідувало за загальним ринковим піднесенням [52, с. 71-73; 153; 156].

У подальшому, незважаючи на те, що у порівнянні з 2006 у 2007 р. його обсяги збільшились на 17,7 млн грн, у 2008 р. він демонструє різке зниження обсягів операції 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 [179, с. 61], фондовий ринок має другорядне значення у фінансуванні розвитку економіки.

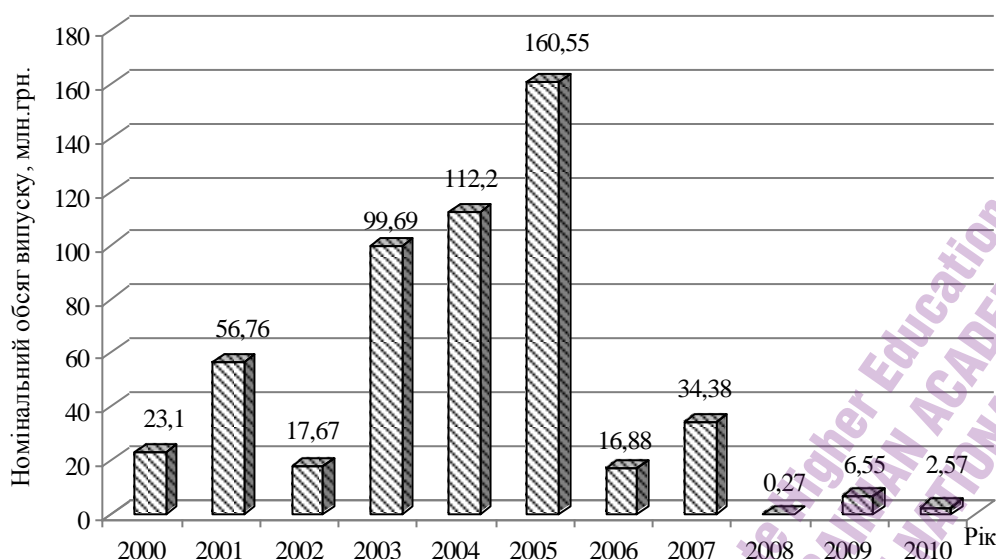


Рисунок 2.6 – Обсяг випущених опціонів в Україні в 2000-2010 рр., млн грн

Джерело: [45].

Невисокі показники розвитку фондового ринку України мають значний вплив на формування рейтингових позицій України серед інших країн за версіями світових організацій. Зокрема у 2010 р. їх значення для України були наступними:

– Індекс економічної свободи (розраховується the Heritage Foundation & the Wall Street Journal) – 46,4 % , 162 місце в загальному списку (за яким Україна відноситься до країн, де економічна свобода відсутня). Причини погіршення позицій – обмеження інвестиційної діяльності і низький рівень розвитку фінансового сектора та його регулювання;

– Індекс глобальної конкурентоспроможності (розраховується Всесвітнім економічним форумом) із значенням 3,95 балів, 82 місце серед 133 країн світу (низький рівень конкурентоспроможності). Основні чинники зниження конкурентоспроможності: «Інститути» (120 місце), «Макроекономічна стабільність», «Розвиненість фінансового ринку» (106); фактори, що перешкоджають веденню бізнесу: політична нестабільність – 16,5 % та доступ до фінансування – 13,5 % [2].

За методологією міжнародної рейтингової організації Standard & Poor's та групи Morgan Stanley фінансовий ринок України відноситься до групи граничних



ринків (frontier markets), що виокремлюються серед ринків, що розвиваються (emerging market) передусім за рівнем ліквідності та капіталізації. Протягом кредитного буму і притоку спекулятивного капіталу на фондовий ринок України протягом 2007 – поч. 2008 р. Україна займала лідируючі позиції за рівнем капіталізації та обсягом торгів у цій групі. Та після розгортання фінансової кризи Індекс S&P Frontier Composite USD, який розраховується рейтинговою агенцією Standard & Poor's для цієї групи ринків, знизився протягом 2008 року на 80,19 % з 406,10 до 80,43 пунктів. Індекс S&P Frontier – Ukraine USD, за даними ПФТС, знизився протягом 2008 року на 82,19 % з 551,30 до 98,19 пунктів. Внутрішній індекс ПФТС – як один з головних індикаторів фондового ринку України після швидкого зростання досяг свого максимуму – 1208,61 пунктів у січні 2008 р., а національний фондовий ринок за своїми темпами розвитку поступався лише китайському [137].

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 р. дорівнювало 301,42. [137].

Таким чином, ПФТС поступово втрачає лідируючі позиції (новий власник – ЗАО ММВБ (Росія), її найбільшим конкурентом стає утворена 02.10.2008 р. «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 1455,47 пункту на кінець того ж року.

Загалом на посткризовому фінансовому ринку України спостерігаються значні зміни в 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 як 10 разів переважає організовану [106, 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 [45]. 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 ДКЦПФР та ДКРРФП об'єктивно не може бути врахована повна інформація за так званим «вуличним» ринком. Значними є і 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 і з 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) [45].

З 28.04.2010 р. 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 153669 контрактів на суму 3594,23 млн грн. Слід зазначити, що дані обсяги не враховані в динаміці торгів похідними, наведеними за даними ДКЦПФР на рис. 2.6.

Аналіз видової структури похідних інструментів засвідчив, що динаміка строкового ринку України, за даними ДКЦПФР представлена переважно операціями з опціонами. Інші види інструментів представлені ф'ючерсними контрактами: 46 специфікацій ф'ючерсних контрактів, зареєстровані у валютному, паливно-енергетичному, аграрному та фінансовому секторах [45]. Водночас на Українській біржі бурхливого розвитку дістали 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 неформованим, 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 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

Джерело: авторська розробка

Передусім, низький рівень розвитку ринку ПФІ пов'язаний з браком 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.

У межах нашого дослідження, нормативний та методологічний аспект розвитку ринку ПФІ в Україні розглядаються окремо від інфраструктурного, так як є визначальними стосовно останнього.

Відповідно нерозповсюдженість ПФІ в Україні зумовлена недосконалим, несистематизованим, непослідовним нормативно-правовим полем їх функціонування та відсутністю ефективного механізму їх регулювання. Розрізнені нормативно-правові акти, що складають основу регулювання ПФІ в Україні наведені у додатку Г за своєю законодавчою силою.

Центральним законодавчим документом – Цивільним кодексом України, зокрема п. 3 ч. 1 ст. 195 «Групи та види цінних паперів» в Україні дозволено цивільний обіг поряд з пайовими, борговими і товаророзпорядчими цінними паперами і похідних цінних паперів, тобто таких, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів.

Подібне звужене трактування зберігається і в основоположному, документі, в якому мав би бути закладений базис існування строкового ринку ПФІ – Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», і встановлюється, що «особливості емісії (видачі), обігу та обліку похідних цінних паперів та порядок розкриття інформації щодо них визначається законодавством». А власне законодавство, у якому згадується про основу строкового ринку – ПФІ є суперечливим, фрагментарним і не містить ні чіткого і єдиного трактування цієї категорії, ні повної класифікації, ні уніфікованого порядку емісії та обігу.

Щодо визначення сутності ПФІ в різних нормативних актах прослідковується три напрямки (додаток Д): згідно з податковим законодавством, актів ДКЦПФР та КМУ, де ПФІ розглядаються як «деривативи» – стандартні документи; згідно з базовими законами і Цивільним кодексом «ПФІ – цінні папери» та згідно з обліковими нормативними актами НБУ і Міністерства фінансів України – визначення згідно з Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФЗ 32 «Фінансові інструменти: розкриття та подання», МСФЗ 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка», МСФЗ 7 «Фінансові інструменти: розкриття інформації»).

Законодавча невизначеність самого формулювання категорії «ПФІ» підкріплюється загальною правовою невизначеністю статусу ринку ПФІ.

Поряд з розрізненими визначеннями поняття «похідні фінансові інструменти», у вітчизняних нормативно-правових актах не наводиться вичерпний перелік інструментів, які можуть обертатися на вітчизняному ринку ПФІ. Кожен закон чи підзаконний акт містить власні класифікаційні підходи до масиву похідних інструментів, чим дезорієнтує учасників ринку щодо можливості застосування ними тих чи інших видів інструментів: від простої класифікації на форварди, ф'ючерси і опціони до їх деталізованих аналогів.

Продовжуючи аналіз нормативних вимог до функціонування ринку ПФІ в Україні, слід зазначити, що у нормативних актах, які складають базис регулювання фінансового ринку в Україні: Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» наведено лише визначення ПФІ та розподілено компетенцію державних органів щодо регулювання їх ринків [99]. Найбільш істотне значення (після законодавчих актів) у сфері випуску й обігу похідних має низка підзаконних нормативних актів: Постанова КМУ «Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів», Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії», Постанова НБУ «Про затвердження Правил випуску і обігу валютних деривативів». Ними встановлені реквізити окремих видів деривативів, вимоги до проведення реєстрації їх випуску, порядку обігу у найбільш загальному вигляді [129, 130].

У 2009 р. було розроблено «Положення про порядок реєстрації змін до правил фондової біржі щодо запровадження в обіг на фондовій біржі деривативів», яким урегульовано організаційні аспекти запровадження в обіг на фондовій біржі ф'ючерсних контрактів та опціонів [128]. Заразом, на вітчизняному строковому ринку спостерігається правова колізія: певною мірою підзаконними нормативно-правовими актами урегульовані часткові формальні вимоги щодо емісії і обігу ПФІ, проте на вищому законодавчому рівні існування ПФІ з усталеними єдиними

термінологією, класифікацією та загальними вимогами до учасників ринку не регламентовано.

З прийняттям Податкового кодексу, норми, що визначали оподаткування операцій з ПФІ були перенесені до нього з відповідних законів (Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» та Закону України «Про податок на додану вартість»). Так, до валових доходів платника податку на прибуток включається позитивний фінансовий результат від торгівлі деривативами з урахуванням від'ємного результату минулих періодів, а також операції з торгівлі та/або управління деривативами не є об'єктом оподаткування ПДВ.

Отже 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. 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 контексті цих проблем можна назвати наступні перспективи нормативного забезпечення розвитку ринку ПФІ в Україні:

- створення єдиного правового поля функціонування безпечного для інвесторів і фінансової системи, стійкого ринку ПФІ в Україні та низькоризикових інструментів фінансового інжинірингу
- уніфікація, стандартизація та ліцензування ПФІ, створення єдиних правових норм, що регламентують їх випуск, форму, порядок обігу, оцінки, погашення.

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

Крім того, існують значні труднощі у відображенні їх в бухгалтерському обліку і звітності учасників ринку та оцінці вартості цих інструментів та операцій з ними. Безпосередньо призначене для цього національне Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» є вельми урізаною версією відповідних міжнародних стандартів МСФЗ 32 «Фінансові інструменти: розкриття та подання», МСФЗ 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка», МСФЗ 7 «Фінансові інструменти: розкриття інформації», норми нещодавно прийнятого П(С)БО 34 «Платіж на основі акцій» рідко повноцінно застосовуються у повсякденній практиці підприємств.

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. Згідно з проведеними спеціалізованими бухгалтерськими виданнями опитуваннями, 82 % з опитаних українських бухгалтерів не мають уявлення у яких випадках слід застосовувати норми П(С)БО 13 і взагалі чи застосовуватимуть їх коли-небудь взагалі. Дещо краща ситуація спостерігається в банківському секторі України. Банківські установи з 1998 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 з 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. Згідно з нормами МСФЗ 39 за відсутності активного ринку для ПФІ в портфелі в банку (спекулятивному чи портфелі хеджування [182]), банк визначає справедливую вартість ПФІ за допомогою інформації про справедливую вартість подібних інструментів, про останні ціни угод з ПФІ з їх подальшим коригуванням, використанням дисконтування грошових потоків інструменту чи моделі ціноутворення опціонів [102]. Відповідно застосування названої моделі викликає труднощі через незначну кількість праць українських науковців стосовно



імплементатії загально визнаних у світі моделей визначення вартості ПФІ у вітчизняну фінансову сферу.

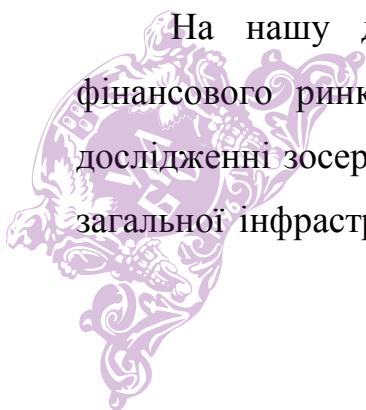
Методичних рекомендацій і роз'яснень вимагають також не лише облікові процедури, але і норми законодавства щодо оподаткування операцій з ПФІ, так як відсутні чіткі і прозорі вимоги до їх відображення у податковому обліку, власне як і відсутня чітка позиція органів ДПС України щодо них.

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.

Важливо відзначити, що з поглибленням фінансiалiзацiї свiтового господарства, перетворення економiки на «фiнансономiку» значення фiнансової iнфраструктури – основи фiнансового сектора i ринку ПФІ як його частини змiнюється з обслуговуючого на першочергове i домінантне за темпами розвитку порiвняно з реальним сектором економiки.

Ми погоджуємося з думкою О. М. Іваницької, котра зазначає, що на етапі розвитку «фінансономіки» як нової системи світового господарства до складу фінансової інфраструктури крім формальних та неформальних елементів інститутів ... «входять інституціональна (законодавча, нормативно-правова), інституційна, організаційна, інформаційно-комунікативна, міжнародна, наукова, облікова, кадрова інфраструктури, які разом утворюють інфраструктурне середовище» [50].

На нашу думку, наведене є безумовно справедливим як для усього фінансового ринку, так і його строкового сегменту – ринку ПФІ. У нашому дослідженні зосередимо увагу на інфраструктурі ринку ПФІ як невід'ємній частині загальної інфраструктури фінансового ринку, яка, однак, має певні, притаманні їй



особливості, що стосуються: інституційного, інформаційного, кадрового забезпечення.

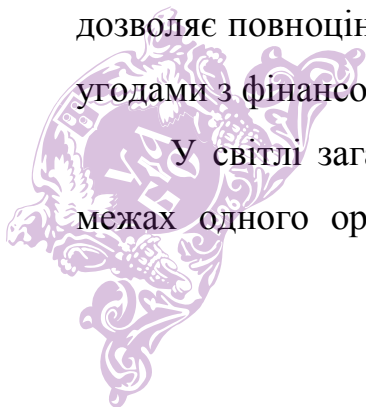
Досліджуючи інституційне середовище (забезпечення) ринку ПФІ в Україні, слід сказати, що до його складу мають входити безпосередні організатори торгів, професійні учасники ринку (дилери, брокери, маркет-мейкери), регулятори (державні та саморегульовані організації), депозитарії, клірингово-розрахункові установи, тощо.

Крім постійнодіючих бірж та позабіржових торгівельних систем, здатних ефективно управляти власними ризиками та підтримувати ліквідність ринку, важливу роль у становленні ринку ПФІ мають відігравати регуляторні інститути: ДКРРФП, ДКЦПФР, 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 аспекту 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.

У цьому контексті упорядкування потребує діяльність учасників Національної депозитарної системи і система обліку прав власності на цінні папери. Технологічна відокремленість Національної депозитарної системи спричиняє низьку якість роботи системи обліку прав власності не тільки на ПФІ, але і базові цінні папери, не дозволяє забезпечити належні гарантії захисту прав інвесторів. Недосконалість розрахунково-клірингового обслуговування операцій з цінними паперами не дозволяє повноцінно використовувати принцип «поставка проти платежу» (DVP) за угодами з фінансовими інструментами та їх похідними.

У світлі загальносвітової тенденції до централізації депозитарних функцій в межах одного органу в країні слід відзначити, що загалом у світі функціонує



близько 100 центральних депозитаріїв, що у сукупності обслуговують 95 % організованого фінансового ринку, 30 з яких – європейські [51].

На разі в Україні на роль центрального депозитарію претендують наступні інститути: ПрАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів», ВАТ «Національний депозитарій України», та Національний банк України (для державних цінних паперів). Побудова централізованої депозитарної системи передбачена Програмою економічних реформ на 2010-2014 роки. Водночас, створення єдиного центрального депозитарію в Україні перспективним.

Крім того, неоднозначно в законодавчому полі трактується і повноваження депозитарних установ щодо здійснення клірингово-розрахункових операцій з фінансовими інструментами. Пунктом 2.1 Положення про розрахунково-клірингову діяльність, затвердженого рішенням ДКЦПФР встановлено, що професійна розрахунково-клірингова діяльність за операціями щодо цінних паперів здійснюється виключно депозитаріями. Проте, з огляду на ст. 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», можна говорити, що крім депозитаріїв, біржі мають право на «у тому числі здійснення клірингу та розрахунків». Абзац 2 частини 2 ст. 26 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» поширює цю норму і засвідчує, що організатори торгівлі можуть здійснювати діяльність з проведення клірингу та розрахунків за договорами щодо похідних (деривативів), які укладаються на такому організаторі торгівлі [100]. Проте єдиного підходу до тлумачення цих норм одного закону в Україні не має, як не має і основоположної концепції щодо того, який інститут буде здійснювати депозитарний облік прав та зобов'язань, кліринг і розрахунки за договорами з ПФІ.

У практиці зарубіжних фінансових ринків спостерігається домінуюча роль центральних контрагентів (у деяких країнах як підрозділ центрального депозитарію) у здійсненні клірингу та розрахунків, першочергово на біржових ринках, а в світлі ініціатив з посилення регулювання світових фінансових ринків і на позабіржових. Остання обставина має вирішальне значення для України, в якій стихійно формується ринок позабіржових деривативів (в першу чергу – опціонів та ф'ючерсів на товарні і фінансові активи) [33].

На сьогодні в Україні на біржовому ринку діє модель розрахунків на базі Внутрішньої небанківської платіжної системи «Розрахункова фондова система» (ЗАТ Фінансової компанії «Сучасні кредитні технології»). На відміну від інших моделей розрахунків, реалізованих українськими фондовими біржами та/або депозитаріями, що концентрують операційні та кредитні ризики в одному розрахунковому банку, Платіжна організація РФС користується послугами різних банків, надаючи їм статус розрахункових, таким чином управляючи ризиками контрагентів. Проте вона не здійснює розрахунки за операціями з ПФІ, і крім того, не набула масового поширення. Прикладом реалізації розрахунків з механізмом центрального контрагенту є Українська біржа, що запозичила технологію від своїх власників – РТС. Однак знову ж таки, охоплення ринку такою технологією є порівняно незначним.

З одного боку становлення центрального депозитарію і центрального контрагента потребує досить високої консолідації і ступеня розвитку ринку, а з іншого – для ринків, що розвиваються, у т.ч. й українського, вони є життєво необхідними для подальшої розбудови фінансового ринку, особливо ринку ПФІ.

Серед суб'єктів інфраструктури національного фінансового ринку необхідного поширення, і 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

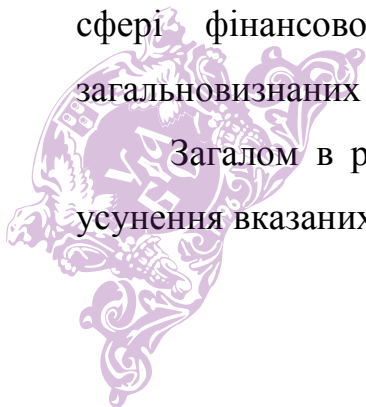
управління ризиками і ліквідністю, загальнодоступних систем моніторингу та аналізу за ціновими котируваннями. Через це національні учасники ринку недостатньо поінформовані про можливості і переваги, ризикованість та недоліки ПФІ.

Перспективним вирішенням окреслених проблем інформаційного забезпечення ринку ПФІ може стати консолідація біржової системи України на базі єдиної технологічної платформи, що може обслуговувати не тільки звичайні цінні папери, але і ПФІ, а також бути органічно взаємопов'язаною з депозитарною та клірингово-розрахунковою системами. Впровадження такої платформи потребуватиме дотримання єдиних стандартів електронного документообігу за операціями з ПФІ між усіма інститутами інфраструктурного середовища, застосування електронного цифрового підпису та необхідних сертифікованих ключів, єдиного формату поширення даних і розкриття інформації. Зазначені вимоги можуть бути реалізовані технічно з використанням сучасних інформаційних торговельних систем кожним з учасників ринку.

До того ж в українському фінансовому документообігу немає стандартних форм ділових документів, необхідних на ринку ПФІ (ратифікованих генеральних та розроблених з урахуванням вітчизняної специфіки рамкових (організаційних) договорів), які б зменшували транзакційні та часові витрати на укладання угод, їх ризиковість, підвищували уніфікованість процедур при проведенні операцій з ПФІ, зрозумілість їх у судових справах.

Низький рівень кадрового забезпечення ринку ПФІ в Україні актуалізується через брак висококваліфікованих кадрів (як в штаті 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 визнаних стандартів їх роботи.

Загалом в рамках інфраструктурного аспекту розвитку ринку ПФІ з метою усунення вказаних недоліків ми вбачаємо наступні перспективи:



- становлення ефективнодіючих інститутів строкового ринку, здатних управляти як своїми ризиками, так і ризиками своїх клієнтів, обслуговувати операції з ПФІ на постійній основі, відповідати вимогам щодо фінансової стійкості та достатності капіталу, підтримувати ліквідність на ринку шляхом досягнення балансу між хеджувальними і спекулятивними операціями;
- консолідація інфраструктури ринку, оптимізація методів і моделей взаємодії між інститутами системи і регуляторами, безпосередньо між інститутами;
- імплементація міжнародно визнаних угод у сфері строкових ринків, зокрема ISDA Master Agreement в юридичній практиці укладання угод з ПФІ;
- організація навчання фахівців фінансового сектора: фінансових аналітиків, ризик-менеджерів, фінансових інженерів, що базується на світових стандартах і популяризація ПФІ серед інвесторів.

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.

Розбудова ринку ПФІ в Україні повинна відбуватись у загальносвітовому руслі посилення регулятивних вимог до нього. Оскільки однією з головних умов забезпечення стійкості світової фінансової системи є посилення регулювання і контролю на ринках похідних фінансових інструментів, а головною передумовою

побудови подібного ринку і використання його переваг в Україні є вирішення питань у розрізі нормативного, методологічного, інфраструктурного аспектів, належних до державного регулювання фінансових ринків, слід сказати про однакову спрямованість напрямків подальшого розвитку ринків ПФІ України і світу.

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

Існування дилеми між роллю ринку ПФІ як інструменту 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 наступне його визначення як «складної самоорганізуючої економічної системи, яка характеризується нелінійністю та еволюційним характером розвитку, наявністю зворотного зв'язку, мінливістю й волатильністю в довгостроковій перспективі» [3, 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 [57]. 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 [246]. З позиції синергетичного підходу, запропонованого Г. Хакеном, 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 [154].

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 розглядатися 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;

– емерджентність (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 (свопціон наприклад). Відповідно при



переході до конкретного, система ринку ПФІ виступає відкритою для взаємодії з іншими системами;

– ієрархічність – ринок ПФІ є системою 3 порядку стосовно до ринку базових активів (третинний ринок), а з розвитком фінансового інжинірингу на ринок ПФІ нашаровується система 4 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 макrorівні 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 у 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 синергетичними 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 [177].

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 теорію Дж. М. Кейнса, наявність строкового сегменту в структурі фінансового ринку сприяє макроекономічній стабілізації [55, 126]. 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 і поширення можливих катастрофічних ризиків на ньому та виникнення криз на глобальному фінансовому ринку [151].

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 зворотне 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  $\Gamma - \Gamma^1 - \dots - \Gamma^n$  [69], де кількість порядків дорівнює ступеню «похідності» інструментів – похідні на похідні);

– вартість ПФІ, особливо на позабіржовому ринку, визначається не за допомогою попиту і пропозиції, а за допомогою численних методів оцінки ПФІ, розроблених на основі ідеалізованих теоретичних моделей окремими фахівцями – квантами під конкретні потреби клієнтів з 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 спотворені 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.

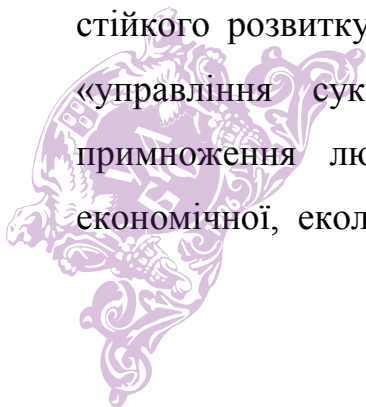
Так, В. Г. Алієв [162] визначає стійкість як здатність системи функціонувати у станах, близьких до рівноваги в умовах, постійних зовнішніх і внутрішніх збурюючих впливів. А. О. М. Горбань, В. Є. Бахрушин під стійкістю системи розуміють стан, для якого малим змінам зовнішніх впливів відповідають малі 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 [35].

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 «сталый 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. ...сталою (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» [64, с.187].

По суті, наведене розуміння не йде у розріз з аналогічними визначеннями поняття «стійкий розвиток», відмінності між ними носять семантичний характер. Сстійкий розвиток за своїм внутрішнім змістом має означати перманентне відтворення так званого стану динамічної рівноваги з періодичною зміною його рівня, при якому відбувалося б постійне розв'язання суперечностей між внутрішніми компонентами системи, а зміна параметрів середовища існування системи не виходила за межі катастрофічних (фатальних) для системи трансформацій [111, с. 413]. Поняття «стійкий розвиток» є багатоаспектним, запозиченим з теорій суспільного розвитку та економіки природокористування. За визначенням Комісії ООН зі стійкого розвитку, розвиток суспільства є стійким, тобто може підтримуватися протягом довгого часу, якщо він «дозволяє задовольняти потреби нинішніх поколінь, не завдаючи при цьому шкоди можливостям, що залишаються у спадок майбутнім поколінням для задоволення їхніх власних потреб» [241]. Основоположником економічної теорії стійкого розвитку є дослідник економічних аспектів забруднення довкілля, економіст Світового банку Д. Герман у своїй праці «По за зростанням: економічна теорія стійкого розвитку». У глосарії Світового банку стійкий розвиток наводиться як «управління сукупним капіталом суспільства в інтересах збереження та примноження людських можливостей». Концепція включає в себе поняття економічної, екологічної та соціальної стійкості, які трактуються як раціональне



управління виробленим капіталом, природним капіталом і людським капіталом» [247].

У контексті цього визначення з огляду на предмет нашого дослідження пріоритетного значення набуває управління реальним та фінансовим (виробленим капіталом). В умовах фінансіалізації світового господарства потоки фінансового (фіктивного) капіталу, локалізуються передусім на ринку ПФІ. Звідси стійкий розвиток ринку ПФІ та його стійкість як загальносистемна властивість в умовах реформування архітектури фінансового ринку і ринку ПФІ як його складової в глобальному та національному масштабі є, на нашу думку, ключовими на даному етапі розвитку світового господарства.

Крім описових визначень теорії систем, що дають лише загальне розуміння стійкості, виникає необхідність формулювання визначення стійкості з позицій фінансової теорії. Отже, визначення стійкості та стійкого розвитку ринку ПФІ має бути продуктом композиції системної та фінансової теорій.

Дослідження фінансової стійкості в вітчизняній фінансовій теорії концентрується переважно навколо двох полярних об'єктів – стійкості окремих фінансових та нефінансових агентів – банків (банківської системи), страхових компаній та компаній реального сектора [72, 47, 8, 178] або ж стійкості усієї фінансової системи [177, 110]. Тільки поодинокі дослідження стосуються стійкості фондового ринку [118]; дослідження стійкості ринку ПФІ та його розвитку не набули значного поширення.

Певні підходи до оцінки ризикованості 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 ризикованість [166]. К. С. Чекмарьов також будує систему показників для дослідження стійкості ринку ПФІ та його ризикованості, проте як і його колега не надає дефініції цього поняття [171].

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

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: [73], доповнено автором.

На позначення перекладу усталеного англійського терміну «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.

Для їх розмежування цього скористаємося визначенням стійкості системи, що застосовується Л. Г. Мельником. У своєму дослідженні, він розмежовує 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 накопичується.

Стійкість – це здатність системи зберігати за різних параметрів зовнішнього середовища свою структуру і функціональні особливості, достатні для діяльності

[111]. 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 відповідно стабільності системи, що визначається її внутрішніми факторами [111]. Думці Л. Г. Мельника ідентичні також думки О. В. Крухмаль, А. Ю. Юданова, що в основі стійкості як здатності протистояти внутрішньому та зовнішньому впливу лежить така ознака як стабільність [72, 186]. 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 [72].

Через це важко погодитись із І. В. Ларіоною, яка вважає, що стабільність є більш широким поняттям, а стійкість є основою стабілізації [74]. 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 [158].

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 зворотною 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) [111, с. 111-116]. 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, у яких балансуються як ціни попиту і пропозиції 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 розумітися як сукупність стійких станів ринку протягом певного періоду часу (часового континууму) в динамічній рівновазі. Це підтверджується і в дослідженні [158], 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 [177, 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. Фута, 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 [110, 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 до внутрішніх факторів) і підтримувати своє функціонування у динамічній рівновазі;



– здатність ринку як фінансового інституту не зважаючи 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 (приспособлення 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 [111, 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, від 1979 року у світі відбулося 124 системні банківські кризи, 208 валютних криз та спостерігалось 63 випадки суверенного дефолту, що призвели до втрати до 10 – 30 % національних фінансових активів [229, 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

порушення 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 виду 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 цінових показників, погіршення ліквідності та якості фінансових інструментів, банкрутство учасників [60]. Не зважаючи на численні приклади фінансових криз та їх особливості, зазвичай виділяють такі їх види: банківські, валютні, кризи на фінансових ринках [6].

Так, стосовно банківського сектора кризовою називається така ситуація, коли виконується хоча б одна з вказаних умов:

- питома вага простроченої заборгованості в банківських активах досягає 10 % ;
- витрати на відновлення банківської системи перевищують 2 % від ВВП;
- націоналізовано понад 10 % банків;
- накладається мораторій на виплату вкладів, спостерігаються панічні настрої серед вкладників [206, 205].

Стосовно валютного сектора – про валютну кризу можна говорити у тому випадку, коли спостерігається девальвація національної валюти на 25 % і більше та фіксуються спекулятивні атаки на її курс [175, 216].

Згідно з наведеними критеріями та індикаторами варто відзначити, що вони носять обмежений характер в силу особливостей кожної кризи, невизначеності щодо можливих сценаріїв її розвитку, труднощів 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 (emerging market) ці кризи носять унікальний характер через відмінності у розвитку цих країн. Проте аналіз ряду криз у таких країнах дозволив виділити наступні параметри (індикатори)

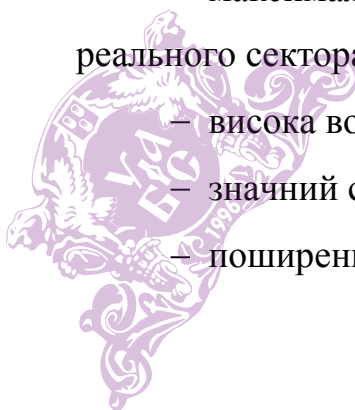
кризи, які сигналізують про її виникнення при досягненні трьох з них протягом чотирьох місяців критичних значень:

- зниження капіталізації ринку акцій – не менше 20 %;
- скорочення боргової маси облігацій на внутрішньому і зовнішньому ринку 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 фінансовими інститутами з активами, що складають не менше 10 % від їх загального обсягу по країні [185].

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, Мексиканська криза 1994, Азіатська криза 1997, 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 і 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 раз;
- 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 р. середнє значення перевищення номінальної вартості ПФІ над світовим ВВП складало 5,6 раз. Пікового значення в 12,3 рази таке перевищення досягло в кризовому 2007 р., що засвідчило максимальний дисбаланс між потребами реального сектора економіки в управлінні ризиками і спекулятивними мотивами і ознаменувало перетин ринком певної границі і перехід його до кризового стану (рис. 2.8).

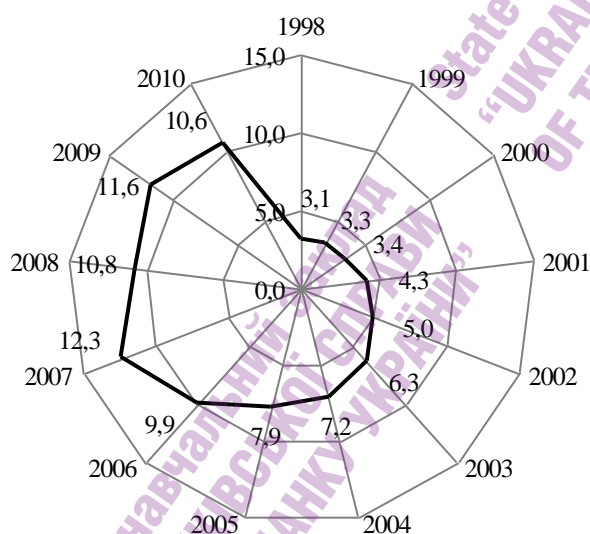


Рисунок 2.8 – Співвідношення між номінальною вартістю ПФІ та світовим ВВП протягом 1998-2010 рр., рази

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

З огляду на це С. І. Ільєсов вважає, що «економічна система (у т. ч. банківська) розвивається у стійкий спосіб за визначеним параметром, якщо відхилення цього параметру не перевищує припустимої величини, а перешкоди можуть бути компенсовані в певних межах». При чому на його думку границя стійкості «... знаменує собою певну систему параметрів, перехід за межі яких приводить систему зі стійкого стану в нестійкий» [49].

На нашу думку, границя стійкого розвитку (точка біфуркації) ринку ПФІ визначається як такий критичний стан у процесі розвитку ринку за якого ризику

учасників ринку, що хеджуються за допомогою ПФІ не збалансовані з ризиками, що виникають у процесі спекуляції з ними і спостерігається переважання не пов'язаних з потребами реального сектора обсягів надлишкової ліквідності на ринку ПФІ, що врешті-решт призводить до наростання системного ризику і реалізації криз.

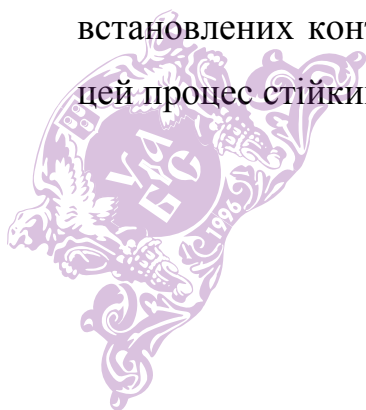
Граничним періодом у розвитку ринку ПФІ є 2007 р. як рік надування іпотечної бульбашки та накопичення критичної маси передумов (обсягу прийнятих ризиків, у т.ч. системного, надлишкової ліквідності учасниками ринку) до виникнення криз у 2008-2009 рр.

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 їх попередження є своєчасна діагностика.

Підтвердженням виникнення кризи на ринку ПФІ може стати експрес-оцінка процесу розвитку ринку ПФІ за допомогою такого інструменту як карти Шухарта, запропоновані В. Шухартом (W. A. Shewhart) у 1924 р. для промислового контролю якості продукції [157]. Проте, згодом статистичні карти контролю якості стали одним з найважливіших інструментів оцінки процесів у межах широко розповсюдженого підходу «6 сигма» 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. 2.9. наведено середнє значення і дві контрольних межі зміни валової ринкової вартості позабіржових ПФІ протягом 1998-2010 рр.

При чому 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.



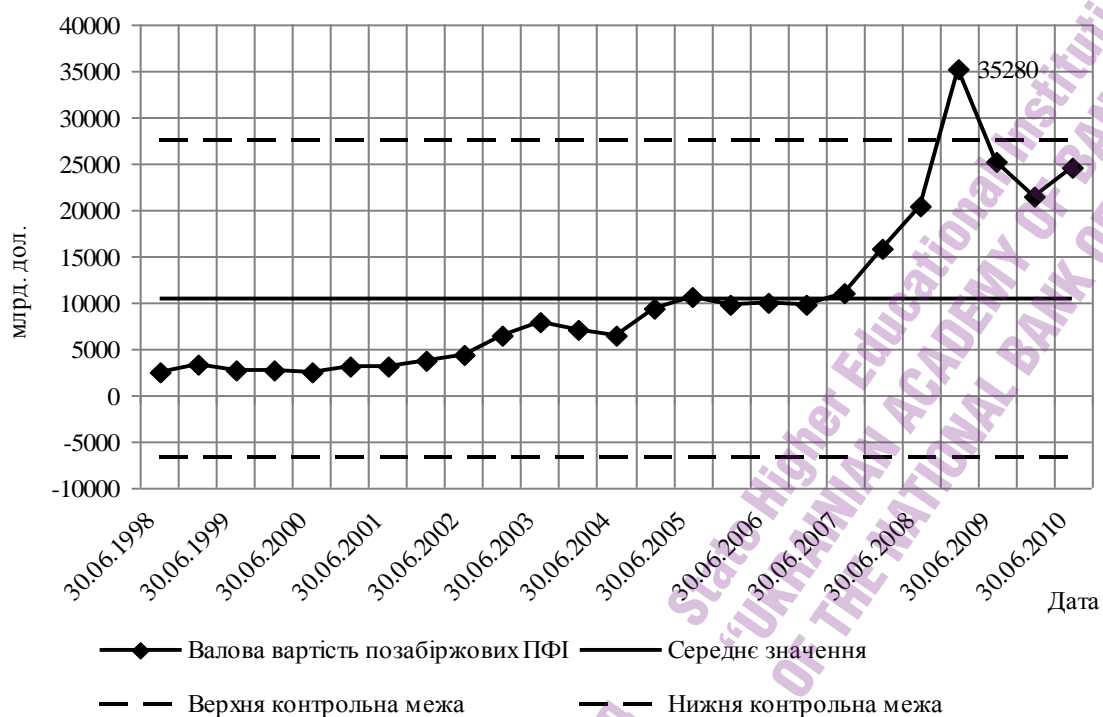


Рисунок 2.9 – Контрольна карта валової ринкової вартості позабіржових ПФІ за 1998-2010 рр., млрд дол.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

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 прогнозу 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 сігма (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 35280 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. Аналогічну ситуацію ми можемо спостерігати з динамікою схильності до ризику на ринку позабіржових ПФІ (рис. 2.10), яка також засвідчує кризовий стан позабіржового ринку ПФІ, особливо в період світової фінансової кризи.

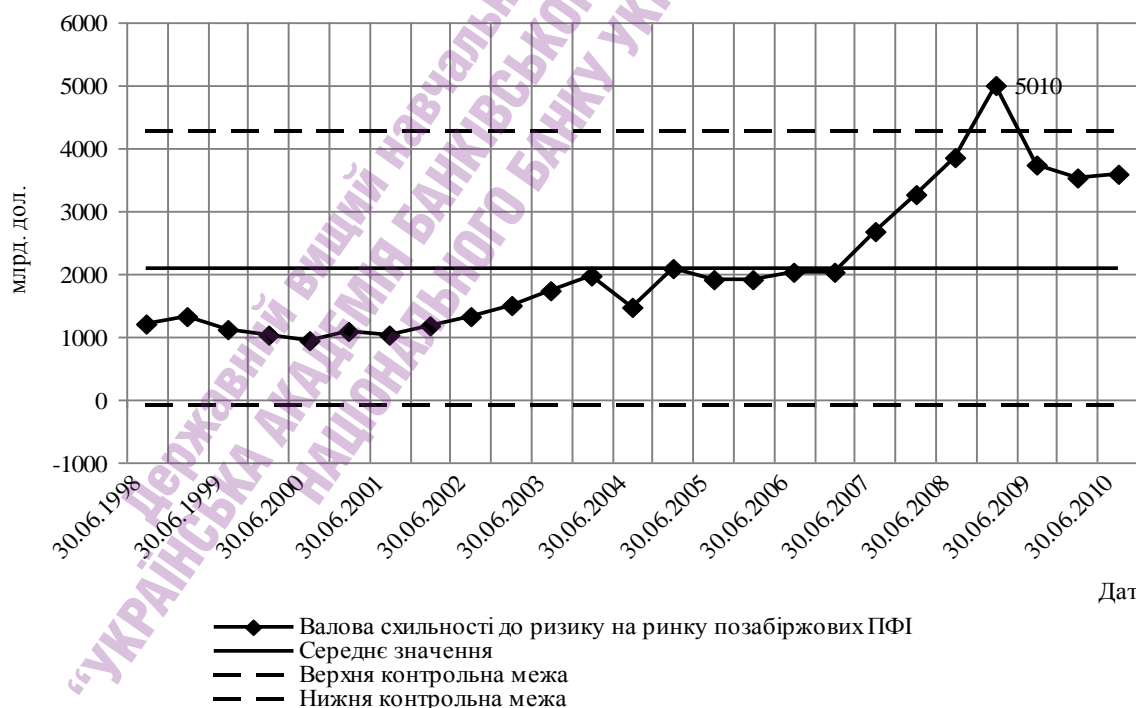


Рисунок 2.10 – Контрольна карта валової схильності до ризику на ринку позабіржових ПФІ за період 1998-2010 рр., млрд дол.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

З методологічного погляду для співставності та порівняння нами було побудовано контрольну карту для показника, що характеризує розвиток ринку біржових ПФІ (рис. 2.11). На противагу позабіржовому ринку, біржовий ринок ПФІ знаходиться в більш стійкому, контрольованому стані. Зростання відхилень номінальної вартості біржових ПФІ від їх усередненого значення у 2007 – на поч. 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.

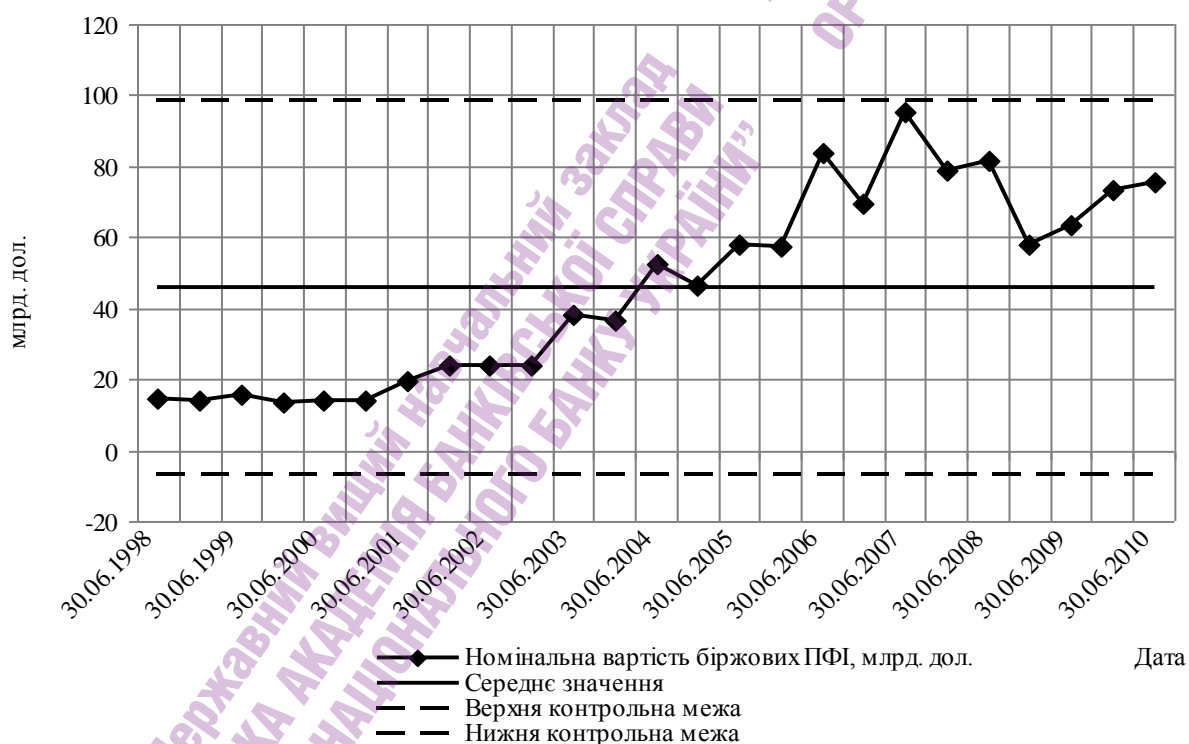


Рисунок 2.11 – Контрольна карта номінальної вартості біржових ПФІ за період 1998-2010 рр., млрд дол.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Однак, враховуючи масштаби світового позабіржового ринку ПФІ, охарактеризовані у пп. 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:

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

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  $\alpha = 0,05$  [107, 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 роду 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 р. 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. 2.3). 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 роду, 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 ризикованим.

Таблиця 2.4 – Застосування методу Ірвіна для аналізу рядів динаміки, що характеризують ринок ПФІ, розрахунки автора

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

У контексті зазначеного варто підкреслити, що криза на ринку ПФІ з позиції системного та синергетичного підходів свідчить про перехід його на інший рівень (вищий або нижчий) самоорганізації. 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 фінансіалізації світового економічного простору. Проте, враховуючи масштаб ринку ПФІ та його зворотній 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, помякшення руйнівного впливу за допомогою регулювання розвитку ринку.

Таким чином, можна зробити висновок, що в силу значимості ринку ПФІ в процесах макроекономічної стабілізації та значних масштабах 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 2.12 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.

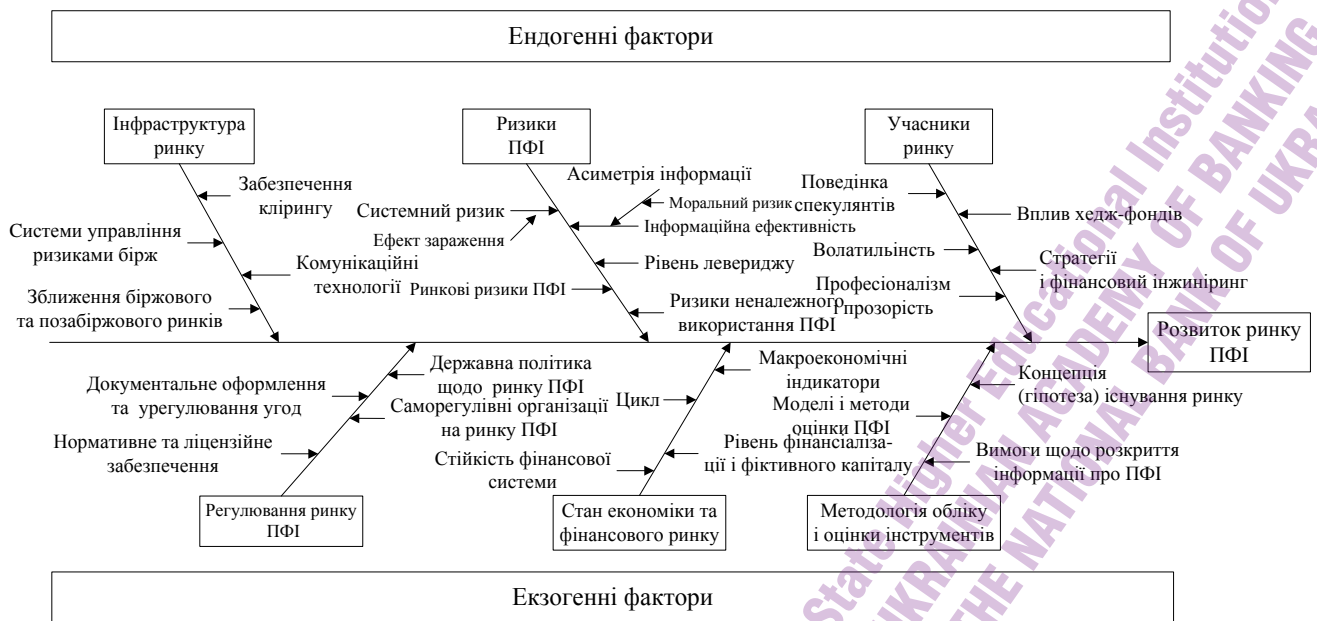


Рисунок 2.12 – Фактори впливу на розвиток ринку ПФІ

Джерело: авторська розробка.

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 поєднанні зазначених вище груп, тобто кількісне його визначення неефективне без якісного і навпаки [48]. Відповідно такі фактори як рівень системного, ринкових ризиків, рівень левериджу, вплив хедж-фондів, вплив макроекономічних параметрів і фінансової системи на стан та розвиток ринку ПФІ можна описати кількісно і представити у вигляді формалізованих моделей. Заразом, факторам інфраструктурного, регулятивного, методологічного впливу можна надати лише відносну, якісну оцінку, що було здійснено у попередніх розділах роботи.

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

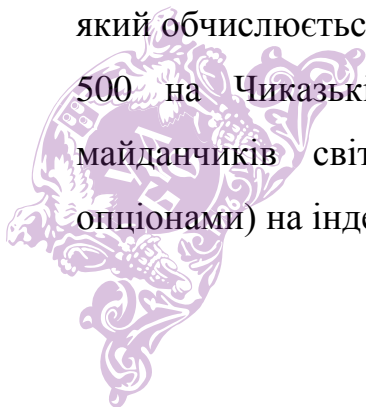
Зокрема, ендогенні фактори інфраструктури ринку носять передусім якісний характер і актуалізуються в контексті необхідності зближення позабіржового та біржового ринків ПФІ, підвищення вимог щодо гарантійного забезпечення та клірингу угод з ПФІ, широкого запровадження інституту центрального контрагента,

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

Щодо групи ендогенних факторів, пов'язаних з учасниками ринку, які безпосередньо функціонують у цій інфраструктурі, слід зазначити що настанню криз на ринку ПФІ, насамперед, сприяє 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 інструменту для його наступного продажу/купівлі, не пов'язаного з його безпосереднім застосуванням і з очікуванням зміни ціни цього інструменту [69]. 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 [69]. 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 [80].

Зростання впливу на стійкий розвиток ринку такого ендогенного фактору як волатильності курсів ПФІ, що супроводжується нарощуванням обсягів спекуляцій, є індикатором виникнення криз на ринку [122]. Одним із загальноновизнаних 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. Обсяг торгівлі стандартизованими ПФІ (ф'ючерсами і опціонами) на індекс S&P 500 у 2007 р. склала 45 трлн дол. [161].



Наведена на рисунку 2.13 динаміка цього індексу свідчить, що пікові значення волатильності ринку при значенні індексу 89,53 та 81,48 в. п. 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 в. п. Підтвердженням ілюстративності фактору волатильності на ринках ПФІ, зокрема при неналежному використанні таких інструментів як CDO, CDS, MBS знаходимо і у роботі [221].

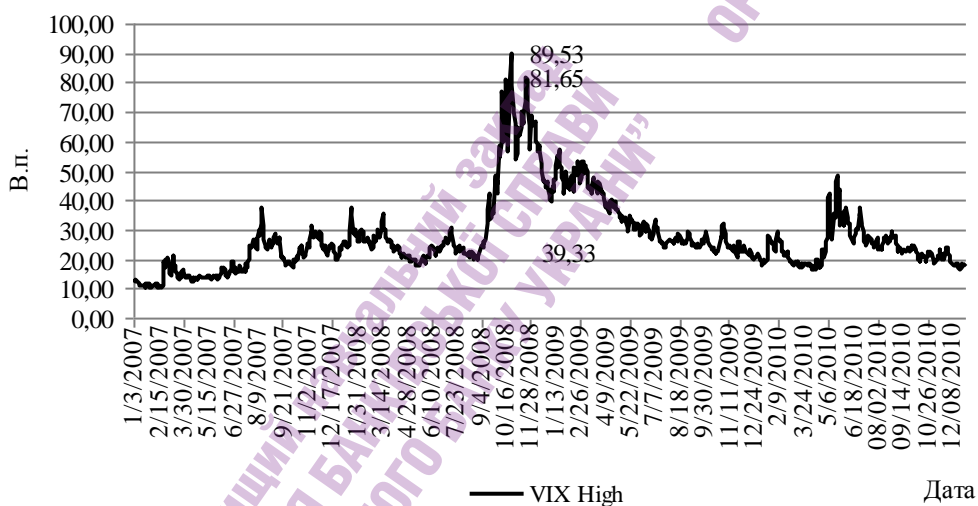


Рисунок 2.13 – Динаміка індексу VIX з 01.01.2008 по 30.07.2009 рр., в. п. за даними СВОЕ

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. Фінансові «бульбашки» виникають внаслідок віртуального використання ПФІ в їх самовідтворенні, не підкріпленого операціями у реальному секторі економіки, є прямим свідченням відриву фінансового сектора від реального і призводять до виникнення криз. У



такому випадку за словами Дж. М. Кейнса, «... розширення продуктивного капіталу стає побічним продуктом діяльності грального будинку» [56, с. 224].

Варто відзначити, що крім банків, дилерів (торгівців 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 доволі 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 азіатської кризи 1997-98 рр., що охопила валютні ринки спочатку Таїланду, а потім і ін. 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 зазнали збитків у 180 млрд дол., збитки від використання ПФІ в Росії у період її дефолту в 1998 р. склав 100 млрд дол. [200].

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 USD 4,6 млрд );
- банків (Barings bank 1995 р., збитки USD 1,3 млрд ; Societe Generale, 2008 р., збитки USD 7,3 млрд; Lehman Brothers, 2008 р. збитки USD 6,9 млрд; Merrill Lynch 2008 р., збитки USD 15,31 млрд);
- компаній реального сектора (Metallgesellschaft Refining and Marketing 1992 р., збитки USD 1,38 млрд; Proctor&Gamble, 1994 р., збитки USD 0,16 млрд);
- страхових компаній (American International Group AIG, 2008 р. USD 99,7 млрд);



– державних утворень (муніципалітет Orange County, 1994 р., збитки USD 1,7 млрд, іпотечні асоціації Fannie Mae і Freddie Mac 2008 USD 14 млрд, [222, с. 730, 731; 121], та ін. Узагальнені дані за обсягами отриманих збитків в операціях з ПФІ за їх видами наведені в таблиці 2.5.

Таблиця 2.5 – Збитки за операціями з ПФІ окремих учасників ринку за 1974-2008 рр.

№	Рік	Номинальна сума збитків	Еквівалент в доларах США	Країна	Інститут (банк, компанія, державне утворення, фонд)	Джерело збитків, вид ПФІ	Особа, асоційована з отриманням збитків
1	2	3	4	5	6	7	8
1	1974	DEM 0,7 млрд	USD 0,36 млрд	Німеччина	Herstatt Bank	Foreign Exchange Trading	Dany Dattel
2	1987	USD 0,28 млрд	—	США	State of West Virginia	Fixed Income and Interest Rate Derivatives	A. James Manchin
3	1987	USD 0,28 млрд	—	США	Merrill Lynch	Mortgages (IOs and POs) Trading	Howard A. Rubin
4	1993	DEM 2,63 млрд	USD 1,38 млрд	Німеччина	Metallgesellschaft	Oil Futures	Heinz Schimmelbusch
5	1994	USD 1,7 млрд	USD 1,7 млрд	США	Orange County	Interest Rate Derivatives	Robert Citron
6	1994	USD 0,6 млрд	—	США	Askin Capital Management	Mortgage-Backed Securities	David Askin
7	1994	USD 0,35 млрд	—	США	Kidder Peabody	Government Bonds	Joseph Jett
8	1994	USD 0,16 млрд	—	США	Procter & Gamble	Interest Rate Derivatives	Raymond Mains
9	1994	USD 0,11 млрд	—	США	Cuyahoga County, Ohio	Leveraged Fixed Income	—
10	1995	GBP 827 млн	USD 1,323 млрд	Великобританія	Barings Bank	Nikkei Futures	Nick Leeson
11	1995	JPY 103,4 млрд	USD 1,1 млрд	Японія	Daiwa Bank	Bonds	Toshihide Iguchi
12	1996	JPY 285 млрд	USD 2,6 млрд	Японія	Sumitomo Corporation	Copper Futures	Yasuo Hamanaka
13	1997	GBP 0,4 млрд	USD 0,7 млрд	Великобританія	Morgan Grenfell	Shares	Peter Young
14	1997	GBP 90 млн	USD 0,2 млрд	Великобританія	NatWest	Interest Rate Options	Kyriacos Papouis
15	1998	USD 4,6 млрд	USD 4,6 млрд	США	Long Term Capital Management	Interest Rate and Equity Derivatives	John Meriwether
16	1998	CHF 0,63 млрд	USD 0,5 млрд	Швейцарія	United Bank of Switzerland	Equity Derivatives	Ramy Goldstein
17	2000	EUR 1,4 млрд	USD 1,9 млрд	Австрія	BAWAG	Foreign Exchange Trading	Wolfgang Flöttl, Helmut Elsner
18	2000	USD 0,4 млрд	—	США	Manhattan Investment Fund	Short IT stocks during the internet bubble	Michael Berger

## Продовження таблиці 2.5

1	2	3	4	5	6	7	8
19	2001	EUR 0,30 млрд	USD 0,4 млрд	—	Dexia Bank	Corporate Bonds	—
20	2002	USD 0,69 млрд	—	США	AIB/Allfirst	Foreign Exchange Options	John Rusnak
21	2002	USD 0,1 млрд	—	Хорватія	Riječka banka (Rijeka Bank)	Foreign Exchange Trading	Eduard Nodilo
22	2004	USD 0,55 млрд	—	Китай	Aviation Oil (Singapore)	Oil Futures and Options	Chen Jiulin
23	2004	EUR 0,30 млрд	USD 0,4 млрд	Австрія	Hypo Group Alpe Adria	Foreign Exchange Trading	—
24	2004	AUD 0,36 млрд	USD 0,28 млрд	Австралія	National Bank	Foreign Exchange Trading	Luke Duffy
25	2005	USD 0,2 млрд	—	Китай	State Reserves Bureau Copper Scandal	Copper Futures	Liu Qibing
26	2006	USD 6,5 млрд	USD 6,5 млрд	США	Amaranth Advisors	Gas Futures	Brian Hunter
27	2007	EUR 0,60 млрд	USD 0,82 млрд	Німеччина	WestLB	Common and Preferred Shares	Friedhelm Breuers
28	2007	CDN 0,68 млрд	USD 0,61 млрд	Канада	Bank of Montreal	Natural gas derivatives	David Lee, Kevin Cassidy
29	2007	USD 0,35 млрд	—	США	Calyon	Credit Derivatives	Richard «Chip» Bierbaum
30	2007	SEK 630 млн	USD 0,1 млрд	Швеція	Carnegie Investment Bank	Equity Derivatives	Carnegie CEO, Carnegie Board
31	2008	EUR 4,9 млрд	USD 7,1 млрд	Франція	Société Générale	European Index Futures	Jérôme Kerviel
32	2008	BRL 4,62 млрд	USD 2,1 млрд;	Бразилія	Aracruz	FX Options	Isac Zaguri, Rafael Sotero
33	2008	HKD 14,7 млрд	USD 1,9 млрд	Китай	CITIC Pacific	Foreign Exchange Trading	Frances Yung
34	2008	EUR 0,75 млрд	USD 0,975 млрд	Франція	Groupe Caisse d'Epargne	Derivatives	Boris Picano-Nacci
35	2008	BRL 2 bio	USD 1 млрд	Бразилія	Sadia	FX and Credit Options	Adriano Ferreira, Álvaro Ballejo
36	2008	USD 0,12 млрд	—	США	Morgan Stanley	Credit-index options	Matt Piper

Джерело: складено на основі даних ринкових інститутів та [230].

Як свідчать емпіричні дані, більшою мірою, збитки понесені зазначеними інститутами викликані спекулятивним (іноді шахрайським) використанням ПФІ, проблемами в функціонуванні систем ризик-менеджменту і меншою – пов'язані з використанням ПФІ з метою хеджування. Наприклад, за даними ISDA обсяг CDS, виписаний на борги збанкрутілого Lehman Brothers, склав близько 400 млрд дол., а його незабезпечені борги становили 157 млрд дол. Відповідно, з метою спекуляції (а не хеджування можливих збитків) було виписано CDS на суму близько 240 млрд дол. лише по цьому банку [82]. Вказаний банк за версією агентства Fitch Ratings вважався сьомим за величиною учасником ринку кредитних ПФІ, відповідно його

банкрутство з урахуванням обсягів позицій в ПФІ становило значний вплив на увесь ринок.

Короткострокові спекулятивні угоди з ПФІ (short sale) учасників ринку, переважно на залучені кошти призводять до ажіотажного наростання спекулятивних операцій у період надування бульбашки і змінюються такою ж ажіотажною панікою після їх руйнування та масового закриття позицій і списання збитків під час криз. Слід додати, що розмір збитків з урахуванням високого рівня левериджу за операціями учасників ринку як окремого ендогенного фактору, що впливає негативно на стійкий розвиток ринку ПФІ, може багатократно мультиплікуватись. Про дохідність американського та європейського ринку позик з левериджем свідчить індекс S&P/LSTA Leveraged Loan Index та S&P European Leveraged Loan Index (рис. 2.14).

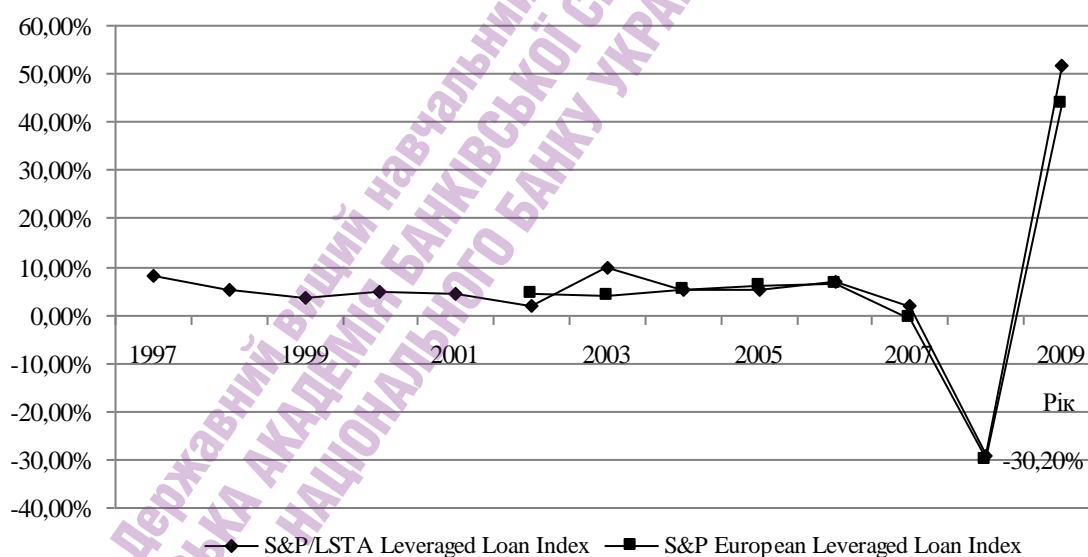


Рисунок 2.14 – Річна дохідність індексу S&P/LSTA Leveraged Loan Index та S&P European Leveraged Loan Index 1999-2009 рр., в.п.

Наведені значення динамічних рядів викликають занепокоєння через різке зростання дохідності такого роду позик після їх кризового падіння у 2008, що свідчить про значне пожвавлення на цьому ринку і створення передумов до наступних криз, які супроводжуватимуться ефектом делевериджу.

Самопідсилюючий ефект левериджу (делевериджу у зворотному боці) у наростанні збитків учасників ринку можна проілюструвати за допомогою проциклічної спіралі цін та маржевих внесків, заснованої на тісних взаємозв'язках між учасниками ринку (рис. 2.15) [257].

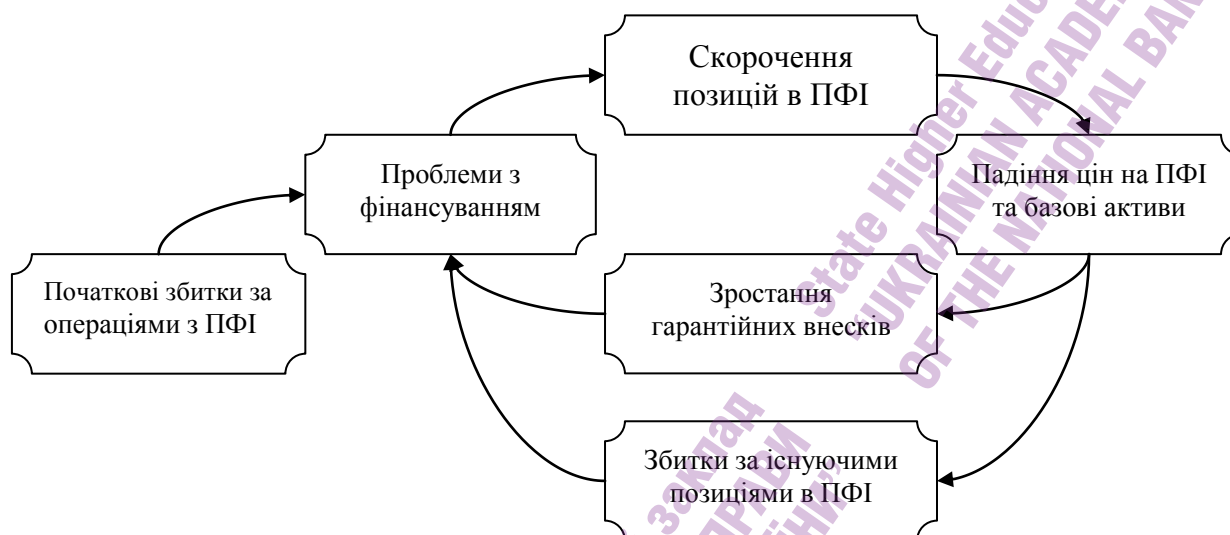


Рисунок 2.15 – Дія фактору левериджу на ринку ПФІ у вигляді спіралі

Джерело: авторська розробка

Неврахування ризиків ПФІ розглянутих у першому розділі роботи, зокрема ризику контрагента, та ризиків неналежного використання ПФІ як окремих факторів призводить до неспроможності учасника ринку до виплати залучених коштів. Це призводить до скорочення позиції в ПФІ цим учасником і учасником ринку, що надавав фінансування. Закриття позицій інвесторів і виведення капіталу відбуваються за ажіотажно низькими цінами (asset fire sale), що розраховані нижче фундаментальних, і призводять до падіння котирувань не тільки ПФІ, але і пов'язаних з ними базових активів, цим самим зачіпаючи реальний сектор і розширюючи коло учасників ринку, пов'язаних кредитними відносинами. «Розпродаж» активів та зниження цінових котирувань призводить до необхідності збільшення сум забезпечень з одного боку і фіксації збитків за поточними позиціями в ПФІ з іншого, що знову ж таки відбивається 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. Руйнування проциклічної спіралі, заснованої на ефекті левериджу та «пастки ліквідності» потребує втручання регуляторів, оскільки сам ринок не в змозі відновити стан динамічної рівноваги.

Зазначені взаємозв'язки із спіральним ефектом концентруються в окремому ендогенному факторі – системному ризику на ринку ПФІ, з яким у науковій думці пов'язують ефект зараження (ефект доміно). Дослідження впливу фактору 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 левериджу «highly leveraged institutions» (HLIs), тобто тих же самих інвестиційних банків і хедж-фондів. Проте єдиного підходу щодо 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 в 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 ендогенні шоки ринку, які у своїй комплексній (синергетичній взаємодії) зумовлюють прояв цього ризику у формі ефекту (ризик) зараження, ризику макроекономічних шоків та ризику дисбалансів [136, 213].

Категорії «ефекту зараження» та «ефекту доміно» є ключовими в межах мережевого підходу до аналізу ролі фінансових посередників, зокрема і учасників ринку ПФІ, до поширення економічної нестабільності, який реалізований у так званих моделях фінансового «зараження» (contagion), що отримали бурхливий розвиток після азіатської кризи 1997-1998 рр. Зазначені моделі акцентують увагу на формуванні критичної маси нестійких учасників ринку, в результаті чого переростання локальної кризи в тривалу рецесію стає практично визначеним через

наростання ентропії системи ринку, і зниження його здатності до саморегулювання і стійкого розвитку [159].

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.

Фактор інформаційної ефективності ринку ПФІ має під собою підґрунтя у вигляді гіпотези ефективності ринку, яка була розглянута у підрозділі 1.2. Вона передбачає, що ринок, на якому ціни відображають усю існуючу інформацію є ефективним. Коли торговці та інвестори використовують доступну їм інформацію у формуванні сподівань щодо майбутнього рівня віддачі, а вартість операцій купівлі-продажу є невисокою, рівноважна ціна активу дорівнює оптимальному ринковому прогнозу фундаментальної вартості [211, 24]. У межах цієї гіпотези сучасні ф'ючерсні (строкові) ринки, що є інформаційно прозорими відповідають поняттю ефективних ринків. Проте, проблеми асиметричної інформації, морального ризику на ринках ПФІ ставлять під сумнів їх інформаційну ефективність, що супроводжується появою альтернативних концепцій, і ілюструє вплив такого екзогенного фактору 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 до питань ефективності ринку ПФІ є думка Р. Мертон, який доводить, що застосування ПФІ поряд з розподілом ризиків сприяє зниженню транзакційних витрат, асиметрії інформації та морального ризику [234]. Проте така думка є неоднозначною в умовах, що склалися на ринку в період кризи.

Взагалі моральний ризик – (moral hazard) З. Боді в 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 [10].

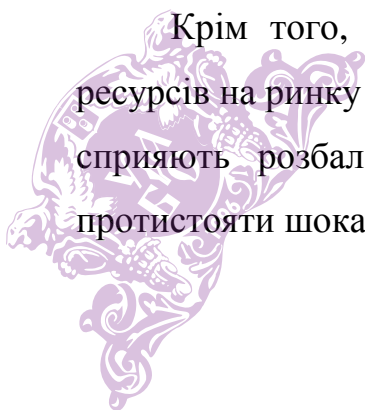
У випадку ринку ПФІ, коли певний суб'єкт стає стороною угоди з ПФІ, особливо у випадку придбання певного виду ПФІ з метою хеджування ризику,

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 фактору морального (суб'єктивного) ризику на ринку ПФІ. Наявність ПФІ як можливого інструменту 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 фактору асиметрії інформації, яку Ф. Мишкін визначає як нерівність в інформації, яку має кожна із сторін [101, 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. Тому споживачі повноцінно не можуть враховувати зміни вартості цих інструментів у своїй діяльності та фіксувати їх в обліку, а також адекватно оцінювати ризики і загрози, що виникають з їх використанням. Питання невідповідності внутрішньої вартісної сутності ПФІ та їх зовнішньої оцінки користувачами цих інструментів є основою асиметрії на ринку ПФІ, що є аналогічною асиметрії на товарних ринках, дослідженою Дж. Ейкерлофом, М. Спенсом, Дж. Стігліцом [176].

Внаслідок фактору 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.

Крім того, відбувається неефективний перерозподіл за Парето ризиків та ресурсів на ринку ПФІ, коли одні учасники поліпшують свій стан за рахунок інших і сприяють розбалансуванню системи ринку ПФІ та зниження його здатності протистояти шокам і негативному впливу факторів.





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 в 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.

Зменшення такого впливу, і відповідної підтримки стійкого розвитку ринку ПФІ можливе з прийняттям поглиблених підходів до аналізу і оцінки ПФІ, підвищення розуміння їх сутності користувачам та зростання їх професіоналізму у сфері ризик-менеджменту, фінансового інжинірингу, а також розбудови інфраструктури ринку, зокрема інформаційної, зниження транзакційних витрат поширення прозорості та інформаційної ефективності (симетричності) з боку розробників та торговців, інвесторів ПФІ.

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 в силу факторів 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. ХХ 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.

Ідеолог впровадження ПФІ в США А. Гріспен доводить, що використання ПФІ дозволило фінансовій системі стати більш ефективною і стійкою завдяки більш рівномірному розподілу ризиків і пом'якшення циклічних коливань та криз. На додаток, він підкреслює важливість ПФІ у проведенні монетарної політики.

Проте, зосереджуючись на дослідженні впливу цієї групи екзогенних факторів на стійкий розвиток ринку ПФІ варто зауважити наступне:

– стосовно до рівня розвитку ринку ПФІ визначальним є рівень розвитку ринку базових активів, зокрема фінансового ринку в певних локалізованих межах. Наведене цілком узгоджується з висновками [190] 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 виконуваним 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;

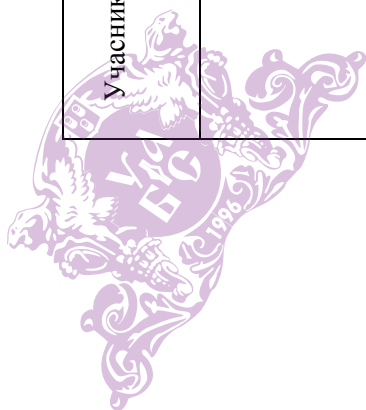
– з впливом об'єктивного механізму циклічності розвитку економічних систем можна пов'язати і періодичні виникнення спекулятивних «бульбашок» на ринку ПФІ та виникнення на ньому криз [185]. У фазах економічного росту учасники фінансового ринку з метою підтримання норми прибутку на попередньому рівні спрямовують свої капітали у більш ризиковані інноваційні інструменти – зокрема ПФІ. Внаслідок припливу потоку 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. 2.6.

Як залежну змінну обрано номінальну вартість ПФІ як біржових, так і позабіржових, які у сукупності дають світовий обсяг ринку та ілюструють розвиток ринку в динаміці. Вибір даного показника за результативну змінну не є випадковим: співставлення різних за своєю формою обігу та характером інструментів біржового та позабіржового ринків досягається з використанням їх номінальної вартості.

Таблиця 2.6 – 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 контрагента, низький рівень ризик-менеджменту організаторів торгів є основою для виникнення криз на ринку ПФІ	Кількісні	– Співвідношення обсягів торгівлі біржового та позабіржового ринку; – Рівень гарантійного забезпечення; – Капіталізація біржі
		Якісні	– Наявність централізованого контрагента; – Рівень ризик менеджменту бірж та клірингових установ; – Рівень ІТ технологій; – Рівень прозорості ринку
Ризики ПФІ (2)	Концентрація ринкових ризиків, іманентно притаманних ПФІ та ризиків неправомірного їх використання, мультипліковані з ефектом левериджу призводять до реалізації системного ризику на ринку в силу ефекту зараження, що є ознакою порушень в його стійкого розвитку. Наявність асиметрії інформації, морального ризику на ринку ПФІ негативно впливає на нього через зниження його інформаційної ефективності	Кількісні	– Відношення обсягу ринку ПФІ до ВВП (у розрізі біржового та позабіржового ринків); – Відношення обсягів ринку ПФІ до відповідного ринку базових активів; – Рівень левериджу (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 шахрайство; – Валова схильність учасників ринку до ризику, пов'язаному з використанням ПФІ
		Якісні	– Рівень морального ризику; – Ступінь ефективності ринку; – Якість системи ризик-менеджменту учасника ринку
Учасники (банки і хедж-фонди) ринку ПФІ (3)	Переважання спекулятивних мотивів в обраних стратегіях учасників ринку, непрофесійна поведінка в умовах високої волатильності ринку ПФІ негативно впливають на його розвиток	Кількісні	– Індeksi 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 здоров'я банківської системи – частка непрацюючих (прострочених) кредитів до загального обсягу наданих кредитів



Продовження таблиці 2.6

Фактор	Механізм впливу	Тип	Показники
Методика обліку і оцінки ПФІ (4)	Неадекватна оцінка вартості ПФІ та некоректне відображення її в обліку призводять до неврахування ризиків інструментів, наростання системного ризику і виникнення криз	Якісні	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Відповідність теоретичної концепції існування ринку ПФІ його реаліям</li> <li>– Рівень адекватності моделей оцінки та рейтингування ПФІ</li> <li>– Достовірність відображення в обліку операцій з ПФІ</li> <li>– Прозорість та доступність інформації щодо ПФІ</li> </ul>
Стан економіки та фінансового сектора (5)	Макроекономічні показники стану економіки і фінансового сектора визначають загальну кон'юнктуру ринку ПФІ, цим самим впливаючи на його розвиток	Кількісні	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Рівень процентних ставок;</li> <li>– Обсяг та щорічний ріст ВВП;</li> <li>– Індекс інфляції;</li> <li>– Глибина фінансового сектора;</li> <li>– Чистий потік прямих та портфельних іноземних інвестицій;</li> <li>– Зміни валютного курсу;</li> <li>– Обсяг грошової бази та грошової маси;</li> <li>– Частка корпоративних позик у загальній кількості запозичень;</li> <li>– Частка публічних позик у загальній кількості запозичень;</li> <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 ринку капіталу</li> </ul>
		Якісні	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Відкритість економіки;</li> <li>– Рівень фінансіалізації і фіктивного капіталу;</li> <li>– Вплив глобалізації;</li> <li>– Рівень розвитку фінансового сектора;</li> <li>– Циклічність розвитку економіки</li> </ul>
Регулювання ринку ПФІ (6)	Відсутність чи недостатня розробленість необхідних нормативних вимог викликають дестабілізацію ринку ПФІ	Якісні	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Ефективність державної політики у сфері фінансового ринку і ринку ПФІ;</li> <li>– Дотримання норм оформлення, урегулювання, оподаткування ПФІ;</li> <li>– Рівень розвитку системи саморегулювання на ринку</li> </ul>

Джерело: складено автором

Вона розраховується як прийнята вартість базисів відповідних ПФІ і слугує вимірником масштабу розвитку ринку, його обсягу, ліквідності та приблизною оцінкою ризику що транслюється через ринок. Прийняті Банком міжнародних розрахунків показники валової ринкової вартості ПФІ та валової схильності до ризику в силу їх специфіки такої ілюстративної здатності не мають.

Відповідно, на основі зміни номінальної вартості ПФІ на позабіржових та біржових ринках як ключового вимірника їх рівня розвитку у світовому масштабі можемо робити певні висновки про його динаміку та тенденцію.

Крім того, співставність показників та методологічна єдність відбору даних щодо біржового та позабіржового ринку ПФІ (дані Банку міжнародних розрахунків) були визнані нами як пріоритетні, що не дозволило розширити межі часових рядів для аналізу за рахунок інших статистичних джерел, хоча дані за позабіржовим ринком ПФІ наявні з 1986 р. за методологією Міжнародної організації дилерів свопів та деривативів (ISDA).

Що стосується українського ринку ПФІ, то нами за аналогією було обрано 37 факторів, що апріорі мають вплив на розвиток цього ринку та номінальну вартість опціонів як залежну змінну в межах динамічного ряду 2000-2009 рр., оскільки саме цим часовим періодом на даний момент обмежуються співставні дані по ринку ПФІ. Варто також зробити уточнення щодо формування вибірки даних – вона здійснювалась із статистичних джерел НБУ, ДКЦПФР, Світового банку, проте дані, що безпосередньо стосуються ринку ПФІ (ДКЦПФР) не можуть характеризуватися високим ступенем достовірності, в умовах їх недостатності. Крім того, деякі фактори, що є ключовими на світовому рівні, зокрема, ті що характеризують поведінку окремих учасників ринку ПФІ – хедж-фондів, в Україні об'єктивно не наводяться через відсутність таких учасників.

Після відбору даних, що характеризують факторні і результативну змінну як за світовими ринками ПФІ, так і за українським, над ними проведені первинні процедури обробки: на основі обчислених описових статистик (середніх, дисперсій, середніх квадратичних відхилень) здійснено їх нормалізацію і представлено результати за групами в межах ендогенних і екзогенних факторів (додаток Е). Для перевірки відібраних факторів на мультиколеніарність (існування точної лінійної залежності між ними) для світових і національних даних було окремо сформовано дві кореляційні матриці і при побудові регресійних моделей одночасно у рівняння не включались ті змінні, коефіцієнт кореляції між якими був більше 0,8.

Зокрема в масиві даних за біржовим та позабіржовим ринком ПФІ, серед таких факторів нами було виключено основні індекси на світових фінансових ринках NASDAQ, Nikkei 225, DJIA, FTSE 100, абсолютні показники діяльності банків, фондів хедж-фондів, ІСЦ, як такі що тісно корелюють з іншими факторами. Щодо

українського ринку такими факторами стали фактори, що характеризують фондовий ринок: обсяги зареєстрованих та виконаних угод з цінними паперами, обсяги емісії акцій і облігацій; показники грошового ринку: грошова маса та грошова база; показники банківської системи: активи, зобов'язання, власний капітал банків процентний спред, тощо. Корельованість усіх зазначених факторів пояснюється їх економічним змістом та визначеним ним співвідношенням – так світові фондові індекси чітко відбивають усі тенденції макроекономічних показників, так само як показники фондового ринку перебувають у лінійній залежності від стану економіки. На основі відібраних факторів були побудовані багатофакторні регресійні моделі (табл. 2.7) виду :

$$\hat{y} = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_kx_k \quad (2.1)$$

де  $a_0 - a_k$  – параметри рівняння;

$x_1 - x_k$  – незалежні змінні.

Таблиця 2.7 – Регресійні моделі впливу факторів на розвиток світового біржового та позабіржового ринку ПФІ

Група факторів впливу	Позабіржовий ринок ПФІ		Біржовий ринок ПФІ	
	Вид моделі	R <sup>2</sup>	Вид моделі	R <sup>2</sup>
Учасники ринку – банки	$Y = 0,225 LR/A^1 - 0,729 BLR - 0,217 C/AR + 0,183 DC/GDP$	0,84	$Y = 0,476 LR/A - 0,533 BLR - 0,192 C/AR + 0,028 DC/GDP$	0,88
Учасники ринку хедж – фонди	$Y = 0,319 GHFI + 1,001 FHFA + 0,335 HFAR - 0,169 HFLR + 0,092 HFNA$	0,97	$Y = 0,299 GHFI + 1,046 FHFA + 0,212 HFAR - 0,123 HFLR + 0,098 HFNA$	0,97
Стан економіки	$Y = -0,319 NFDI + 0,639 NFPI - 0,728 GDPch + 0,8 INF$	0,93	$Y = -0,372 NFDI + 0,791 NFPI - 0,540 GDPch + 0,667 INF$	0,88
Стан фінансової системи	$Y = 0,263 MCLC + 0,620 ShTR - 0,296 M2/GDP$	0,95	$Y = 0,427 MCLC + 0,367 ShTR - 0,401 M2/GDP$	0,96

Примітка. LR/A – співвідношення ліквідних резервів до активів; BLR – рівень леввериджу банків, рази; C/AR – співвідношення капіталу до активів – достатність капіталу, %; DC/GDP – внутрішні кредити банківського сектора, у % до ВВП; GHFI – середньорічна рентабельність хедж-фондів, %; FHFA – активи фондів на хедж-фонди, млрд дол.; HFAR – коефіцієнт скорочення, %;

HFLR – рівень левериджу хедж-фондів, %; HFNA – чисті активи хедж-фондів, млрд дол.; NFDI – чистий потік прямих іноземних інвестицій, млрд дол.; NFPI – чистий потік портфельних інвестицій, млрд дол.; GDPch – щорічний ріст ВВП, %; INF – дефлятор ВВП, %; MCLC – ринкова капіталізація компаній, що знаходяться в лістингу на біржах, млрд дол.; ShTR – коефіцієнт оборотності акцій, %; M2/GDP – глибина фінансового сектора, %.

Джерело: побудовано за розрахунками автора.

Значимість та адекватність моделей перевірялися за допомогою стандартних статистичних процедур за рівня довірчої ймовірності 95 %. На позначення незалежних змінних моделі – факторів використовувалися умовні позначення – аббревіатури їх усталених назв.

Слід зазначити, що в результаті відбору факторів і побудови залежностей між ними та залежними змінними вони зазнали незначного перегрупування: так наприклад показники, що характеризують вплив банків та хедж-фондів як учасників ринку ПФІ включають також показники системного ризику і ризиків ПФІ; показники фінансового ринку та економіки включають показники, що характеризують ринки базових активів, тощо.

Проте, на якість моделей це не вплинуло і дозволило здійснити їх економічну інтерпретацію, яка цілком узгоджується з дослідженими вище теоретичним механізмом впливу груп цих факторів на розвиток ринку ПФІ.

Відповідно, знак «+» коефіцієнтів при змінних свідчить про прямий вплив цих факторів на стійкий розвиток ринку ПФІ. Знак «-» коефіцієнтів при змінних свідчить про зворотній вплив факторів на розвиток ринку.

Наведені коефіцієнти детермінації  $R^2$  за кожною із моделей свідчать про існування щільного та дуже щільного зв'язку ( $0,7 \leq R^2 \leq 0,9$ ;  $R^2 \geq 0,9$ ) між досліджуваними факторами та номінальною вартістю ПФІ. Істотність зазначених коефіцієнтів і відповідно адекватність моделей підтверджена значущістю F - критерію – для кожної із моделей її значення не перевищує 0,05 (за встановленої довірчої ймовірності 95 %). Значущість отриманих коефіцієнтів змінних у моделях підтверджується за допомогою t-критерію.

За подібною методологією були розроблені регресійні моделі, що характеризують вплив різних груп факторів на український ринок ПФІ (табл. 2.8.).



Загалом в зазначених моделях аналізувалися фактори за тією ж градацією, що і відносно світових біржового та позабіржового ринків ПФІ у розрізі впливу фінансового сектора (грошового ринку, впливу зовнішнього і внутрішнього фондового ринку), а учасники ринку представлені банками як найбільш розвиненою групою фінансових посередників. Статистична оцінка впливу згрупованих факторів на номінальну вартість опціонів на ринку ПФІ України за допомогою коефіцієнта детермінації свідчить про існування зв'язку середньої сили з грошовим та зовнішніми фондовими ринками і реальним сектором економіки ( $0,5 \leq R^2 \leq 0,7$ ), та щільного ( $R^2 \geq 0,7$ ) зв'язку за всіма іншими групами.

Таблиця 2.8 – Регресійні моделі впливу факторів на розвиток національного ринку ПФІ

Група факторів		Вид моделі	$R^2$
Вплив учасників рику - банки		$Y = -0,081 \text{ BLR} + 0,631 \text{ NL/GL}^1 - 0,964 \text{ C/AR}$	0,75
Стан фінансової системи та економіки	Грошовий ринок	$Y = -0,023 \text{ DR} - 0,299 \text{ CERDOL}$	0,38
	Реальний сектор	$Y = -0,858 \text{ MTR} - 1,088 \text{ GDP} + 0,063 \text{ INF}$	0,69
	Зовнішні фондові ринки	$Y = 0,402 \text{ NFPI} - 0,399 \text{ FCM} + 0,416 \text{ GEI}$	0,45
	Внутрішній фондовий ринок	$Y = -0,154 \text{ MCLC} - 0,327 \text{ ShTV} - 0,660 \text{ M2/GDP}$	0,73

Примітка. NL/GL – співвідношення непрацюючих (прострочених) позик до їх загальної кількості, % ; DR – облікова ставка НБУ (на кінець періоду), %; CERDOL – офіційний курс гривні щодо долара США, середній за період, грн; MTR – гранична ставка оподаткування корпорацій, %; GDP – ВВП у фактичних цінах, млн грн; FCM – фінансування через ринки капіталу, валовий потік, % від ВВП; GEI – глобальний індекс капіталу S&P.

Джерело: побудовано за розрахунками автора

Однак перевірка побудованих моделей на адекватність дала негативний результат: розраховані критерії F і t-статистики свідчать про неістотність коефіцієнта детермінації і недостовірність встановлених зв'язків між досліджуваними змінними.

У контексті наведеного варто зазначити про цілковиту узгодженість отриманих результатів моделювання з реальними даними, що характеризують незавершеність формування фінансового ринку України – ринку базових активів, спот-ринку, його недостатню ліквідність, переважання позабіржового сегмента.

Крім загальних висновків щодо тісноти встановлених зв'язків між розвитком ринку ПФІ (світового біржового та позабіржового) та факторами, що на нього впливають, і адекватності розроблених моделей, основою для оцінки тенденцій розвитку ринку ПФІ є дослідження напряму впливу кожного фактора.

Детальний аналіз коефіцієнтів регресійних рівнянь, що складені для біржового та позабіржового ринку ПФІ, проведений з метою встановлення напряму впливу груп факторів на стійкий розвиток ринку ПФІ, дозволив зробити наступні висновки.

Так, достатність капіталу, рівень левериджу банків і хедж фондів згідно з від'ємними значеннями коефіцієнтів при цих змінних впливають на стійкий розвиток ринку зворотнім чином. Наростання рівнів левериджу як співвідношення залучених коштів до власних окремих учасників ринку ПФІ призводить до виникнення криз на ринку завдяки самопідсилюючому ефекту левериджу та розгортання проциклічної спіралі, досліджених вище.

Низька достатність капіталу банків, порівнювана зі значними обсягами фінансових активів, зосереджених на балансі банків, у результаті спекулятивної торгівлі ПФІ за власний кошт (proprietary trading), секюритизації активів та випуску ПФІ на ці активи була зумовлена прагненням банків до зменшення розміру регулятивного капіталу і сприяння кредитній експансії та збереженню прибутків. При чому, зазначені дії банків відбувались в умовах високих моральних ризиків, пов'язаних з заниженням ризиків від оцінки позичальників і, таким чином, призвели до зростання обсягів ПФІ на ринку і до порушень у його стійкому розвитку. А у відношенні до самих банків – отримання фактичних і потенційних значних збитків від операцій з ПФІ, що перевищують їх власний капітал (рис. 2.16).

Зростання показників ліквідних резервів та кредитів, наданих банківським сектором позитивно впливає на стійкий розвиток ринку ПФІ, оскільки є альтернативними напрямами розміщення банківських ресурсів. Формування

резервів, у т.ч. й обов'язкових та видача позикових коштів призводять до зменшення обсягів вкладень у спекулятивні операції банків на ринку ПФІ.

Хедж-фонди як наднаціональні непрозорі досить часто офшорні структури за свідченням коефіцієнтів змінних у моделях, мають безпосередній вплив на розвиток біржового та позабіржового ринків ПФІ – зворотній стосовно до факторів левериджу і чистих активів хедж-фондів (позабіржовий ринок) та прямий – стосовно до середньорічної рентабельності хедж-фондів, активів фондів на хедж фонди та коефіцієнту скорочення.

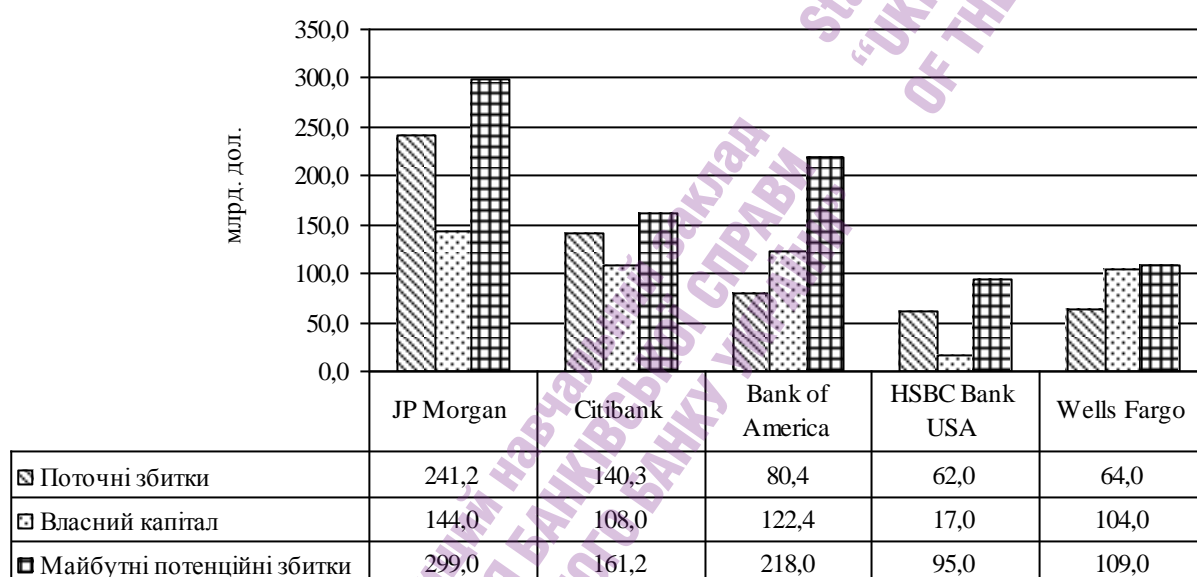


Рисунок 2.16 – Співвідношення власного капіталу, поточних та потенційних збитків від ПФІ найбільших американських банків станом на 01. 01. 2009, млрд дол.

Джерело: складено на основі [217].

Підвищення середньорічної рентабельності хедж-фондів, активів фондів хедж-фондів як відносно нових ринкових структур вказує на зростання спекулятивної привабливості ринку ПФІ, зростання обсягів інструментів за номінальною вартістю, проте зазначені показники, на нашу думку, повинні розглядатися в комплексі з іншими, оскільки їх надмірний ріст може свідчити про «перегрів ринку» і майбутню фінансову «бульбашку» на ньому.

Зростання значення коефіцієнту скорочення що відбувається за умови зростання кількості ліквідованих хедж-фондів (рис. 2.17). Відповідно здатність ринку підтримувати рівновагу зі зменшенням кількості високоспекулятивних та нестійких за рахунок значної кількості залучених коштів установ зростає. Проте, на нашу думку, зміна показників чисельності хедж-фондів, як і інших учасників ринку ПФІ у своєму результуючому впливі має певний часовий лаг – ринок реагує на вихід учасників з певною затримкою.

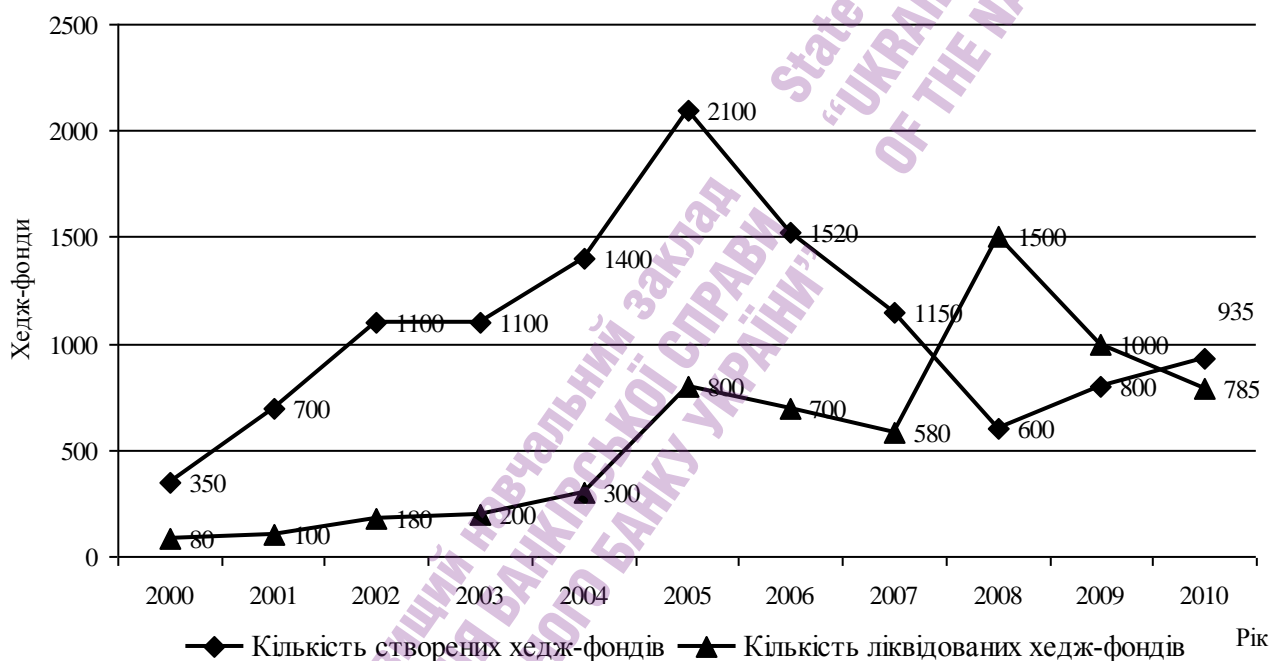


Рисунок 2.17 – Створені і ліквідовані хедж-фонди протягом 2000-2010 рр., од.  
Джерело: складено автором на основі даних [251].

Зворотній зв'язок між факторами реального сектора економіки – темпами росту ВВП та чистим потоком прямих інвестицій та обсягами ринку ПФІ за номінальною вартістю ілюструє той факт, що зниження темпів економічного зростання та погіршення ситуації в реальному секторі, зростання ризикованості виробництва відбивається на зростанні обсягів хеджувальних операцій на ринках ПФІ, які є фундаментальною основою функціонування ринку.

Збільшення обсягів прямих інвестицій у світовій економіці при порівнянні їх з портфельними інвестиціями призводить до переорієнтації грошових потоків з

ринків капіталу на ринки реальних активів, цим самим відволікаючи надлишкову ліквідність з ринку ПФІ і знижуючи їх обсяг у короткостроковому періоді. Проте, у довгостроковому періоді, зміцнюючи реальний сектор економіки, прямі інвестиції створюють передумови для стійкого функціонування і ринку ПФІ в майбутньому.

Зростання інфляційних факторів в світовій економіці на світових ринках ПФІ призводить до зростання обсягів торгівлі специфічними захисними продуктами, зокрема інфляційними свопами (Inflation-linked Swaps), основними покупцями яких є пенсійні фонди, які використовують їх для хеджування своїх інфляційних очікувань. Реалізація таких дієвих механізмів захисту від інфляції сприяє більш стійкому стану ринку ПФІ.

Щодо факторів, що опосередковують вплив фінансового сектора на ринок ПФІ, слід зазначити наступне. Ринкова капіталізація компаній (ТНК та ТНБ), що знаходяться в лістингу на біржах та коефіцієнт оборотності акції лінійно пов'язані з номінальною вартістю біржових та позабіржових ПФІ, оскільки характеризують рівень розвитку ринків базових активів. Проте, на нашу думку, для розуміння впливу цих факторів слід внести певні уточнення: досліджувані рівні світової капіталізації та коефіцієнту оборотності акцій з поширенням процесів фінансіалізації та відриву фінансового сектора від реального перестали відображати існуючу позицію компанії на ринку, ефективність її діяльності та перспективи розвитку. Ці фактори набули штучного, синтетичного характеру і стали свідчити про здатність компанії отримувати прибутки у результаті спекулятивних операцій з власними акціями на біржових майданчиках та позабіржових торгових платформах у межах панівної концепції англо-американської моделі фінансування – акціонерного капіталізму «stock market capitalism».

У деяких ТНК, зокрема корпорації «Порш» співвідношення між прибутком від фактичних (операційних) видів діяльності та прибутком від біржових угод (фінансової діяльності) систематично досягало 1:7 чи 1:9 [119]. А прибуток одного з найбільших банків Уолл-стріт Goldman Sachs від власних операцій на фінансових ринках в найуспішніші роки міг становити 70 % усього прибутку, не зважаючи на його кредитно-депозитну орієнтацію та обслуговування населення. Деякі ТНК і ТНБ

з метою підвищення мотивації топ-менеджерів у результатах її діяльності реалізують програми корпоративного стимулювання за допомогою фантомних акцій чи віртуальних опціонів, тим самим все більше розмиваючи грань між реальною капіталізацією компанії і її фінансовим еквівалентом.

На додаток, роль ринку ПФІ для таких компаній, поступово переорієнтовується з забезпечення хеджу ризиків на джерело додаткових спекулятивних доходів. Відповідно, визнаючи основоположну роль розвитку ринків базових активів та підтримання їх ліквідності (про що свідчать показники капіталізації та оборотності акцій) у розвитку ринку ПФІ та забезпечення його рівноважного стану, не можна відкидати віртуалізацію цих показників і втрату ними свого дійсного змісту.

Зазначені показники певною мірою пов'язані із показником глибини фінансового сектора, який у найбільш загальному виді визначають як співвідношення між фінансовими активами (у нашому випадку глобальними фінансовими активами) до ВВП. За методологією Світового банку цей показник розраховується як відношення агрегату М2 до світового ВВП (табл. 2.9). Між глибиною фінансового сектора як показником, що ілюструє рівень його розвитку та рівнем розвитку саме ринку ПФІ спостерігається взаємообумовлений зворотній зв'язок.

Таблиця 2.9 – Фінансова глибина світової економіки, рази

Країни і регіони	1990	2006	2008
Світ	1,9	3,5	2,9
США	2,6	4,2	3,8
Великобританія	2,0	4,2	3,2
Зона Євро	...	3,5	3,3
Японія	2,3	4,4	5,4

Джерело: [139].

Нарощування обсягів сек'юритизованих активів, неякісних і високоризикових фінансових продуктів-інновацій вбудована інфляційна спіраль, панівна ліберальна монетарна доктрина призвели до зростання глибини фінансового сектора та його відриву від реального, цим самим закладаючи підвалини до виникнення криз та

циклічності фінансових ринків, і ринку ПФІ зокрема в майбутньому. За рахунок «ефекту відскоку» після кризових подій 2007-2009 рр. відбувається відновлення глибини фінансового сектора на рівнях, що перевищують до кризові. Під час криз в кругообігу товарно-грошово-фінансових потоків знижується надлишкова частка фінансового навантаження у вигляді «фінансових бульбашок» і система кругообігу капіталу повертається до рівноважного стану. У подальшому рівень фінансового навантаження поступово відновлюється на рівні, що переважає докризовий. Варто відзначити, що ріст фондових індексів та обсягів торгівлі фінансовими активами, у т.ч. й ПФІ уже демонструють активний ріст. У будь-якому разі порушення у розвитку ринку попри цей короткостроковий позитивний ефект для реального сектора обертається численними збитками, падінням основних показників: зайнятості, рівня заробітної плати, темпів промислового виробництва, тощо. Функціонування ринку ПФІ не може бути стійким якщо втрачені зв'язки між ним і реальним сектором.

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. Серед зазначених груп факторів були виділено якісні і кількісні та сформовано перелік показників, що їх характеризують за 1998-2009 рр. у розрізі світових біржового та позабіржового ринків ПФІ та за 2000 – 2009 рр. для вітчизняного ринку ПФІ.

На їх основі після статистичної обробки даних були побудовані багатофакторні регресійні моделі, адекватні за світовим ринком ПФІ та за сучасними реаліями розвитку ринку ПФІ України. Суттєвими факторами впливу на розвиток ринку ПФІ, що мають зворотній зв'язок визначено рівень левериджу банків та хедж-фондів, щорічний ріст ВВП, достатність капіталу банків, глибину фінансового сектора, тощо. Решта досліджуваних факторів мали прямий вплив. Побудовані моделі дозволили визначити рівень впливу ендогенних і екзогенних

факторів, оцінити його тісноту та напрям стосовно до стійкого розвитку ринку ПФІ та вказати основні напрямки посилення його регулювання.

## Висновки до розділу 2

1. У процесі аналізу світового та національного ринку ПФІ визначено, що з метою повного охоплення усіх суттєвих аспектів функціонування зазначених ринків, їх порівняльну характеристику доцільно проводити у таких напрямках як 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 складової; коло учасників ринку; територіальний аспект розміщення та концентрації ринку; видова структура; основні проблеми та напрями подальшого розвитку.

2. Дослідження світового ринку ПФІ показало безпрецедентне зростання його масштабів – протягом 1998-2009 рр. обсяги торгівлі ПФІ перевищують обсяг реального світового ВВП у понад 10 раз, а на товарні похідні інструменти припадає лише 1 % від вартості ПФІ. Стрімкий розвиток світового ринку ПФІ здійснюється передусім за рахунок позабіржової його частини. Територіально торгівля ПФІ зосереджена переважно у Північній Америці та Європі, зокрема у США і Великобританії. Проте останні тенденції розвитку ринку ПФІ демонструють активний ріст операцій у азійському регіоні та країнах, що розвиваються. У видовій структурі ПФІ значне переважання зафіксовано серед процентних ПФІ, у розрізі валют – серед ПФІ, номінованих в євро та дол. США.

3. Проведена порівняльна характеристика ринку ПФІ України з світовим ринком ПФІ засвідчила, що національний ринок ПФІ ні за обсягом, ні за масштабом, ні за видовою структурою не співвідноситься з світовими ринками ПФІ, хоча й перебуває у процесі свого активного становлення. Цей процес ускладнюється також нерозвиненістю фінансового ринку України – ринку базових активів. Проте такий



рівень розвитку ринку ПФІ не дає змоги суб'єктам господарювання та фінансовим посередникам хеджувати ризики, державним органам за допомогою задіяння інструментів ринку сприяти макроекономічній стабілізації.

4. Не зважаючи на високий рівень розвитку світового ринку ПФІ кризові явища, що спостерігались на ньому актуалізували ряд характерних йому проблем, перспективи вирішення яких концентруються навколо посилення регулювання цього ринку. Поряд з цим, визначені проблеми і перспективи розвитку світового ПФІ мають однакові напрямки відносно національного ринку і конкретизуються навколо нормативного, методологічного та інфраструктурного аспектів. Центральною проблемою у розвитку ринку ПФІ України визначено відсутність цілісного правового поля функціонування ринку, концептуальних засад його розвитку, що зумовлює відсутність адекватної інфраструктури ринку (депозитарної, клірингової систем, інституту ліквідаційного нетингу і банкрутства учасників ринку, забезпечення належного документування і юридичного супроводу операцій з ПФІ, виконання вимог щодо оцінки, обліку, рейтингування, розміру капіталу, ліквідності, управління ризиками учасників ринку, оподаткування ПФІ та розкриття інформації щодо них.

5. Встановлені проблеми розвитку світового та національного ринку ПФІ слід розглядати у взаємозв'язку із станом самого ринку як відкритої динамічної системи, що характеризується рядом властивостей, з впливом на які досягається вирішення цих проблем. У межах системного та синергетичного підходів доведено, що ключовою ознакою ринку ПФІ з позиції його ефективного і безпечного для усієї фінансової системи функціонування є його стійкість. Доведено, що стійкий ринок ПФІ має забезпечувати виконання усіх притаманних йому функцій, проте тенденції у його розвитку засвідчують, що він обмежено здатний до самоорганізації.

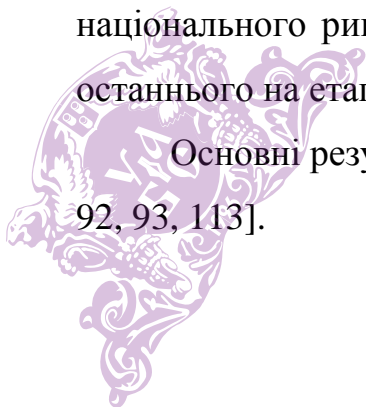
6. Застосування таких інструментів аналізу статистичного контролю процесів як карти Шухарта та метод Ірвіна з метою проведення експрес-оцінки ринку ПФІ дозволило довести, що у період світової фінансової кризи 2007-2009 рр. світовий ринок ПФІ перебував у кризовому стані. Апробація цих інструментів дозволила підтвердити, що позабіржовий ринок ПФІ є більш нестійким порівняно з біржовим,

не виявляє ознак самоорганізації, саморегулювання повною мірою, а відтак потребує задіяння додаткових регулятивних механізмів.

7. Визначаючи стійкий розвиток ринку ПФІ як ключовий напрям його функціонування, на основі композиції фінансової та системної теорії запропоновано поняття «стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів», під яким слід 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. Межу стійкого розвитку ринку ПФІ варто розглядати як такий критичний стан ринку за якого ризики учасників ринку, що хеджуються за допомогою ПФІ не збалансовані з ризиками, що виникають у процесі спекуляції з ними, і спостерігається переважання не пов'язаних з потребами реального сектора обсягів надлишкової ліквідності на ринку ПФІ, що врешті-решт призводить до наростання системного ризику і реалізації криз.

8. З урахуванням комплексності поняття «стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів» здійснено формалізацію впливу основних ендогенних та екзогенних факторів (кількісних і якісних), за допомогою побудови діаграми К. Ішикави та ряду регресійних моделей, що характеризують тісноту і напрям впливу факторів на розвиток світового (біржового та позабіржового) і національного ринків ПФІ. У результаті перевірки моделей на адекватність, встановлено, що в межах світових ринків ПФІ такі фактори як достатність капіталу, рівень левериджу банків і хедж-фондів, щорічний ріст ВВП, глибина фінансового сектора пов'язані із номінальною вартістю ПФІ як ключового індикатора розвитку ринку, зворотнім чином, а зростання рівня інфляції, активів та коефіцієнту скорочення хедж-фондів, обсягу прямих інвестицій, рівня капіталізації компаній – прямим. Щодо національного ринку ПФІ побудовані моделі не є адекватними через перебування останнього на етапі становлення.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [14, 84, 85, 87, 91, 92, 93, 113].



## 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, розвинених 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 дієвих 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 не розробленості 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 тісноту впливу окремих факторів і може бути використана як інструмент попереднього аналізу, підготовчого етапу до оцінювання стану ринку ПФІ з використанням окремого індикатору. 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. й впроваджується 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) [110].

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).

З огляду на обґрунтоване розуміння сутності ринку ПФІ як динамічної нелінійної системи вважаємо, що оцінювання та прогнозування її стану є прийнятним застосування індикаторів фінансової стійкості (ІФС) – Financial Soundness Indicators (FSI), запропонованими 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) відносяться до переліку рекомендованих індикаторів фінансової стійкості для депозитних установ.

Таблиця 3.1 – Підходи до оцінювання стійкості фінансових систем і ринків

Назва підходу/моделі	Рік, автори	Види ринків та криз	Реалізація моделі
Індикаторний підхід	МВФ, Національні банки країн світу [201, 110]	Банківські, фінансові	Розрахунок окремих показників, що характеризують певні сегменти ринків
Оцінка фіскальної стійкості	P. Manasse, 2003; N.Chalk, 2000; Боярчук Д. та ін., 2008 [12]	Боргові (фіскальні)	Використання сигнального та економетричного підходу
Сигнальний підхід	G.L. Kaminsky, C. M.Reinhart, 1999 [228]; С. М. Дробишевський, П. В.Трунін та ін. 2007 [164, 109]	Банківські, валютні	Непараметричний підхід, з застосуванням показника «noise-to-signal ratio» (відношення шуму до дійсних сигналів)
Економетричний підхід	A. Demirguc-Kunt and Detragiache, 1998, 2005 [206, 205]; D. Hardy, C. Pazarbasioglu , 1998 [220]	Банківські, фінансові	Багатовимірні логіт-пробіт моделі для випадку бінарного вибору
Індексна оцінка фінансового стану банківської системи	Д. Твердохлібова, 2008; О.І. Барановський та ін. 2010 [158]	Банківські	Бальна оцінка 12 показників стану банківської системи
Підхід порогових значень	В. К. Сенчагов, 2005 [184]; К. С. Чекмарьов, 2009 [171]; Д. А. Федосєєв, 2006 [67]; Д. Ю. Комісаров, 2004 [166]	Фінансовий ринок, ринок ПФІ	Розробка показників із встановленими пороговими значеннями для формулювання висновків про стійкість ринку ПФІ

Джерело: складено автором.

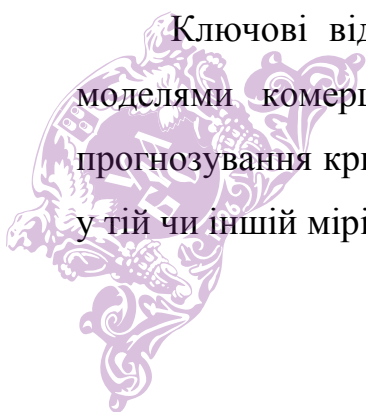
Вони визначаються в пп. 4.56-4.58 Керівництва з укладання Показників фінансової стійкості (ІФС) [201]. Проте їх суттєвим недоліком є те що, вони не мають встановлених граничних значень і розраховуються відносно кожної з депозитних установ (банків) на мікрорівні, і лише потім агрегуються і поширюються 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 [12].

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, які зазвичай також зводяться до інтегрального індикатора.

Так, практично реалізовані сигнальний і економетричний підхід використовується МВФ у межах моделі розробленої Відділом досліджень країн, що розвиваються (пробіт-моделі) і модифікації моделі Сигналів кризи Г. Камінські і К. Рейнхарта. Інші центральні банки і урядові організації також розробили свої моделі: наприклад, Європейський центральний банк застосовує поліномну логіт модель; Федеральна резервна система США – пробіт модель. Ряд інвестиційних банків мають також окремі моделі: Goldman Sachs використовує GS-watch, Credit Suisse First Boston – Індикатор ризику ринків, що розвиваються, Deutsche Bank – систему «Сигнал тривоги», збанкрутілий Lehman Brothers використовував методику Damocles, в Citigroup застосовується модель оцінки індексу глобальної стійкості LEGSI (Lehman Brothers – Eurasia Group Stability Index), модель управління ризиками на основі сигнального підходу, а рейтингове агентство Moodie's розробило модель макроризиків.

Ключові відмінності між моделями центральних фінансових інститутів та моделями комерційних банків полягають у виборі показників для аналізу і прогнозування криз та горизонтів спостережень, проте їх застосування на даний час у тій чи іншій мірі співвідноситься з сигнальним чи економетричним підходами.



Відмінність між цими підходами полягає в методі 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 і 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 до 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 [158].

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, розвитку нових технологій фінансового інжинірингу, тощо.

Крім названих загальних підходів до оцінки стійкості фінансової системи, можна виділити такий методологічний підхід, як розрахунок і оцінку 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 в якості межі між безпечною і небезпечною зонами на фінансовому ринку [184].

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 [67].

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

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 континууму, індикатор стану ринку повинен мати встановлені порогові значення, безвідносні до окремих ринкових індикаторів і носити інтервальний характер. Не зважаючи 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 з стійким (нестійким) станом ринку.

Таблиця 3.2 – Підходи до встановлення граничних значень індикаторів ринку ПФІ

Автор	Індикатор	Граничне значення
В. К. Сенчагов [184, с. 370 -371]	Ємність ринку похідних цінних паперів стосовно до 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
	Сумарна коротка позиція учасників ринку	Не повинно перевищувати 70 % від суми власних коштів учасника ринку
Д. Ю. Комісаров [67, 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 [171]	Комплексна система показників, що дозволяє робити висновки про стійкість ринку ПФІ и 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 встановлені
Д. О. Федосєєв [166]	Комплексна система показників, що відображає ризики і вплив на національну економіку ринку ПФІ: Частка відкритих позицій за угодами резидент-нерезидент у відкритих позиціях, співвідношення хеджингових і спекулятивних позицій резидентів в угодах резидент-нерезидент, коефіцієнт хеджування зовнішній, темпи росту ринку ПФІ за ВВП та ін.	Не встановлені
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	

Джерело: складено автором.

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 унеможлиблює 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 про 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 розповсюдження 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 можливості 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, що повною мірою відображає стан досліджуваного ринку ПФІ, що особливо актуально для України через відсутність цілісної, достовірної і співставної статистичної інформації стосовно ринку;

- мати прогностичний 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 видової 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 CAPM 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 знецінення інструментів, що знаходяться в обігу на ньому, і тим масштабнішим були наслідки втрати ним динамічної рівноваги [81].

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.

Підтвердженням 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 [231]. Е. Петерсом були досліджені основні фрактальні властивості фінансового ринку

[238]. На основі гіпотези фрактальності В. Г. Ларін проводить дослідження волатильності російського та зарубіжного фондових ринків та їх порівняння [76].

Подібне дослідження щодо ступені розвиненості світових та національних фондових ринків на основі обчислення експоненти Херста було проведено і К. Г. Гриценко [39]. 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 [155]. 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 [154]. 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 макрорівні. Так, якщо значення фрактальної розмірності ряду не перевищує 1,4

система знаходиться під впливом однонаправлених факторів, якщо розмірність дорівнює 1,5, то спостерігається взаємокомпенсуючий вплив різнонаправлених факторів, перевищення значення в 1,6 свідчить про можливість переходу системи у новий стан [170]. 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). [223] Між фрактальної розмірністю та показником Херста існує наступна залежність :

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

У своєму дослідженні ми не ставимо за мету навести вичерпну характеристику фрактальних теорій, теорій детермінованого хаосу та їх застосування в технічному аналізі ринку ПФІ. 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 графіку 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 розвинених країн та країн, що розвиваються, а саме: СМЕ

Group, Eurex, Korea Futures Exchange, CBOE Holdings, BM & F Bovespa, Nasdaq OMX Group, National Stock Exchange of India Limited, SAFEX Securities Exchange South Africa, Russian Trading Systems Stock Exchange.

За 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 та 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, період настання піку кризових явищ та кінець 2008-2009 рр., період затухання кризових явищ, відновлення стійкого стану ринку та подальшого його розвитку – 2009 -2010 р. (рис 3.1).

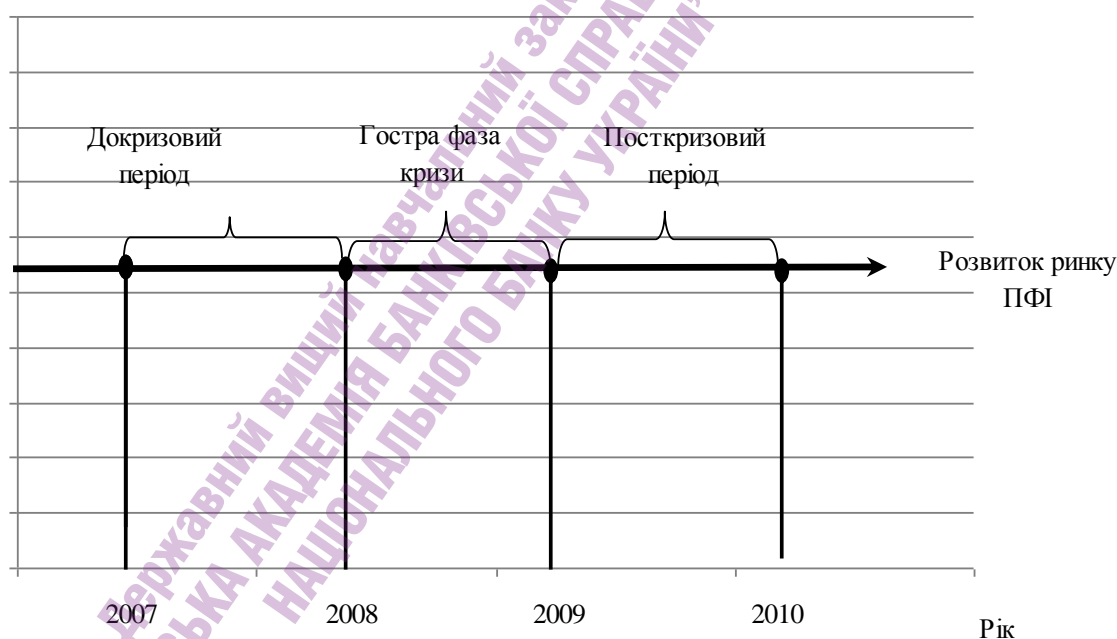


Рисунок 3.1 – Визначення періоду дослідження для розрахунку індикатора стану ринку ПФІ

Джерело: складено автором

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., з урахування регулярних публікацій відомостей про ф'ючерсні контракти на індекс українських акцій Української біржі, як найбільш ліквідного контракту на ринку ПФІ України.

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 ін. 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 [28]. 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.

Опишемо докладніше кожний крок алгоритму R / S-аналізу:

1. Почнемо з часового ряду довжини M. Перетворимо його у часовий ряд довжини  $N = M - 1$  з наступних логарифмічних відношень:

$$N_i = \log\left(\frac{M_{i+1}}{M_i}\right), i = 1, 2, 3, \dots, (M - 1) \quad (3.2)$$

2. Ділимо цей період часу на A суміжних підперіодів довжиною n, так, що  $A_n = N$ . Позначаємо кожен підперіод за  $I_a$ , з урахуванням того, що  $a = 1, 2, 3, \dots, A$ . Кожен елемент у  $I_a$  позначений  $N_k$ , при цьому  $k = 1, 2, 3, \dots, N$ .



Для кожного  $I_a$  довжини  $n$  середнє значення визначається як:

$$e_a = \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n N_{k,a}, k = 1, 2, 3, \dots, n, a = 1, 2, 3, \dots, A \quad (3.3)$$

3. Часовий ряд накопичених відхилень  $X_k$ , а від середнього значення для кожного підперіоду  $I_a$  визначається як:

$$X_{k,a} = \sum_{i=1}^k (N_{i,a} - e_a) \quad (3.4)$$

Діапазон визначається як максимальне значення за вирахуванням мінімального значення  $X_k$ , а в межах кожного підперіоду та  $I_a$ :

$$R_{I_a} = \max(X_{k,a}) - \min(X_{k,a}), 1 \leq k \leq n \quad (3.5)$$

5. Стандартне відхилення, яка розраховується для кожного з півперіоду  $I_a$ :

$$S_{I_a} = \left( \frac{1}{n} \sum_{k=1}^n (N_{k,a} - e_a)^2 \right)^{0,5} \quad (3.6)$$

6. Кожен діапазон  $R_{I_a}$  тепер нормалізується шляхом ділення на відповідний  $S_{I_a}$ . Тому повторно нормований розмах протягом кожного  $I_a$  підперіоду дорівнює  $R_{I_a} / S_{I_a}$ . У кроці 2 вище ми отримали суміжні підперіоди довжини  $n$ . Отже, середнє значення  $R / S$  для довжини  $n$  визначається як:

$$(R/S)_n = (1/A) \sum_{i=1}^A (R_{I_a} / S_{I_a}) \quad (3.7)$$

7. Довжина  $n$  збільшується до наступного вищого значення, а  $(M - 1) / n$  і має бути цілочисловим значенням. При цьому використовуються значення  $n$ , що включають початкові і кінцеві точки часового ряду, і кроки 1 – 6 повторюються до  $n = (M - 1) / 2$ .

8. Тепер можна застосувати рівняння  $\log (R/S) = \log (c) + H \log (n)$ , виконуючи регресію методом найменших квадратів на  $\log (n)$ , як незалежної змінної, і  $\log (R/S)$ , як залежно змінної. Відрізок, що відсікається на координатній осі, є оцінкою  $\log (c)$  константою. Нахил лінії рівняння регресії є оцінкою показника Херста  $H$ . [28]

У систематизованому вигляді алгоритм розрахунку інтегрального індикатора стану ринку ПФІ наведено на рис. 3.2. Беззаперечною перевагою у застосуванні показника Херста як індикатора стану ринку ПФІ є його встановлені та обґрунтовані інтервальні порогові значення, які дозволяють визначити на основі

проаналізованого масиву ринкової інформації у вигляді часових рядів за тривалий період у якому стані – стійкому чи кризовому він перебуває і які тенденції розвитку ситуації на ринку.

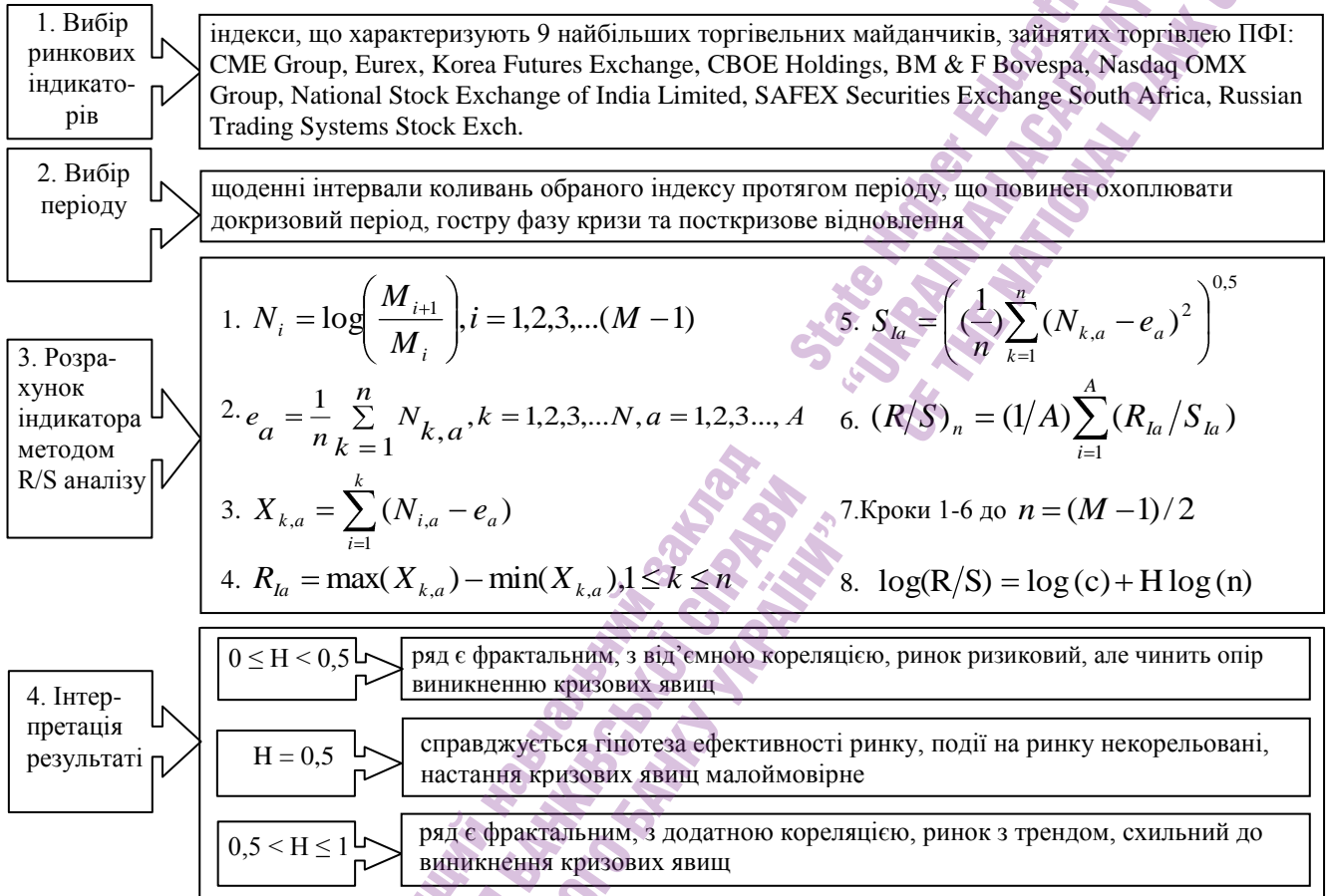


Рисунок 3.2 – Алгоритм розрахунку інтегрального індикатора стану ринку ПФІ

Зокрема інтегральний індикатор стану ринку ПФІ може набувати значень в інтервалі  $[0;1]$ , а його розрахункові 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 році значення індикатора залишалися також високими, що цілком узгоджується з реаліями розгортання кризових явищ на цих ринках.

Станом на 01.01.2010, тобто по завершенню 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 – розвинені 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 короткочасних локальних криз, що свідчить про відлуння фінансової кризи 2007-2009 рр.

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

№ 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	SBOE 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:

1. Офіційні назви найбільших світових торгових систем, на яких знаходяться в обігу ПФІ.
2. D – розвинуті ринки; E – ринки, що розвиваються;
3. C – ринки, що чинять опір виникненню криз, характер розвитку стійкий; K – ринки, схильні до виникнення криз у короткостроковій перспективі.

Джерело: власні розрахунки

Ринок ПФІ SBOE Holdings для якого у посткризовий період  $H=0,4272$  (станом на 01.01.2010р.) 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 торгівлі 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. Зафіксувати співвідношення між обсягом ринку та можливістю виникнення кризи на ньому можна за допомогою графічного аналізу (рис. 3.3).

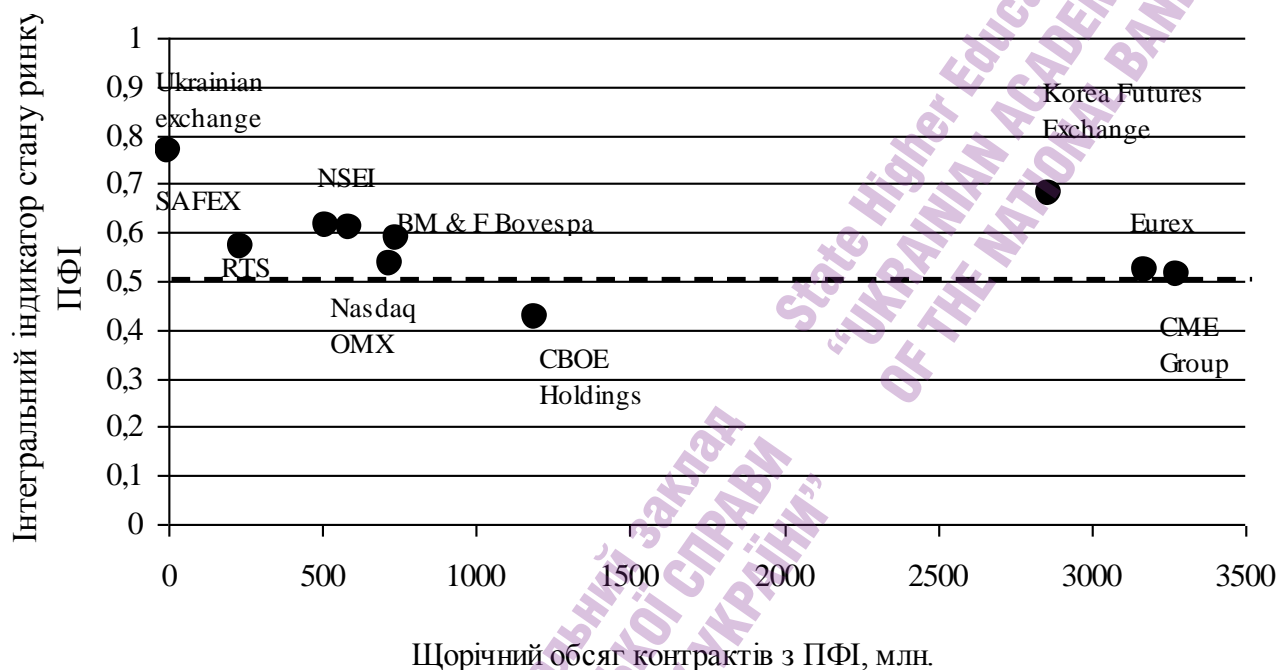


Рисунок 3.3 – Інтегральний індикатор стану ринку ПФІ на світових та національних торгівельних системах у залежності від обсягу контрактів на них станом на 01.01.2010 р.

Зроблені висновки за графічним матеріалом як на ринках розвинених країн, так і на ринках, що розвиваються, цілком узгоджуються з розрахунковим значенням показника Херста, що підтверджує доцільність застосування його як інтегрального індикатора стану ринку ПФІ.

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., засвідчують про високу ймовірність виникнення кризових явищ на ринках країн, що розвиваються та відносно незначну ймовірність на ринках розвинених 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.

### **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 в 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 етапі 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 зумовлене необхідністю вирішення накопичених і непомітних протягом піднесення ринку проблем. У контексті нашого дослідження ці зміни стосуються передусім формування виваженого підходу щодо розбудови його строкового сегменту, зокрема ринку ПФІ.

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

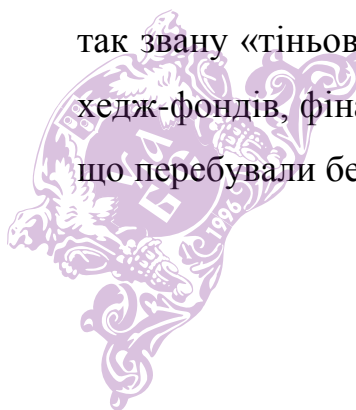
- набуття ринком ПФІ яскраво вираженого спекулятивного характеру, що може призвести до надування фінансових «бульбашок» та поширення кризових явищ і на ринки базових активів;

- погіршення конкурентоспроможності та фінансової стійкості суб'єктів господарювання реального і фінансового сектора 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 (за наслідками кризи світові регулятори почали говорити про так звану «тіньову банківську систему» (shadow banking), пов'язаного з діяльністю, хедж-фондів, фінансових та інвестиційних компаній, пайових інвестиційних фондів, що перебували без належного нагляду;



– 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 в капіталі, пов'язаних з нерозвиненістю 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 саморегулювних та професійних організацій, як ознаки його цивілізованого розвитку (керуючої підсистеми ринку ПФІ);

– створенні відповідного нормативного і 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 систему 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 свої 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 втілений нами в концептуальні засади стійкого розвитку ринку ПФІ в Україні (додаток Ж). 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 врахуванням 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 до 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, ДКЦПФР, 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, Регулятора фінансового ринку) [68].

Очевидно, що питання запровадження мегарегулятора фінансового ринку України, який тривалий час обговорювалось у наукових і політичних колах, не є об'єктом нашого дослідження, проте важливість його вирішення є визначальною для вітчизняного ринку ПФІ як сегменту 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 урахування 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 за поданням Ради міністрів фінансів ЄС після тривалих перемовин з Службою фінансових послуг Об'єднаного королівства (FSA), що протистояла ініціативі, відбулося створення чотирьох 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 фінансовий закон 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 2315 сторінках; для його впровадження необхідне прийняття 240 додаткових нормативних актів. Крім формального підходу, в межах його сутнісного аспекту, 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 млн дол., Ради з контролю фінансової стабільності (міжвідомчий орган), Агентства із захисту споживачів фінансових послуг - (незалежний орган при Федеральній резервній системі) [163]. Схема регулювання ринку ПФІ в США з урахуванням посткризових тенденцій у її реформуванні наведена у додатку И.

На початку 2011 р. у Росії було висунуто ініціативу щодо створення мегарегулятора на базі Федеральної служби по фінансовим ринкам (ФСФР) з приєднанням до неї Федеральної служби страхового нагляду (ФССН) та передачі її нормотворчих функції Міністерству фінансів РФ.

Загалом на світових фінансових ринках існує понад 50 мегарегуляторів, у ЄС – їх 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 мегарегулятор якого здійснена за зразком Великобританії.

В Україні планується ввести мегарегулятор на фінансовому ринку України з метою скорочення штату державних службовців. Проте, на нашу думку, вмотивованість цього виключно політичного рішення та строки його виконання є доволі сумнівними. Так, на перехід до Агентства з фінансового нагляду Казахстану знадобилось 5 років, а запровадження мегарегулятора повинно, в першу чергу, визначатись потребами ринку. У США, фінансовий ринок яких вважався одним з найбільших і найрозвиненіших серед класичних приклад англо-американської моделі фінансування, тривалий час перебував без подібного органу.

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 не зважаючи на нерозвинений 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 нестійкого фінансового ринку України та ринку ПФІ. Проте, існує нагальна потреба в розмежуванні повноважень окремих органів регулювання.

Варто зазначити, що ст. 21 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» повноваження щодо регулювання ринків цінних паперів та похідних цінних паперів надані ДКЦПФР. Водночас з прийняттям Рішення ДКЦПФР Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» від 16.06.2009 р. № 572 зі сфери регулювання ДКЦПФР було виключено весь перелік фондових деривативів, натомість запроваджено більш жорсткий контроль за випуском опціонних сертифікатів як превалюючих інструментів на ринку. За допомогою зазначеного рішення вона частково підміняє функції інших регуляторів, адже суперечливими нормами названих правил встановлено, що базовим активом – можуть бути цінні папери, товари або кошти, хоча валютні ПФІ знаходяться у сфері впливу НБУ, товарні – Міністерства економічного розвитку і торгівлі. Подібне можна стверджувати і щодо інших нормативних актів, зокрема і про «Положення про порядок реєстрації змін до правил фондової біржі щодо запровадження в обіг на фондовій біржі деривативів».

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, ДКЦПФР, ДКРРФП, 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 не впровадження мегарегулятора не буде випробувана часом і практикою та підкріплена вагомими економічними обґрунтуваннями.

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 [103].

Організаційна структура підсистеми визначатиметься за функціональним принципом – ключові члени ради – НБУ, ДКЦПФР, ДКРРФП, Міністерство економічного розвитку та торгівлі, органи з дорадчими правами (решта органів) (рис. 3.4).

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:

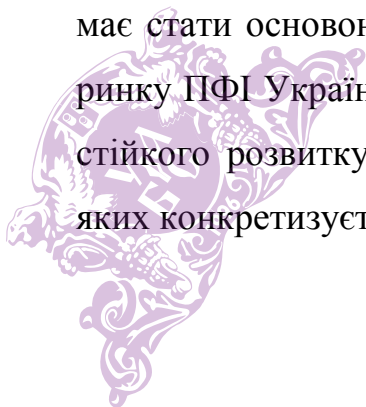




Рисунок 3.4 – Керуюча підсистема ринку ПФІ України, розробка автора

– 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;

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

– 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;

– узгодження дій регуляторів в межах здійснення макро- та мікропруденційного нагляду за стійкістю ринку ПФІ, його контрциклічного регулювання, уникнення дублювання законопроектів та координація регулятивних дій у цьому контексті:

- 1) побудови інформаційно-аналітичного середовища та системи оцінювання стану ринку ПФІ України;

- 2) створення єдиної бази даних щодо стану та ключових параметрів ринку ПФІ, та інформації про її учасників;
- 3) публікація систематичних інформаційних матеріалів щодо розвитку ринку ПФІ, у вигляді звіту в межах поліпшення інформованості пересічних інвесторів та потенційних хеджерів про можливості ринку ПФІ та забезпечення прозорості діяльності самого органу в межах загальних звітів про стан фінансового ринку;
- 4) 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 – банківських установ – НБУ, емітентів цінних паперів, у т.ч. компаній реального сектора, організаторів торгів, інфраструктурних інститутів – ДКЦПФР, небанківських фінансових посередників – ДКРРФП, учасників товарно-сировинних ринків, аграрних бірж – Міністерство економічного розвитку та торгівлі. Не зважаючи на пропозиції, висловлені в існуючих законопроектах («Про похідні цінні папери» [132], «Про строкові фінансові інструменти» [133], «Про похідні (деривативи)» [131]) щодо органів регулювання ринку ПФІ, а саме: визначення ДКЦПФР основним органом регулювання цього ринку першими двома проектами та надання повноважень у регулюванні ринку ПФІ НБУ та ДКЦПФР в останньому проекті, ми дотримуємося думки про передчасність об'єднання регулятивних повноважень в одному органі. Аргументація такого твердження розкривається у необхідності більш якісного і наближеного регулювання окремих сегментів ринку ПФІ України та неспроможності одного органу, зокрема ДКЦПФР встановити належний нагляд та регулювання за усім спектром похідних інструментів: товарних, валютних, фондових. Відповідно, становлення ринку похідних в Україні має відбуватись, засновуючись на секторному регулюванні його сегментів окремими регуляторами, діяльність яких повинна узгоджуватись на рівні керуючої підсистеми ринку ПФІ в Україні з виробленням єдиних концептуальних засад його стійкого розвитку.

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 вектору розбудови.

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 (свопи, варанти та ін.) та базових учасників ринку (хеджерів, арбітражерів) і так і не були затверджені і введені в дію [141].

У 2007 р. ДКЦПФР запропоновано новий проект закону «Про похідні (деривативи)», який врахував недоліки минулих законопроектів і повністю співвідноситься базовим законодавством у розрізі ключових визначень з урахуванням строкової природи ПФІ. Він містить основні принципи взаємовідносин учасників ринку похідних (деривативів), засади випуску та обігу цих фінансових інструментів, принципи їх державного регулювання та контролю. У 2011 р. він знаходиться на стадії обговорення в комітетах ВР, як попередні законопроекти, що так і не набули чинності, проте його прийняття відноситься до 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 в силу його переваг (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.

Проте, висунуті ініціативи залишаються у вигляді проектів, а проведений у підрозділі 2.1 аналіз положень вітчизняних нормативних джерел стосовно ринку ПФІ та даних ініціатив свідчить про неврахування в них тенденцій посткризового розвитку світових ринків цих інструментів та їх регулювання, що втілюється в більш жорстких вимогах до учасників ринків, і до самих інструментів. Вимоги покликані, насамперед, сприяти ліквідації негативних наслідків криз та прояву ПФІ в них і їх попередженню у майбутньому з метою безпечного використання переваг цих інструментів.

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 [187]. Так, Ф. О. Журавкою було розраховано ефективність використання різних інструментів для хеджування валютно-курсних ризиків і визначено, 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 %) [44]. Ефективних механізмів захисту від процентних, інфляційних, операційних та ін. видів ризиків потребують і компанії реального сектора.

Занепокоєння регуляторних органів у можливій спекулятивній дестабілізації фінансового ринку з розвитком його строкового сегменту, що втілена в обмеження НБУ повноцінного використання усього спектру ПФІ є закономірними. Проте

вигоди, отримані від впровадження подібних інструментів на українському фінансовому ринку для його учасників є більш значущими, аніж вихід тих же учасників на розвинені міжнародні ринки ПФІ.

У цьому контексті досить важливою є зняття заборони НБУ на використання похідних інструментів, зокрема свопів та форвардів згідно з Положенням 111 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 (рис. 3.5).



Рисунок 3.5 – Елементи нормативного, методологічного та інфраструктурного забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ в Україні (підсистема забезпечення), авторська розробка

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 в 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 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 терміну похідні (деривативи) вживається термін строкові контракти, до яких відносяться тільки біржові ф'ючерси та опціони. Паралельно до названих, вживаються 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, здійсненому в підрозділі 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 взаємодій між учасниками ринку ПФІ при здійсненні даних операцій;

- закріплення застосування елементів інфраструктурного забезпечення: ліквідаційного неттингу 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 року 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 своїм балансам значні суми ПФІ, при відображенні яких в балансі установ відбулися б численні їх 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 вресітї решт призведе до зниження чесності та відкритості ринку [22].

Крім того, важливим моментом є оцінка занадто складних інвестиційних продуктів фінансового інжинірингу – деякі ПФІ є унікальними у своєму роді, оскільки їх основна перевага була у максимальному врахуванні індивідуальних потреб банку чи його клієнтів призвела 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 операції 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, лежать у площині удосконалення інфраструктури усього фінансового ринку. За загальними оцінками одного із провідних рейтингових агентств світу що спеціалізується на рейтингуванні суб'єктів інфраструктури фінансового ринку, а саме Thomas Murray, серед 300 зберігачів, 100 інших суб'єктів інфраструктури ринку капіталів та близько 150 центральних депозитаріїв по всьому світу українській депозитарній системі за рейтинговою шкалою агентства присвоєно рейтинг «BBB», що відображає низький рівень розвитку інфраструктури ринку [172].

Відповідно кожен із елементів інфраструктурного забезпечення концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ України потребує детального

розгляду і удосконалення (впровадження) з метою цілісної розбудови його інфраструктури.

Так, у кожній країні з розвиненим 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 в 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 [146], 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.

Основні переваги застосування єдиної уніфікованої документації за угодами з ПФІ, особливо позабіржовими, на національному ринку є такими: 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 системі 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 нетингу 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. загалом в понад 35 країнах світу. Під ліквідаційним нетингом у діловому обігу у загальному вигляді розуміють

метод визначення зобов'язань шляхом агрегування, комбінування, взаємозаліку двох чи більше зобов'язань [145].

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: позов про неспроможність контрагента відповідати за зобов'язаннями за операцією з ПФІ, ліквідація 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 % [183].

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 неттингу 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 неттингу є необхідність ініціювання розробки законодавства, що враховує вузлові моменти зразкових міжнародних угод, які регламентують неттинг, а також створення технологічних платформ для розмежування механізмів неттингу 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.

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 відчули вплив браку ліквідності, ефекту делевериджу, системного ризику, сприяли поглибленню 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. (додаток К).

Слід підкреслити, що НБУ займає виважену позицію щодо впровадження Базельських угод, так приєднання до Базеля II декларувалось 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 буферу та вимог ліквідності.

Так, за даними НБУ на 1 січня 2011 р. норматив адекватності регулятивного капіталу банків в Україні становить 20,83 % , що більш ніж в 2 рази перевищує 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. Тому, передусім, в Україні вимоги Базеля III повинні стосуватись окреслених вимог щодо левериджу та ліквідності.

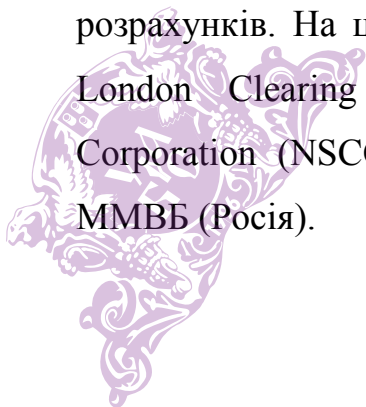
Наступним елементом інфраструктурного забезпечення, що регулює взаємодію учасників ринку ПФІ є створення умов своєчасних розрахунків за операціями з ПФІ, кліринг угод з ними та їх депозитарний облік.

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.

Не зважаючи на декларативному застосуванні механізму центрального контрагента на Українській біржі щодо аукціону зустрічних заявок, використання у його якості 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 розвиненими ринками ПФІ проведення клірингу та розрахунків за угодами на фінансових ринках, у т.ч. 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 ММВБ (Росія).



Взагалі, 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).

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.

При чому, 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.

Таблиця 3.4 – Можливі рішення питання централізованого клірингу та їх переваги

Ринкова характеристика	Позабіржовий ринок	Центральний реєстр	Клірингова палата	Біржовий ринок
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	Високо стандартизовані 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

Продовження таблиці 3.4

Ринкова характеристика	Позабіржовий ринок	Центральний реєстр	Клірингова палата	Біржовий ринок
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
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: [188, с. 260].

Очевидним є і те, що централізація клірингу за угодами з ПФІ потребує централізації розрахункової (платіжної) та депозитарної систем, уніфікації програмних технологій та інформаційних комунікації 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» [11]) 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 % обмеження віднесення негативного результату за такими операціями на валові витрати.

Проте, на наш погляд, деякі невирішені 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 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, саморегулівні 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 саморегулівних 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 в силу виявленої у підрозділах 2.2 і 2.3 ринкової нездатності до запобігання криз та належним захистом прав та інтересів учасників ринку.

Досвід розвинених фінансових ринків свідчить, що державні регуляторні органи повинні розглядати СРО як додатковий регулятивний механізм, наявність якого сприяє стабілізації ринку та більш повне врахування потреб учасників ринку [103]. Так у США, регулювання фінансового ринку якого до недавнього часу 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) [135].

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

- 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, розробка 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 [27].

На фондовому ринку України інтереси його учасників представлені 3 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 нерозвиненість 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 сегменту 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, розкриття 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 подоланні проблем нормативного, методологічного та інфраструктурного характеру. Вирішення зазначених проблем на ринку ПФІ пропонується здійснювати шляхом застосування концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ, які конкретизуються в функціонуванні керуючої підсистеми, підсистеми забезпечення, керованої ринку ПФІ, інформаційно-аналітичного середовища оцінювання його стану. Заходи з 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 вигід і переваг.

Із 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, слід розробити

доповнення до існуючих проектів 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 щодо 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) – оцінка та нагляд за міцністю та вразливістю фінансової системи, для посилення її фінансової стійкості та, зокрема, обмеження імовірності виникнення криз у фінансовій системі [110]. 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 систему оцінювання стану ринку ПФІ. Система виступає ядром концептуальних засад і передбачає проведення моніторингу, аналізу, стрес тестування індикаторів стану ринку ПФІ, консолідації та

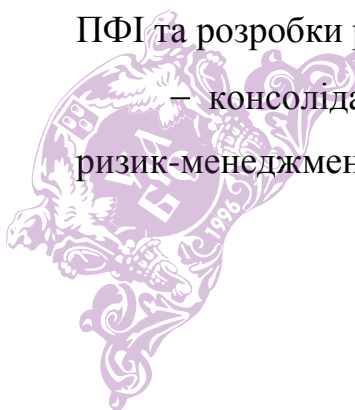
оприлюднення інформації щодо них. Варто відзначити, що пропонована система повною мірою базується на нормативному, методологічному та інфраструктурному забезпеченні ринку ПФІ, поєднує підходи щодо посилення регулювання діяльності його учасників на мікро- та макрорівні, керуючу та керовану підсистеми ринку ПФІ і організаційно підпорядковується та функціонує за підтримки державних органів (рис. 3.6).

Як наголошувалось, 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 ринку ПФІ України 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 в 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 з їх нівелювання;
- консолідація, обробка та надання своєчасної інформації про стан систем ризик-менеджменту учасників ринку ПФІ;



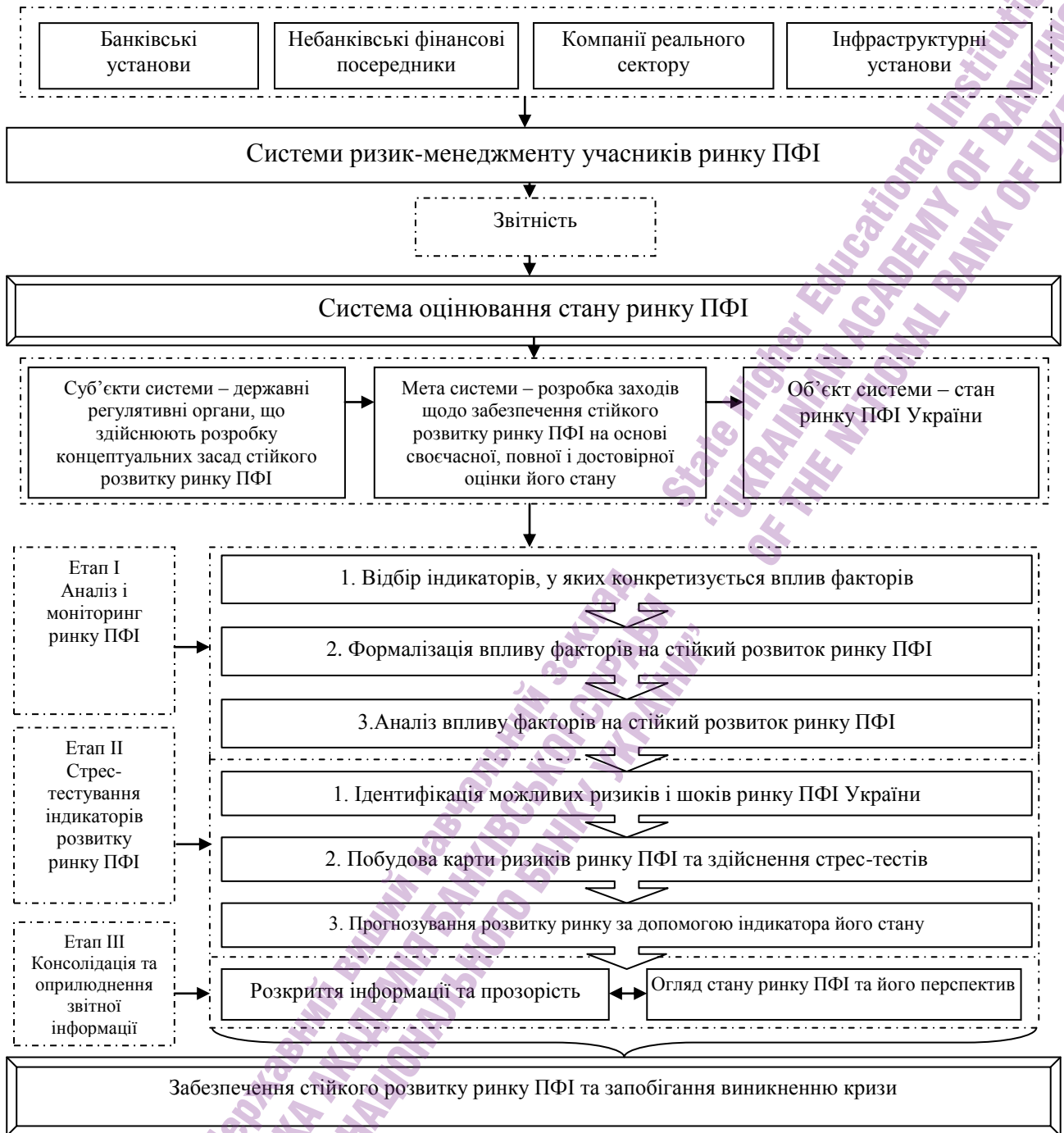


Рисунок 3.6 – Система оцінювання стану ринку ПФІ України (інформаційно-аналітичне середовище оцінювання та регулювання ринку), розробка автора

– 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 регулюватиме 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, представляє 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 акту 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 розробку механізмів нівелювання ризиків самих ПФІ, проведення періодичних стрес-тестувань схильності портфелю 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 якій зміни справедливої вартості або потоків грошових коштів за об'єктом який хеджуються, компенсуються змінами справедливої вартості або грошових потоків по інструменту хеджування (застосовуваному ПФІ) [102]. 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, при чому 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 для 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. З урахуванням найчастіше застосовуваних технологій управління цими ризиками

наведемо їх характеристику згідно з підходом Банку міжнародних розрахунків (табл. 3.5).

Таблиця 3.5 – Основні види ризиків інфраструктурних учасників ринку ПФІ та технології управління ними

Вид ризику		Опис	Розмір	Технології	
				DVP	Гарантійні системи
Кредитний ризик	Ризик основної суми	Ризик того, що внаслідок невиконання зобов'язань одним учасником інший понесе збитки в повній сумі своїх зобов'язань	Повна сума відповідного зобов'язання	X	X
	Ринковий ризик (ризик заміщення)	Ризик того, що внаслідок невиконання зобов'язань одним учасником інший понесе збитки внаслідок несприятливих змін ціни	Збитки, пов'язані з заміщенням непоставленого активу за несприятливими цінами	–	X
Ризик ліквідності		Ризик того, що внаслідок несвоєчасного виконання зобов'язань одним учасником інший понесе збитки	Збитки, пов'язані з необхідністю залучення грошових коштів і/або базових активів для виконання зобов'язань перед іншими учасниками	–	X
Системний ризик		Ризик того, що внаслідок невиконання (несвоєчасного виконання) зобов'язань одним учасником, інші учасники не зможуть виконати свої зобов'язання	Сума збитків за усіма ринковими ризиками	–	X

Джерело: [83]

Загалом технології і механізми ризик-менеджменту зазначених ризиків інфраструктурних учасників ринку ПФІ, можуть бути втілені в:

- застосування зазначеного в таблиці 3.5 принципу «поставка проти платежу» (DVP);
- маржинальних внесках та внесках у гарантійний фонд клірингової організації її членів;
- власного та резервного капіталу клірингової організації як механізмів самострахування зазначених ризиків;
- страхування ризиків за допомогою залучення страхової компанії;

– втілення принципу багаторівневого послідовного вертикального клірингування угод (з розподілом усіх членів організації за рівнем агрегування на загальних та індивідуальних клірингових членів);

– встановлення лімітів на допуск учасників, розмір їх заявок, угод, позицій, на ціни на різних стадіях здійснення операцій з ПФІ;

– стрес-тестування 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 вітчизняних 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 частиною 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, валова 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 в структурі фінансового ринку та взаємозв'язку основних процесів, що відбуваються на ньому. Серед визначених у підрозділі 2.3 факторів і показників найбільш суттєвими на розвинених ринках ПФІ було визнано фактори, віднесені до груп ризиків ПФІ (системного ризику), 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 індикатори 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 нами 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 вірогідних, макро- та мікроекономічних шоків як на фінансову систему загалом, так і на окремі сектори і ринки [110].

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 консолідуються 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. 3.7).

	Інститут	Учасник ринку 1		Учасник ринку 2		...	Учасник ринку k	
Інститут	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 3.7 – Карта аналізу системного ризику на ринку ПФІ, розроблено автором на основі [110].

Аналіз та 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, методології 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 багато 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 дисертаційного дослідження).

Застосування різних часових інтервалів, що визначають розмірність ринку, дає змогу здійснювати прогнозування його стану та здатності до виникнення криз з переходом цього стану з стійкого в нестійкий.

Вихідним продуктом 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 [147]) 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 ендогенних 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. Важливими вимогами, що ставляться 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 методикку 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 (в більшій мірі), 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 таких документах як: «Основні принципи ефективного банківського нагляду» Базельського комітету з банківського нагляду, «Цілі і принципи 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 саморегулятивні ринкові організації як проміжна ланка між керуючою та керованою підсистемами ринку.

Згідно з принципом 21 («Наглядова звітність») «Основних принципів ефективного банківського нагляду», регулятивні органи повинні мати достатні ресурси для збирання, незалежної перевірки та аналізу фінансових звітів банків. З принципом 21 безпосередньо пов'язаний принцип 22 («Бухгалтерська звітність та розкриття інформації»), згідно з яким наглядові органи повинні перевіряти, чи складає та оприлюднює кожен банк звітність належним чином. Також наглядові органи повинні перевіряти, публікують чи банки регулярно достовірну інформацію

про свій фінансовий стан і про свої доходи. Загалом вказаний принцип є справедливим і стосовно до інших учасників ринку ПФІ.

Принцип 14 документа «Цілі і принципи регулювання на ринках цінних паперів» («Objectives and Principles of Securities Regulation»), розробленого IOSCO, встановлює: розкриття результатів фінансової діяльності та іншої суттєвої для інвесторів інформації має бути повним, точним і своєчасним. Також принцип 27 встановлює, що регулювання фінансової діяльності має сприяти розвитку прозорості торгівлі на ринку. Загалом, під прозорістю варто розуміти максимально можливу ступінь публічної доступності інформації про торгівлю (при цьому інформація повинна надаватися якомога більш своєчасно). Своєчасний доступ до необхідної інформації, по-перше, дозволяє інвесторам, що діють на вторинному ринку, стежити за своїми торговими позиціями, а, по-друге, зменшує ризик шахрайства. Наведений принцип, на нашу думку, має визначати практику розкриття інформації на ринку ПФІ України.

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 повною мірою 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 цілях.

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 перед-торгова (pre-trade transparency) – розкриття інформації про наміри та проспект торгівлі та після торгівлю (post-trade transparency) – розкриття інформації щодо обсягів і цін здійснених операцій [253]. 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 [210].

Проте, незалежно від наведених форм вважається, що позабіржові ринки є менш прозорими порівняно з біржовими, що зумовлене конфіденційними умовами угод на цьому ринку, значному їх різноманіттю, гнучкістю, зумовленою інтересами учасників, досить частим маніпулюванням ціновими характеристиками ПФІ. Співставлення рівня прозорості (низький та високий) залежно від двох базових функції ринку ПФІ і фінансового ринку загалом (хеджування та спекуляція) за видами інструментів та учасників ринку наведено на рис. 3.8.

	Низька прозорість (приватна інформація)		Висока прозорість (публічна інформація)	
	→			
Створення капіталу (спекулятивна)	Продаж позик (сек'юритизація)	Позабіржовий ринок цінних паперів	IPO (первинне публічне розміщення)	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 ін. ПФІ, що знаходяться в лістингу на біржах
	Процентні та валютні ПФІ (non-vanila)	Позабіржові процентні ПФІ (vanila)		

Рисунок 3.8 – Рівень прозорості за видами ПФІ і функціями ринку

Джерело: [253].

За наведеним на рисунку 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 в силу його невід'ємної функції 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 протилежну думку, що зростання ступеню прозорості ринку може призвести до погіршення 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 2 .

ПФІ, як відомо, у звітності і обліку учасників ринку у найбільш загальному вигляді відносяться 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 суттєвості 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. 3.6).

Таблиця 3.6 – 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
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 в сферу застосування МСФЗ 7



## Продовження таблиці 3.6

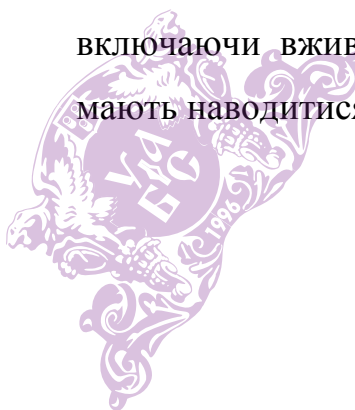
Форма	Перелік відображуваної інформації	Правила відображення статей звітності стосовно ПФІ
Звіт про фінансові результати	<ul style="list-style-type: none"> <li>– загальний процентний дохід або загальні процентні витрати (розраховані з використанням методу ефективної процентної ставки) за ПФІ;</li> <li>– дохід або витрати по отриманих винагородах (крім сум, включеним 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 відображати у звіті про фінансові результати інформацію про прибуток (збиток), що виникають 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

Джерело: складено автором.

Крім того, 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 наводити важливі принципи обраної стосовно до ПФІ політики, принципи оцінки, вживані при складанні фінансової звітності і інші принципи, необхідні для розуміння фінансової звітності.

Обсяг та зміст інформації стосовно ПФІ, що має розкриватися в примітках, визначається поряд з МСФЗ 7 також і МСФЗ 32. Мета розкриття інформації про ПФІ згідно з цими стандартами полягає в тому, щоб допомогти користувачеві визначити значення ПФІ для фінансового стану результатів діяльності і руху грошових коштів учасника ринку, а також допомогти в оцінці майбутніх потоків грошових коштів, пов'язаних з такими інструментами.

Так, в примітках до фінансової звітності обов'язково характеризується масштаб дії і характер ПФІ, включаючи істотні умови, які можуть вплинути на рух грошових коштів в майбутньому, а також прийнята облікова політика і методи, включаючи вживані критерії визнання і базу оцінки. Згруповані положення, що мають наводитися в примітках до фінансової звітності представлені на рис. 3.9.



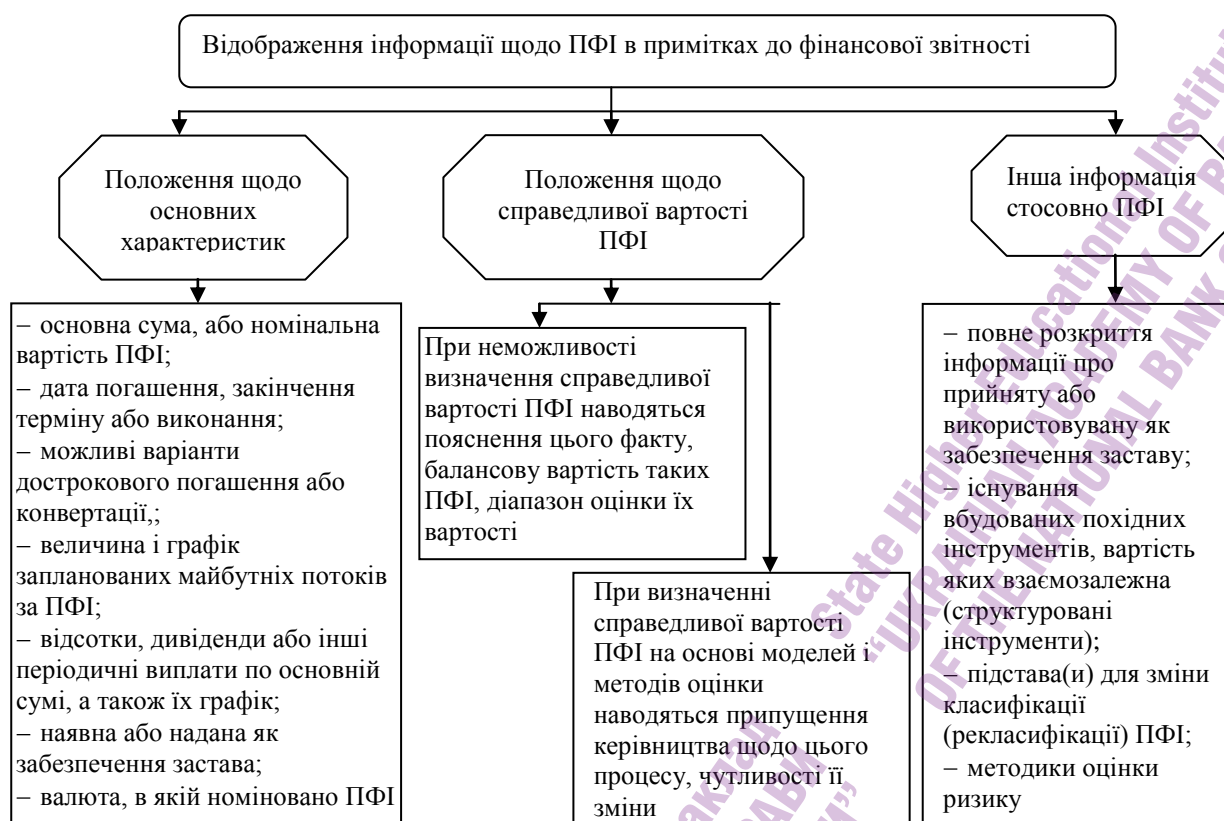


Рисунок 3.9 – Відображення інформації щодо ПФІ в примітках до фінансової звітності учасників ринку, складено автором

Джерело: складено автором.

Що стосується моделей визначення справедливої вартості ПФІ (оцінки), запорукою їх належного використання є їх сертифікація та перевірка, яка дозволяє встановити чи відображають результати оцінки вартості ПФІ в межах моделі реальні дані та співставні ринкові ціни.

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 імplementації МСФЗ, принципів Базельського комітету з банківського нагляду та Міжнародної організації комісій ринків цінних паперів, а також публікація огляду його розвитку. На особливу увагу 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 слугує основою розробки заходів щодо забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ.

### Висновки до розділу 3

1. Узагальнення досвіду науковців засвідчило плюралізм методичних підходів до моделювання індикаторів стійкості фінансової системи, обґрунтування їх порогових значень, сфер застосування та інтерпретації. Щодо ринку ПФІ та його оцінювання такі підходи не набули поширення через нетривалий час розробки даної проблематики.

2. Обґрунтовано, що розглянуті економетричний, сигнальний, індикаторний, індексний підходи, підхід порогових значень не можуть бути застосовані до оцінювання стану ринку ПФІ, оскільки не враховують його специфіки та вимог, що ставляться до інтегрального індикатора, який дозволив би охарактеризувати можливість виникнення криз на ринку ПФІ і міг бути використаний для прогнозування.

3. Визначено необхідність застосування гіпотези фрактальності ринку ПФІ до розробки такого інтегрального індикатора. Оскільки, вона кращим чином описує його структуру та механізми функціонування, на відміну від гіпотези ефективності ринку, положення якої спростовуються численними ринковими аномаліями та кризовими явищами на ринку ПФІ.

4. У межах гіпотези фрактальності ринку запропоновано використовувати показник Херста як інтегральний індикатор стану ринку ПФІ на основі методу R/S аналізу, що дозволив розмежувати за ймовірністю виникнення криз найбільші за обсягами світові ринки ПФІ, і відзначити таку закономірність, що виникнення кризи на ринках ПФІ розвинених країн у посткризовий період є менш ймовірним, аніж на ринках ПФІ країн, що розвиваються.

5. Ринок ПФІ України віднесено до ринків з високою ймовірністю виникнення криз, що може стати дестабілізуючим джерелом для усього фінансового сектора у випадку відсутності його регулювання, оцінювання та забезпечення стійкого розвитку.

6. На основі проаналізованих підходів до побудови систем регулювання ринку ПФІ розвинених країн запропоновано концептуальні засади стійкого розвитку ринку ПФІ України. Вони передбачають реформування регулювання ринку ПФІ України з урахуванням посткризових світових тенденцій на основі виокремлення та спрямування впливу керуючої, керованої підсистем ринку, інформаційно-аналітичного середовища його оцінювання та регулювання, підсистеми нормативного, методологічного та інфраструктурного забезпечення.

7. Відзначаючи передчасність впровадження мегарегулятора фінансового ринку України і ринку ПФІ зокрема, пропонується для забезпечення комплексного регулювання і нагляду за учасниками ринку ПФІ до складу керуючої підсистеми ринку ПФІ рекомендується ввести усі державні органи, що мають регулятивні повноваження щодо ринку ПФІ. Ключовим завданням зазначеної підсистеми має стати розробка і впровадження концептуальних засад стійкого розвитку ринку похідних в Україні та вжиття заходів щодо попередження криз на ньому.

8. Дієвість заходів керуючої підсистеми на керовану підсистему учасників ринку ПФІ опосередковується нормативним, методологічним та інфраструктурним забезпеченням функціонування ринку. У межах цих видів забезпечення особлива увага приділена формуванню базових умов існування ринку ПФІ, теоретичним концепціям, покладеним в його основу, оцінці та моделям визначення вартості ПФІ, їх рейтингуванню, відображенню у обліку і звітності, документуванню та

юридичному супроводу, інституту ліквідаційного нетингу, управлінню ризикам, вимогам щодо капіталу і ліквідності, розрахункам, клірингу та оподаткуванню на ринку.

9. Розроблене інформаційно-аналітичне середовище оцінювання та регулювання ринку ПФІ та система оцінювання стану ринку ПФІ в його межах, виступає ядром концептуальних засад стійкого розвитку ринку похідних України і, базуючись на звітності учасників ринку та їх систем ризик-менеджменту на вході системи, реалізуючись послідовно в етапах аналізу, моніторингу, стрес-тестування індикаторів розвитку ринку ПФІ, консолідації та оприлюднення інформації щодо стану ринку ПФІ, на виході створює інформаційну базу для прийняття рішень регуляторами стосовно ринку ПФІ та вжиття заходів щодо забезпечення його стійкого розвитку і попередження виникнення криз на ньому.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [15, 88, 89, 90].



## ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне обґрунтування та запропоновано вирішення наукової задачі, що полягає в розробці науково-методичних засад і практичних рекомендацій щодо забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ України. За результатами дисертаційного дослідження зроблено наступні висновки:

1. 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 інструменту 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 доміантною 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. 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.

2. ПФІ визначено як доміантну 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 самих ПФІ і у випадку зміщення функцій ПФІ в бік спекулятивної, може призвести до порушення в стійкому розвитку самого ринку і стійкості фінансової системи загалом.

3. 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-менеджменту, методологічному, регулятивному, технологічному. Основні тенденції в розвитку ринку ПФІ у посткризовий період пов'язані передусім з посиленням регулювання ринку ПФІ, зближення біржової та позабіржової його частини, нівелювання ризиків самих ПФІ та їх недоліків з метою попередження криз на ньому.

4. 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 перспективи розвитку цих ринків знаходяться в одній площині – посилення їх регулювання з метою сприяння їх стійкому розвитку.

5. 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. Границю стійкого розвитку ринку ПФІ визначено як критичний стан ринку за якого ризики учасників ринку, що хеджуються за допомогою ПФІ не збалансовані з ризиками, що виникають у процесі спекуляції з ними і спостерігається переважання не пов'язаних з потребами реального сектора обсягів надлишкової ліквідності на ринку ПФІ, що призводить до наростання системного ризику і реалізації криз на ринку.

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

7. 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.

8. Подальший стійкий розвиток ринку ПФІ України пов'язаний, перш за все, з реформуванням його регулювання, яке пропонується здійснювати в межах розроблених дисертантом 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 рівні, 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.

9. 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 інформаційного бази для макропруденційного аналізу та розкриття інформації стосовно ринку ПФІ, які призначені для розробки заходів з 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 та 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 в ПФІ учасників ринку. Забезпечення стійкого розвитку ринку ПФІ України є основою його розбудови, яка 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  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

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

## ДОДАТКИ

## Додаток А

Таблиця А.1 – Трактування категорії ПФІ у науковій думці

№ з/п	Автор	Визначення терміну
1	Бланк І. О.	Дериватив, похідний фінансовий інструмент – фінансовий документ стандартної форми, що відноситься 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 [9, с.532].
2	Буренін О. М.	Строковий контракт (похідний актив) – угода про поставку базового активу на визначених умовах в майбутньому [17, с 164].
3	Галанов В. А., Басов В.І.	У вузькому значенні похідні інструменти – це термінові контракти з особливим 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 [143, с. 155].
4	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 [38].
5	Дегтярьова О. І. Жуков Є.Ф.	Похідні цінні папери – будь-які цінні папери, що засвідчують право власника на покупку або продажу цінних паперів: акцій, облігацій, державних боргових зобов'язань [142, 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 ціні [144].
6	Маслова С. О.	ПФІ – особлива група цінних паперів, які мають встановлений законодавством реквізити і засвідчують зобов'язання внаслідок виконання яких відбувається перехід права власності на базовий актив або проводяться розрахунки на підставі ціни величини базового активу [95, с. 164].
7	Пересада А. А.	Похідний фінансовий інструмент – це строкова угода, яка передбачає постачання активу по завершенні визначеного терміну [119, с. 378].
8	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 [126, с. 7].
9	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) [140].

## Продовження таблиці А.1

№ з/п	Автор	Визначення терміну
10	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 (інструменту) [167, с. 16].
11	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 [155, с. 11].
12	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 [94, с. 307; 18, с. 17; 201; 222, с. 1].
13	Ф. Фабоцці	Похідні інструменти – контракти типу опціонів і ф'ючерсів, які є похідними від цін базового фінансового активу [165, с. 914].
14	М. Рубінштейн	Дериватив – угода між двома сторонами, що установлює дату і вартість базового активу і згідно з яким платежі будуть здійснені між цими сторонами [243, с. 1.].
15	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 [65, с. 9].
16	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 [249].
17	Глосарій МСФЗ	ПФІ (Derivative financial instruments) – фінансові інструменти, такі як фінансові опціони, ф'ючерсні, форвардні контракти, валютні і відсоткові свопи, що створюють права та зобов'язання, виконання яких приводить до передачі від однієї сторони фінансового інструменту до іншої одного чи більше фінансових ризиків, притаманних базисному фінансовому інструменту [102, с. 1151].
18	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 [102, с. 567].
19	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 цінних індексів та макроекономічних індикаторів. Деривативи включають торгові права і зобов'язання, засновані на базових активах, але не передають прямо власність [197].

Джерело: складено автором за матеріалами науковців та нормативних джерел.

## Додаток Б

Таблиця Б.1 – Основні відмінності між біржовими та позабіржовими ПФІ

№ з/п	Ознака	Біржові ПФІ	Позабіржові ПФІ
1	Види інструментів, що торгуються	Ф'ючерси, опціони	Форварди, опціони, свопи
2	Механізм укладання угод	Угоди укладають у біржовому залі шляхом відкритих чи автоматизованих електронних торгів	Угоди укладаються шляхом прямих переговорів конфіденційно
3	Стандартизованість контрактів	Стандартні контракти з загальнодоступною оприлюдненою специфікацією	Відсутність стандартних специфікацій
4	Ціноутворення	Прозоре та легкодоступне	Непрозорість встановлення цін
5	Ступінь анонімності учасників	Учасники ринку невідомі один одному	Учасники ринку повинні бути знайомі один з одним
6	Регламентованість	Обмеженість торгової сесії, здійснення торгів за заздалегідь обумовленими правилами	Нерегламентовані
7	Можливість ліквідувати позицію	Позиції легко ліквідуються	Складнощі при ліквідації чи передачі позиції
8	Гарантії оплати	Кліринг контрактів виконується спеціально уповноваженою організатором торгів установою	У разі банкрутства одного з учасників гарантії оплати відсутні
9	Тривалість існування контрактів	Невелика кількість контрактів існує до закінчення строку і завершується фізичною поставкою активу	Більшість контрактів існує до закінчення строку і завершується фізичною поставкою активу

Джерело: складено автором на основі [126, 153, 156].



## Додаток В

Таблиця В.1 – Національні та наднаціональні регулятори на ринку ПФІ

№ з/п	Назва і статус	Загальні відомості	Основні напрямки діяльності
Національні регулятори			
1	Національна ф'ючерсна асоціація (National Futures Association – NFA) – саморегулювальна неприбуткова організація	Заснована у 1982 р., США, з обов'язковою участю бірж і трейдерів ринку ПФІ США	<ul style="list-style-type: none"> <li>– регулювання діяльності ф'ючерсних ринків</li> <li>– захист інвесторів від шахрайства на ринку</li> <li>– функції арбітражу та посередництва у вирішенні скарг учасників ф'ючерсних ринків</li> </ul>
2	Комісія з біржової ф'ючерсної торгівлі (Commodity Futures Trading Commission – CFTC) – федеральне агентство	Заснована у 1974 р., США, складається з 5 членів, що затверджуються Сенатом	<ul style="list-style-type: none"> <li>– забезпечення відкритого і прозорого функціонування ф'ючерсного ринку</li> <li>– захист інтересів учасників ринку</li> </ul>
3	Комісія з цінних паперів і бірж (United States Securities and Exchange Commission – (SEC))	Заснована 1934 р., США, складається з 5 членів, що затверджуються Сенатом	<ul style="list-style-type: none"> <li>– захист інвесторів, підтримання цілісності і прозорості ринку;</li> <li>– функції контролю і нагляду за основними учасниками ринку</li> </ul>
4	Європейський комітет з цінних паперів European Securities Committee –ESC) – профільний комітет Ради ЄС; Європейський комітет фінансових регуляторів (European Securities Regulators Committee)	Засновані у 2001 р. в ході четвертого етапу процесу Ламфалусі, ЄС, учасники – урядовці і регулятори країн-учасниць	<ul style="list-style-type: none"> <li>– узагальнення досвіду регулювання фінансових ринків країн-учасниць;</li> <li>– розробка єдиних рамкових умов функціонування ринку та його основних секторів (зокрема ПФІ)</li> <li>– адаптація правових систем країн-учасниць до Директив ЄС</li> </ul>
5	Асоціація ф'ючерсних ринків (Futures Industry Association – FIA) – саморегулювальна організація	Заснована у 1955 р., об'єднує учасників з усього світу	<ul style="list-style-type: none"> <li>– надання освітніх та навчальних послуг учасникам асоціації;</li> <li>– забезпечення чесної торгівлі, запобігання порушень ринкових правил і загальної конкуренції на ф'ючерсних ринках</li> </ul>
6	Асоціація ф'ючерсів і опціонів (Futures and Options Association – FOA) – окремий орган в структурі Європейської комісії	Великобританія, ЄС; учасники – компанії, інститути, що здійснюють діяльність на світових ринках ПФІ	<ul style="list-style-type: none"> <li>– гармонізація регулювання деривативів в ЄС і світі;</li> <li>– представницькі функції, освітня діяльність;</li> <li>– складання і поширення стандартизованої документації</li> </ul>

## Продовження таблиці В.1

№ з/п	Назва і статус	Загальні відомості	Основні напрямки діяльності
<b>Наднаціональні регулятори</b>			
7	Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements – BIS)	Заснований у 1930 р., Швейцарія, - учасники – центральні банки країн світу	<ul style="list-style-type: none"> <li>– моніторинг, контроль, нагляд і формулювання рекомендацій щодо функціонування фінансових ринків і зокрема ринку ПФІ;</li> <li>– збір, обробка та аналіз статистичної інформації щодо ПФІ у світовому масштабі;</li> <li>– посередництво у розрахунках між центральними банками та підтримка міжнародного співробітництва у фінансовій сфері</li> <li>– розробка та рекомендаційне впровадження принципів ефективного банківського нагляду в межах відповідного Базельського комітету</li> </ul>
8	Організація економічного співробітництва і розвитку (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD), міжнародна організація	Заснована 1961 р., штаб-квартира м. Париж, Франція, учасники 30 розвинених країн світу	<ul style="list-style-type: none"> <li>– встановлення єдиних вимог та норм міжнародного співробітництва у економічній та фінансовій сферах</li> <li>– координація зусиль країн у забезпеченні вільного руху капіталів, інвестицій, запобіганню фінансовій злочинності, створення прозорого фінансового ринку</li> </ul>
9	Міжнародна організація комісій з цінних паперів (International Organisation of Securities Commissions – IOSCO) міжнародна спеціалізована організація	Заснована у 1974 р., учасники 170 членів з понад 80 країн світу, штаб-квартира м. Мадрид, Іспанія	<ul style="list-style-type: none"> <li>– об'єднання національних регуляторних органів з метою регламентації ринків цінних паперів і ПФІ;</li> <li>– співробітництво у встановленні єдиних стандартів та інтеграції ринків цінних паперів</li> </ul>
10	Асоціація Міжнародних ринків капіталу (International Capital Market Association – ICMA) – саморегулювальна торгова організація	Заснована 1969 р., отримала оригінальну назву в 2005, ЄС	<ul style="list-style-type: none"> <li>– налагодження співпраці між учасниками ринків капіталу, монетарного об'єднання і реформування фінансових систем</li> <li>– освітня та інформаційна діяльність</li> <li>– сприяння стандартизації діяльності учасників ринків,</li> </ul>
11	Міжнародна асоціація свопів і деривативів – (International Swaps and Derivatives Association – ISDA) – саморегулювальна торгова організація	Заснована 1985 р., учасники – 840 приватних фінансових установ з 58 країн світу	<ul style="list-style-type: none"> <li>– зменшення ризику і підвищення стандартів ризик-менеджменту на ринку ПФІ;</li> <li>– стандартизація документації стосовно угод з ПФІ</li> </ul>

## Продовження таблиці В.1

№ з/п	Назва і статус	Загальні відомості	Основні напрямки діяльності
12	Рада з фінансової стабільності (Financial stability board – FSB)	Заснована 2009 р. як наступник Форуму фінансової стабільності, засновники країни G7	– підвищення ефективності функціонування світового фінансового сектора; – сприяння зростанню ступеня урегульованості потоків фінансового капіталу
13	Група 30 (Group Of 30 – G30)	Заснована у 1978 р. – представники бізнесу, наукових кіл, регуляторів, учасників ринку 30 найбільших світових країн	– напрацювання єдиних підходів до регулювання ринку ПФІ, як і фінансового ринку загалом; – сприяння підтримання конкурентного ринкового середовища, забезпечення стійкого розвитку фінансових ринків



Державний вищий навчальний заклад  
 «УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»



## Додаток Г

Таблиця Г.1 – Нормативно-правові акти – основа регулювання ринку ПФІ в

Україні

№ з/п	Вид	Нормативно-правові акти	Положення щодо регулювання ПФІ
1	Кодекси	Цивільний кодекс України від 16.01.2003 № 435–IV	п. 3 ч. 1 ст. 195 – дозволено обіг та визначено поняття похідних цінних паперів
2		Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI	п.14.1.45 ст. 14 – дано визначення поняття «дериватив» та наведено його класифікацію п. 153.8. встановлює порядок оподаткування операцій з деривативами
3	Законои	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23. 02. 2006 р. № 480–IV	ст. 3 п. 5 - включено похідні цінні папери до цінних паперів, що знаходяться в обігу в Україні, ст. 15 – особливості їх обігу визначені законодавством
		Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 448/96–ВР	ст.1 - наведено визначення похідних цінних паперів, розмежовано компетенцію державних органів щодо регулювання їх ринків
		Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III	ст. 21, 22 – розмежовано компетенцію державних органів щодо регулювання фінансових ринків, у т.ч. ПФІ
4	Постанови, накази КМУ, НБУ	Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів від 19 квітня 1999 р. № 632	Встановлено стандартні (типові) реквізити деривативів, зокрема форвардних, ф'ючерсних та опціонних контрактів
		Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» від 30.11.2001 р. № 559	Визначено методологічні засади формування в бухгалтерському обліку інформації про ПФІ, операції хеджування та їх розкриття у фінансовій звітності
		Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України: Постанова НБУ від 31.08. 2007, № 309	Визначено методологічні засади відображення в бухгалтерському обліку інформації про операції з ПФІ в банках України
		Про затвердження Правил випуску й обігу валютних деривативів: Постанова НБУ від 27.07.97 р. № 216	Урегульовано механізм випуску та обігу форвардних валютних контрактів в Україні
5	Рішення та ін. НПА ДКЦПФР та ЛКРРФП	Про затвердження Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії: Рішення ДКЦПФР від 16.06.2009 № 572	Встановлено вимоги до реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії

## Додаток Д

Таблиця Д.1 – Визначення категорії похідні фінансові інструменти в українському законодавстві

Джерело	Визначення
Податковий кодекс України	Дериватив – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати чи продати у майбутньому цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах. Стандартна (типова) форма деривативів і порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством
ст. 195 Цивільного Кодексу України, Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»	Похідні цінні папери – цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом строку, встановленого договором, цінних паперів, інших фінансових та (або) товарних ресурсів
Положення про типову (стандартну) форму деривативів	Дериватив – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому; Базовий актив – товари, цінні папери, кошти та їх характеристики, що є предметом виконання зобов'язань за деривативом
Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України	Похідний інструмент (дериватив) – це фінансовий інструмент, який має всі три такі характеристики: – його вартість змінюється у відповідь на зміну встановленої ставки відсотка, ціни фінансового інструменту, ціни споживчих товарів, валютного курсу, індексу цін чи ставок, показника кредитного рейтингу чи індексу кредитоспроможності або подібної змінної; – не вимагає початкових чистих інвестицій або вимагає початкових чистих інвестицій менших, ніж ті, що були б потрібні для інших типів контрактів, які мають подібну реакцію на зміни ринкових умов; – який погашається на майбутню дату
П(С)БО 13 «Фінансові інструменти»	ПФІ – фінансові інструменти, розрахунки за якими провадитимуться у майбутньому; вартість яких змінюється внаслідок змін відсоткової ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними; які не потребують початкових інвестицій.



## Додаток Е

Таблиця Е.1 – Значення залежних змінних – номінальної вартості ПФІ за 1998-2009 рр. (за даними Банку міжнародних розрахунків та Світового банку)

Рік	Світовий обсяг торгівлі ПФІ, млрд дол.	Позабіржові ПФІ, млрд дол.	Біржові ПФІ, млрд дол.
1998	94248,0	80317,0	13931,0
1999	101737,0	88201,0	13536,0
2000	109478,0	95199,0	14279,0
2001	134938,0	111178,0	23760,0
2002	165535,0	141679,0	23856,0
2003	233954,0	197167,0	36787,0
2004	298416,0	251823,0	46593,0
2005	355458,0	297670,0	57788,0
2006	484252,0	414845,0	69407,0
2007	674440,0	595341,0	79099,0
2008	649827,1	591963,0	57864,1
2009	677056,8	603899,8	73156,9

Таблиця Е.2 – Значення незалежних змінних – макроекономічних індикаторів за 1998-2009 рр. (за даними Світового банку)

Рік	Ринкова капіталізація компаній, що знаходяться в лістингу на біржах, млрд дол. MCLC	Коефіцієнт оборотності акцій, % ShTR	M2 до ВВП, % Глибина фінансового сектора M2/GDP	Чистий потік прямих іноземних інвестицій, млрд дол. NFDI	Чистий потік портфельних інвестицій, млрд дол. NFPI	Щорічне зростання ВВП, % GDPch	Дефлятор ВВП, % INF
1998	26923,7	87,4	93,7	18,4	380,0	2,4	4,4
1999	36108,1	92,2	100,9	-3,6	698,0	3,3	3,8
2000	32187,1	122,3	101,7	183,3	740,3	4,3	4,3
2001	27906,3	123,2	98,5	86,1	503,8	1,6	3,4
2002	23509,3	131,7	96,5	80,5	180,0	2,0	3,3
2003	32036,2	102,4	96,8	-22,2	432,6	2,7	3,8
2004	38151,4	105,9	94,6	-247,6	509,3	4,1	5,0
2005	43319,4	108,6	92,3	78,5	912,4	3,6	4,9
2006	53375,3	129,3	91,5	5,1	903,4	4,0	5,4
2007	64563,4	156,0	91,0	-129,5	901,4	3,9	5,5
2008	34887,5	156,7	94,4	-224,4	-174,5	1,6	8,2
2009	48713,7	176,2	95,3	-171,5	737,4	-1,9	2,5

Таблиця Е.3 – Значення незалежних змінних, що характеризують вплив учасників ринку на розвиток ринку ПФІ, за 1998-2009 рр. (за даними Світового банку, Банку міжнародних розрахунків та The City UK)

Рік	Ліквідні резерви до активів банків, % LR/A	Рівень левеліриджі банків, рази BLR	Достатність капіталу банків, % C/AR	Внутрішні кредити банків, у % до ВВП DC/GDP	Середньорічна рентабельність хедж-фондів, % GHFI	Активи фондів на хедж-фонди, млрд дол. FHFA	Коефіцієнт скорочення, % HFAR	Рівень левеліриджі хедж-фондів, % HFLR	Чисті активи хедж-фондів, млрд дол. HFNA
1998	9,5	62,7	8,7	214,1	10,4	н. д.	н. д.	117,0	100,1
1999	9,4	46,4	8,9	208,8	29,3	58,3	4,7	121,0	104,1
2000	9,5	81,5	8,8	211,8	16,5	77,5	6,4	141,0	194,6
2001	10,3	35,2	8,7	205,7	10,4	112,8	4,3	148,0	126,2
2002	9,9	37,3	8,6	200,5	6,3	150,0	3,8	155,0	6,1
2003	10,0	32,3	9,0	196,0	18,1	255,0	5,4	161,0	85,6
2004	9,6	26,8	8,4	189,5	9,3	367,5	6,2	167,0	233,9
2005	9,6	24,6	9,0	185,0	10,9	486,0	5,4	110,0	123,5
2006	9,6	21,6	4,4	180,0	12,8	665,0	5,1	149,0	234,5
2007	9,5	62,7	8,7	214,1	12,4	860,0	4,0	117,0	-284,0
2008	9,4	46,4	8,9	208,8	–	600,0	13,0	121,0	-85,0
2009	9,5	81,5	8,8	211,8	19,0	500,0	8,0	141,0	104,1

Таблиця Е.4 – Значення залежних та незалежних змінних – індикаторів реального сектора та грошового ринку за 2000-2009 рр. (за даними ДКЦПФР, НБУ, Державної служби Світового банку)

Рік	Номінальний випуск опціонів, млн грн	Кількість опціонів у випуску, тис. шт.	Гранична ставка оподаткування, % MTR	ВВП у фактичних цінах, млн грн, GDP	Дефлятор ВВП, % INF	Облікова ставка НБУ (на кінець періоду) % DR	Курс гривні до \$, грн CERDOL
2000	23,1	230,5	30	170070,0	123,1	27,0	544,0
2001	56,8	228,2	30	204190,0	109,9	12,5	537,2
2002	17,7	43,3	30	225810,0	105,1	7,0	532,7
2003	99,7	315,4	30	267344,0	108,0	7,0	533,3
2004	112,2	18376,3	25	345113,0	115,1	9,0	531,9
2005	160,6	4561,1	25	441452,0	124,5	9,5	512,5
2006	16,9	13741,9	25	544153,0	114,8	8,5	505,0
2007	34,4	2800,1	25	720731,0	122,7	8,0	505,0
2008	0,3	1,0	25	948056,0	128,6	12,0	526,7
2009	6,6	8076,9	25	913345,0	113,0	10,3	779,1

Таблиця Е.5 – Значення незалежних змінних – індикаторів впливу зовнішнього та внутрішнього фінансових ринків та банківської системи за 2000-2009 рр. (за даними Світового банку)

Рік	Чисті портфельні інвестиції, млн дол. NFPI	Фінансування через ринки капіталу, % ВВП, FCM	Глобальний індекс капіталу S&P GEI	Ринкова капіталізація компаній, млн дол. MCLC	Загальна вартість акцій, млн дол. ShTV	Глибина фінансового сектора % M2/GDP	Рівень левелю банку, рази BLR	Прострочені кредити до їх загальної кількості, % NL/GL	Достатність капіталу банків, % C/AR
2000	138,0	3,6	75,2	1880,6	288,2	3,9	5,2	29,6	16,2
2001	-45,0	0,0	-36,3	1364,9	225,9	2,7	5,5	25,1	15,6
2002	337,0	1,2	26,7	3119,4	126,7	2,7	5,4	21,9	14,7
2003	867,0	2,6	40,3	4302,9	105,6	2,6	6,7	28,3	12,3
2004	2067,0	4,2	170,3	11778,4	200,7	2,4	6,2	30,0	13,8
2005	2757,0	3,8	52,8	24975,6	659,8	1,9	6,3	19,6	12,4
2006	3583,0	4,6	48,6	42869,7	1198,9	2,3	7,4	17,8	13,3
2007	5753,0	6,0	112,2	111756,8	2016,8	2,4	7,0	13,2	12,5
2008	-1280,0	2,2	-82,2	24357,6	2536,0	3,1	7,6	17,4	14,0
2009	-1559,0	0,9	31,1	16790,3	590,5	3,0	6,8	18,0	13,0



## Додаток Ж

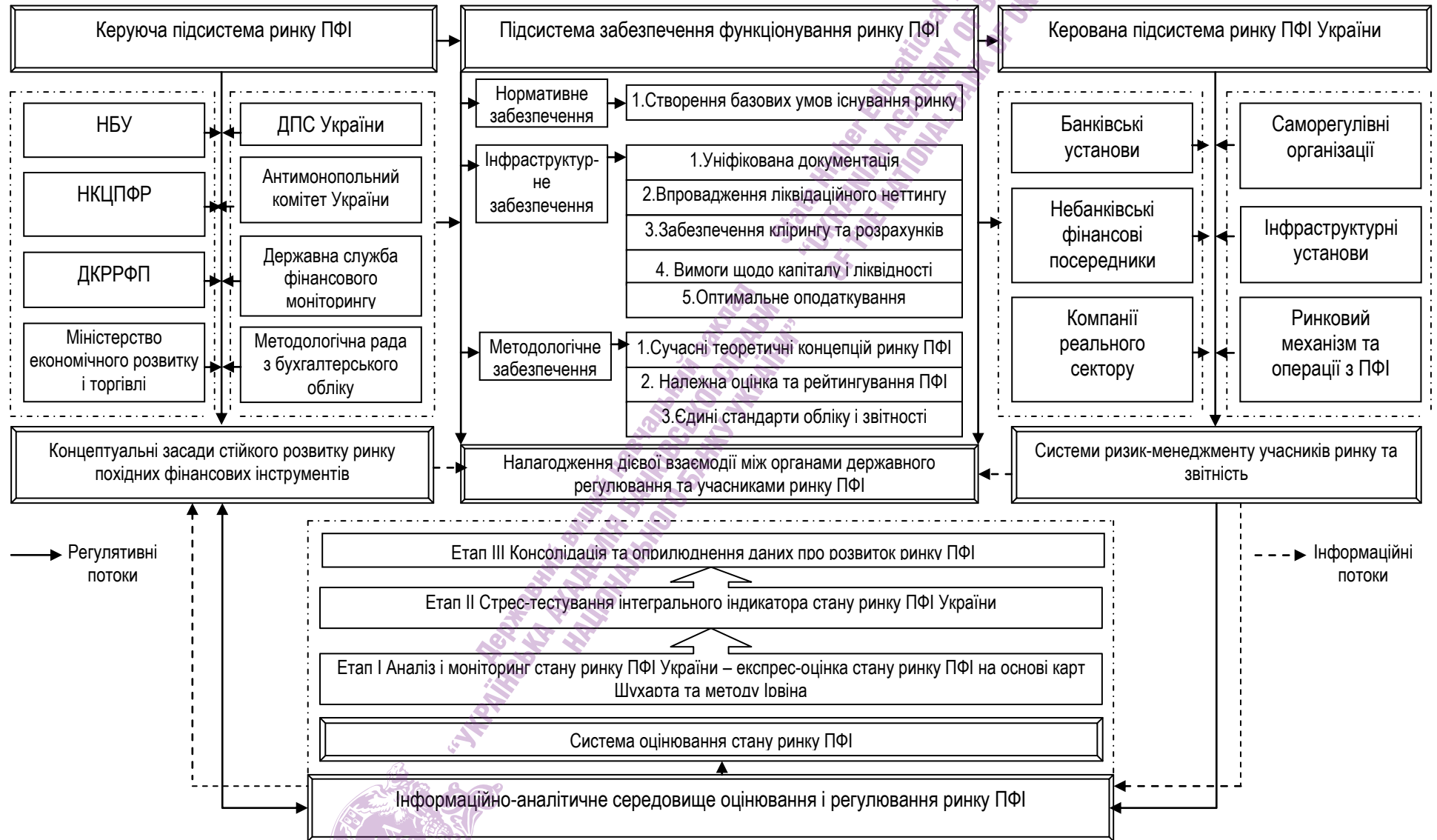


Рисунок Ж.1 – Схема реалізації концептуальних засад стійкого розвитку ринку ПФІ України

## Додаток И

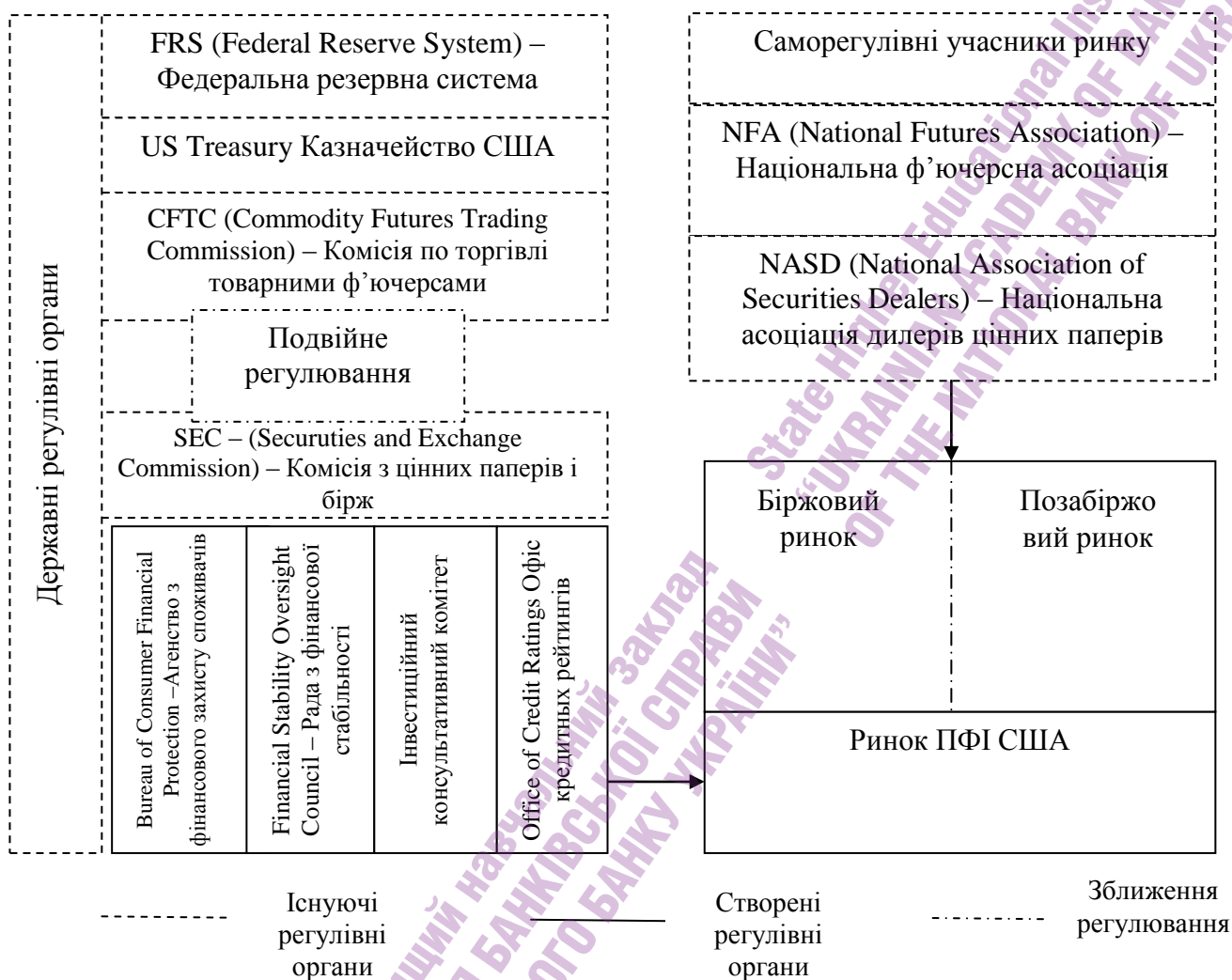


Рисунок И.1 – Регулювання ринку ПФІ у США



## Додаток К

Таблиця К.1 – Порівняльна таблиця мінімальних вимог до достатності капіталу відповідно до «Базель II» та «Базель III»

№	Показник (у % від зважених за ризиком активів)	Базель II	Базель III						
		До 2013	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	Базовий капітал 1 рівня (Core Tier 1 Capital)	2	3,5	4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
2	Капітал 1 рівня (Tier 1 Capital)	4	4,5	5,5	6	6	6	6	6
3	Резервний буфер (Conservation Buffer)	0	0	0	0	0,625	1,25	1,875	2,5
4	Власний Капітал (Total Capital):	8	8	8	8	8	8	8	8
5	Разом (2 + 3)	8	8	8	8	8,625	9,25	9,875	10,5
6	Контрциклічний резервний буфер (Countercyclical reserve buffer)	0	0	0	0	0,625	1,25	1,875	2,5
7	Разом (5 + 6)	8	8	8	8	9,25	10,5	11,75	13

Джерело: [219, 24].





## Додаток Л

ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ  
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ  
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

Сумське територіальне управління  
40011, м. Суми, пр. Шевченка, 15

Тел. (0542) 77-51-33, 22-15-35  
Факс (0542) 22-31-44

УКРАЇНА



SECURITIES AND STOCK  
MARKET STATE  
COMMISSION

Sumy Regional Office  
15, Shevchenko st., 40011, Sumy,  
The Ukraine  
Tel. (0542) 77-51-33, 22-15-35  
Fax (0542) 22-31-44

Від « 16 » сервія 2011 року № 306

Голові спеціалізованій вченої ради Д55.081.01  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного Банку України»  
д.е.н., професору Єпіфанову А.О.

## ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Макаренко Інни Олександрівни  
на тему «Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України»,  
представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за  
спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Проведений критичний аналіз наукових результатів, отриманих Макаренко І.О. при підготовці дисертаційного дослідження «Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України», засвідчує його практичну цінність у забезпеченні процесу регулювання ринку похідних фінансових інструментів України, що створює передумови для його розбудови з урахуванням посткризових тенденцій.

Сумським територіальним управлінням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку взято до уваги пропозиції Макаренко І.О. щодо формування концептуальних засад стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів, які сприяють координації дій з регулювання цього ринку в Україні, створенню рамкових меж його розвитку на основі ефективного функціонування, прозорості та взаємної вигоди як для його регуляторів, так і для безпосередніх учасників.

Вагомими є також пропозиції дисертанта стосовно побудови системи оцінювання ринку похідних фінансових інструментів України. Вони дозволяють розробити рекомендації з удосконалення чинних нормативно-правових актів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у частині створення інформаційно-аналітичного середовища прийняття регуляторних рішень, заснованих на завчасній ідентифікації та визначенні масштабів системного ризику на ринку похідних фінансових інструментів України і прийняття заходів із попередження кризових явищ на ньому.

Т.в.о начальника  
територіального управління Комісії

Ю.О. Дудченко



## Додаток М

“ТРЕЙД - ЮЭЙ”  
**www.TRADE-UA.com**  
 ведуча трейдерська компанія



Компанія “Трейд-Юей”  
 99045, Україна, г. Севастополь, ул. Надежды Островской 14-а  
 тел/факс.: +38 (0692) 53 20 84, моб.: +38 (099) 779 81 95  
 e-mail: info@trade-ua.com

Голові спеціалізованій вченій ради Д55.081.01  
 ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
 Національного Банку України»  
 д.е.н., професору Єпіфанову А.О.

**ДОВІДКА****про впровадження результатів наукового дослідження**

Фахівцями Дилінгового центру Нью-Йоркської фондової біржі NYSE компанії «ТРЕЙД-ЮЕЙ» в Сумській області було розглянуто дисертаційне дослідження Макаренко Інни Олександрівни на тему «Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України», представлене на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит і відзначено, що наведені у ньому висновки та рекомендації мають значний потенціал для практичної апробації.

Зокрема, пропозиції дисертанта щодо оцінювання стану ринку похідних фінансових інструментів на основі інтегрального індикатора настання кризи враховані в поточній діяльності компанії при визначенні стратегії трейдерів на цьому ринку і формуванні їх торговельної позиції. Використання вказаного індикатора дозволяє спрогнозувати характер ринку похідних фінансових інструментів та, на відміну від існуючих аналітичних методів, надає оцінку ринку в цілому з урахуванням його фрактальної структури.

Директор  /Кадиров А.Ш./



11/07/2011 г.

Дата



## Додаток Н



Відділення АТ "ОТП Банк" в м. Суми

16.05.2009. N СОО-01/321

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01  
ДВНЗ «Українська академія банківської справи  
Національного Банку України»  
д.е.н., професору Єпіфанову А.О.

## ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

В умовах зростання ризикованості діяльності банків актуалізується можливість використання дієвих механізмів хеджування фінансових ризиків на ринку похідних фінансових інструментів. Забезпечення стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України є досить важливою передумовою для підвищення ефективності банківських систем ризик-менеджменту.

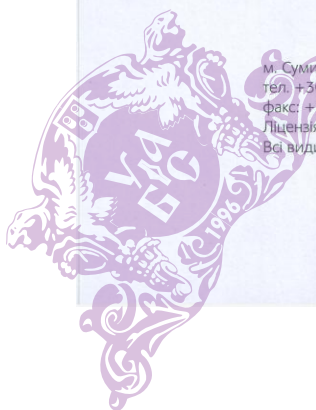
Фахівцями відділення АТ «ОТП Банк» в м. Суми було розглянуто дисертаційне дослідження Макаренко Інни Олександрівни на тему «Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України», представлене на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Практичного застосування набули рекомендації автора щодо оцінювання впливу ендогенних та екзогенних факторів на розвиток національного ринку похідних фінансових інструментів під час розробки проектів внутрішніх положень, що визначають діяльність банку на цьому ринку та хеджування його ризиків. Серед зазначених факторів, зокрема, враховано рівень левериджу банків, достатність їх капіталу та частку простроченої заборгованості за кредитами.

Керуючий відділення  
АТ «ОТП Банк» в м. Суми

К.М.Д'яконов

м. Суми, 40000, Червона площа, 5  
тел: +30 542 67 1560  
факс: +30 542 77 0652  
Ліцензія НБУ № 191 від 08.07.2009  
Всі види банківських послуг: www.otpbank.com.ua



## Додаток П

Проректор Державного вищого навчального закладу  
«Українська академія банківської справи  
Національного банку України» д.е.н., проф.



І.О. Школьник

## АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
Макаренко Інни Олександрівни  
на тему «Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів  
України» у навчальний процес обліково-фінансового факультету та  
факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської  
справи Національного банку України»  
від 19 травня 2019 р., м. Суми

## Акт складено комісією у складі:

Голова комісії – завідувач кафедри фінансів, д.е.н., проф. Леонов С.В.

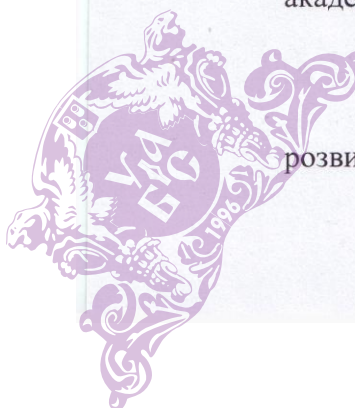
Члени комісії: завідувач кафедри бухгалтерського обліку і аудиту, д.е.н.,  
проф. Журавка Ф.О.

завідувач кафедри міжнародної економіки, д.е.н.,  
проф. Макаренко М.І.

Комісія провела роботу з визначення фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Макаренко Інни Олександрівни «Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України» у навчальний процес обліково-фінансового факультету ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України».

## Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Макаренко Інни Олександрівни «Стійкий розвиток ринку похідних фінансових інструментів України».



2. Робочі програми курсів дисциплін:

- «Фінансовий ринок» (викладається на денному відділенні для бакалаврів з напрямку підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит»);
- «Ринок фінансових послуг» (викладається на денному відділенні для бакалаврів з напрямку підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит»);
- «Операції з фінансовими деривативами» (викладається на денному відділенні для бакалаврів за напрямками підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит», 6.030503 «Міжнародна економіка»);
- «Управління фінансовими ризиками» (викладається на денному відділенні для бакалаврів з напрямку підготовки 6.030503 «Міжнародна економіка»);

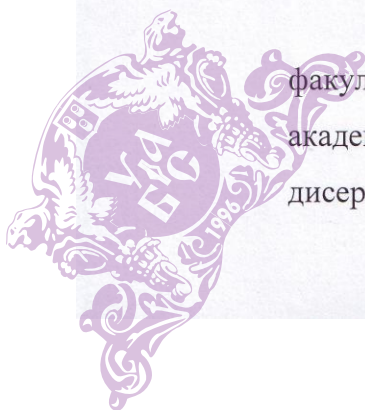
3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

**За результатами проведеної роботи комісією встановлено:**

1. Розроблені в дисертаційному дослідженні Макаренко І.О. науково-теоретичні положення та практичні рекомендації впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:

- «Фінансовий ринок». Теми: «Регулювання фінансового ринку», «Ринок похідних фінансових інструментів»;
- «Ринок фінансових послуг». Теми: «Сегментарна структура ринку фінансових послуг», «Державне регулювання та саморегулювання ринку фінансових послуг»;
- «Операції з фінансовими деривативами». Теми: «Введення в систему деривативів», «Ринок деривативів»;
- «Управління фінансовими ризиками». Тема: «Роль фінансових деривативів в системі хеджування фінансових ризиків».

2. Застосування в навчальному процесі обліково-фінансового факультету та факультету банківських технологій ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» матеріалів дисертаційного дослідження Макаренко І.О. дало змогу адаптувати



перелічені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку ринку похідних фінансових інструментів та фінансового ринку загалом, поглибити їх теоретико-методичні основи та підвищити якість підготовки фахівців.

Голова комісії

Завідувач кафедри фінансів,

д.е.н., проф.

С.В. Леонов

Члени комісії:

Завідувач кафедри бухгалтерського обліку

і аудиту, д.е.н., проф.

Ф.О. Журавка

Завідувач кафедри міжнародної економіки,

д.е.н., проф.

М.І. Макаренко

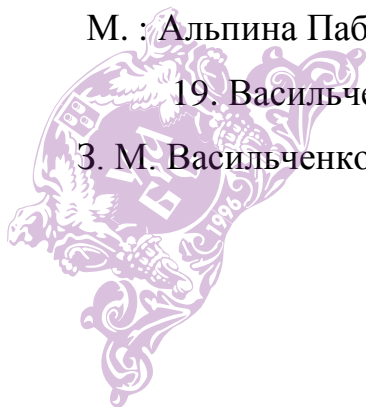


Державний вищий навчальний заклад  
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ  
State Higher Educational Institution  
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абакуменко О. В. Фінансові інновації на ринку цінних паперів / О. В. Абакуменко // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 12. – С. 17–22.
2. Аналітичний огляд «Результат України у світових рейтингах» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.bank.gov.ua/publication/econom/ratings\\_Ukraine.pdf](http://www.bank.gov.ua/publication/econom/ratings_Ukraine.pdf).
3. Андрєєва 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.) / Держ. вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи НБУ». – Суми, 2008. – С.172–173.
4. Базовый курс по рынку ценных бумаг. – М. : Финансовый издательский дом «Деловой экспресс», 1997. – 485 с.
5. Балабушкин А. Н. Опционы и фьючерсы : методическое пособие / А. Н. Балабушкин. – Фондовая биржа РТС, 2003. – 105 с.
6. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз / О. І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С.3–20.
7. Безп'ятов А. В. Розвиток похідних фінансових інструментів у країнах з перехідною економікою : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / А. В. Безп'ятов . – Київ, 2004. – 15 с.
8. Берлін М. С. Моделі управління фінансовою стійкістю страхової компанії : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.11 / М.С. Берлін ; Донец. нац. ун-т. – Донецьк, 2008. – 20 с.
9. Бланк И. А. Управление финансовыми рисками / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2005. – 600. – (Библиотека финансового менеджера).
10. Боди З. Финансы : учебное пособие : пер. с англ. / З. Боди, Р. К. Мертон. – М. : Вильямс, 2000. – 592 с.

11. Бондарчук В. Податкові новації та проблеми розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] / В. Бондарчук. – Режим доступу : [www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/161.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/161.htm).
12. 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.
13. Бузгалин А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ / А. Бузгалин, А. Колганов // Вопросы экономики. – 2009. – № 1. – С. 119–132.
14. 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. С. І. Бойко. – Львів, 2009. – Вип. 2. – С. 62–72. – ISSN 2071-4653.
15. Бурденко І. М. Інструментарій оцінювання ринку похідних фінансових інструментів / І. М. Бурденко, М. В. Корнєєв, І. О. Макаренко // Бізнес-інформ. – 2011. – № 6. – С. 111–115.
16. Бурденко І. Похідні фінансові інструменти як форма фіктивного капіталу / І. Бурденко, І. Макаренко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 11. – С. 181–188. – ISSN 1993-6788.
17. Буренин А. Н. Рынок производных финансовых инструментов : учебное пособие / А. Н. Буренин. – М. : 1-я Федеративная Книготорговая компания, 1998. – 352 с.
18. Вайн С. Опционы : Полный курс для профессионалов / Саймон Вайн. – М. : Альпина Паблишер, 2003. – 416 с.
19. Васильченко З. М. Банківська діяльність в умовах глобалізації економіки / З. М. Васильченко // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 124–131.





20. Васильченко З. М. Сек`юритизація активів у системі управління банківськими ризиками / З. М. Васильченко, А. С. Криклій, О. О. Ігнатська // Фондовий ринок. – 2008. – № 9. – С. 17–22.
21. Васильченко З. М. Теорія і практика укладання строкових валютних контрактів // Банківська справа. – 1998. – № 1. – С. 46–55.
22. Вибираючись із кредитної кризи. Глобальна фінансова криза очима бухгалтерів «Climbing out of the Credit Crunch» : аналітичний звіт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.accaglobal.com/documents/ukraine\\_credit\\_crunch.pdf](http://www.accaglobal.com/documents/ukraine_credit_crunch.pdf).
23. Воробьева З. А. Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций / З. А. Воробьева // Финансы и кредит. – 2004. – №3. – С. 36–40.
24. Ворочек В. Г. Перспективи застосування «Базеля III» як інструменту попередження фінансових криз [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.confcontact.com/20110225/ek2\\_vorochek.htm](http://www.confcontact.com/20110225/ek2_vorochek.htm).
25. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка: Підручник / Пер. з англ. ; Наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К. : КНЕУ, 2004. – 889 с.
26. 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.
27. Галочкин М. И. Рынок производных ценных бумаг: регулирование и развитие в России : автореферат на соиск. науч. степени канд. экон. наук. : спец. 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» / Галочкин М. И. – Йошкар-Ола. – 2010. – 20 с.
28. 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>.
29. Гиг Дж. Ван. Прикладная общая теория систем : в 2 кн. / Дж. Ван Гиг ; пер. с англ. – М. : Мир, 1981. – Кн. 2. – 731 с.
30. Гильфердинг Р. Финансовый капитал : пер. с нем. / Р. Гильфердинг. – М., Финансы и статистика, 1959. – 358 с.

31. Глухов М. Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга : автореф. дис. на стиск. науч степени канд. экон. наук : спец. 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Михаил Юрьевич Глухов. – М., 2007. – 15 с.

32. 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.nbu.gov.ua/portal/natural/vkhnu/Ekon/802/08gbdroz.pdf>.

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

34. Головка А. Післяторгівельна інфраструктура ринку похідних фінансових інструментів [Електронний ресурс] : виступ на науково-практичній конференції «Управління активами: нові стратегії в нових умовах» / А. Головка. – 2009. – Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/97/Golovko.ppt>. – Українська асоціація інвестиційного бізнесу.

35. Горбань О. М. Основи теорії систем і системного аналізу: навчальний посібник / О. М. Горбань, В. Є. Бахрушин . – Запоріжжя : ГУ «ЗІДМУ», 2004. – 204 с.

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

37. Господарчук С. А. Аналіз сучасних підходів к моделюванню фінансових ринків / С. А. Господарчук // Фінанси и кредит. – 2006. – № 14. – С. 21–28.

38. Гоффе В. В. Ринок деривативів: зарубіжний досвід та перспективи розвитку в Україні : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон. наук : спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / В. В. Гоффе. – К., 2005. – 23 с.

39. Гриценко К. Г. Оцінка ефективності вітчизняного фондового ринку/ К. Г. Гриценко // 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

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

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

42. Деривативы. Курс для начинающих : пер. с англ. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 208 с.

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

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

45. 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>.

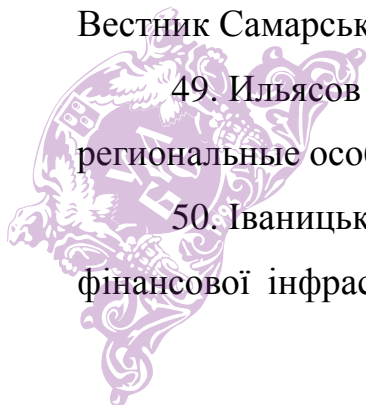
46. Зимовець В. В. Фінансове посередництво : навчальний посібник / В. В. Зимовець, С. П. Зубик ; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К. : КНЕУ, 2005. – 288 с.

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

48. 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.

49. Ильясов С. М. Устойчивость банковской системы: механизмы управления, региональные особенности / С. М. Ильясов. – М. : Юнити-Дата, 2001. – 254 с.

50. 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.nbu.gov.ua/e-journals/dutp/2006-1/>. – Національна бібліотека України імені В. І. Вернадського.

51. Інформаційно-аналітичні матеріали щодо підсумків розвитку та регулювання фондового ринку у 2008 році та основних напрямків розвитку державного регулювання фондового ринку у 2009 році : Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/InfHelp/infroavitok%202008%20napr2009.doc>.

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

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

54. 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.

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

56. 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.

57. Киселев М. В. Российский рынок срочных финансовых инструментов: проблемы и перспективы развития : автореф. дис. на соиск. ученой степени канд. экон. наук : 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит» / М. В. Киселев. – Саратов, 2010. – 40 с.

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

59. Ковалев, А. П. Классификация производных / А. П. Ковалев // Банковская практика за рубежом. – 2006. – №7. – С. 46–64.

60. Ковалев В. В. Система предупреждения валютного и финансового кризисов в условиях глобализирующейся экономики : автореф. дис. на соиск.

ученой степени канд. экон. наук : спец. 08.00.14 – «Мировая экономика» / В. В. Ковалев – Москва, 2007. – 23 с.

61. Коваленко Ю. М. Структуризація сучасного фінансового ринку // Фінанси України. – 2010. – № 9. – С. 91–99.

62. Коваленко Ю. М. Сучасні тенденції процесу сек'юритизації іпотечних активів / Ю. М. Коваленко, В. О. Пшеничний // Науковий вісник : зб. наук. пр. – Ірпінь: НУДПСУ, 2010. – Вип.1 – С. 80–86.

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

64. Козьменко О. В. Страховий ринок України у контексті сталого розвитку : монографія / О. В. Козьменко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 350 с.

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

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

67. 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.

68. 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).

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

70. Корнилов И. Срочные, будущие и абсолютно новые [Электронный ресурс] / Иван Корнилов // Консультант. – 2007. – № 19. – Режим доступа : <http://www.c2f.ru/online/766/?article=163>.

71. Крамаренко Я. Ю. Облік та аналіз операцій з валютними деривативами в комерційних банках України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. экон.

наук : спец. 08.06.04 – «Бухгалтерський облік, аналіз та аудит» / Я. Ю. Крамаренко. – К., 2002. – 11 с.

72. Крухмаль О. В. Оцінка фінансової стійкості банків : інформаційне і методичне забезпечення : дис. ... канд. економ. наук : 08. 00. 08 / Крухмаль Олена Валентинівна. – Суми, 2007. – 256 с.

73. 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.

74. 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).

75. Лансков П. Основні моделі та тенденції розвитку регулювання на фінансовому ринку Росії / П. Лансков // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7. – С. 24–26.

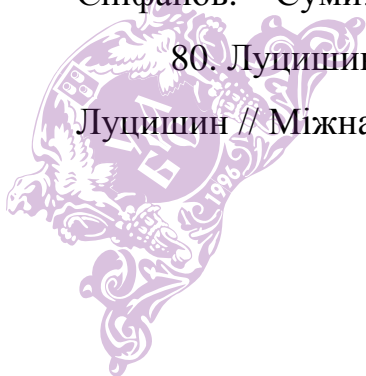
76. Ланчев Э. История фьючерсных рынков [Электронный ресурс] / Э. Ланчев. – Режим доступа : [http://www.forex.ua/fut\\_opt/hist\\_fut.shtml](http://www.forex.ua/fut_opt/hist_fut.shtml).

77. Ларин В. Г. Волатильность российского и зарубежного фондовых рынков: сравнение и анализ : автореф. дис. на соиск. ученой степени 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.

78. Ларионова И. В. Реорганизация коммерческих банков / И. В. Ларионова. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 159 с.

79. 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.

80. Луцишин З. Асиметрія і парадокс фінансової глобалізації / Зоряна Луцишин // Міжнародна економічна політика. – 2008. – № 8-9. – С 78–107.



81. Ляскин С. В. Показатель фрактральности Херста как мера относительной рыночной эффективности / С.В. Ляскин // Управление корпоративными финансами. – 2009. – №3. – С. 187–195.

82. Мазукабзова Б. Роль кредитно-дефолтных свопов в мировом кризисе / Б. Мазукабзова // Вопросы экономики. – 2009. – № 7. – С. 144–146.

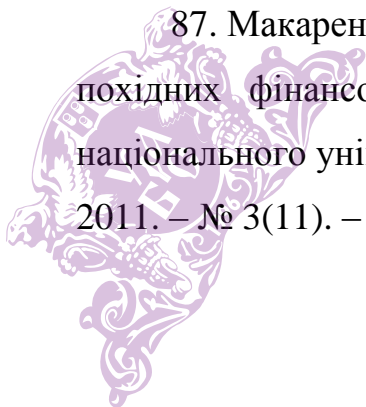
83. Майоров С. Об особенностях клринговой деятельности на финансовых рынках / С. Майоров // Биржевое обозрение. – 2011. – № 1. – С. 3–12.

84. Макаренко І. О. Визначення межі фінансової стійкості ринку похідних фінансових інструментів / І. О. Макаренко // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : збірник тез доповідей VI Міжнародної науково-практичної конференції (26–27 травня 2011 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ», 2011. – Т. 2. – С. 124–127 .

85. 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.

86. 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.

87. 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.



88. 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.

89. 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.

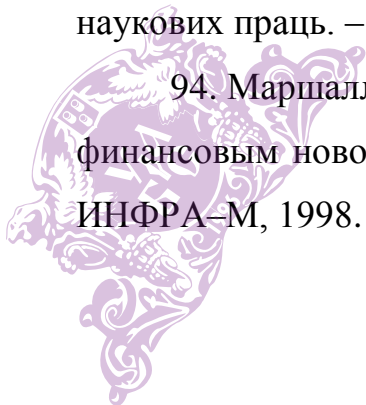
90. Макаренко І. О. Система оцінювання ринку похідних фінансових інструментів України / І. О. Макаренко // Інноваційна економіка. – 2011. – № 5. – С. 284–289.

91. 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.

92. Макаренко І. О. Фінансова стійкість ринку похідних фінансових інструментів в межах системного підходу / І. О. Макаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць ; Вип. 31 / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ», 2011. – С. 204–213.

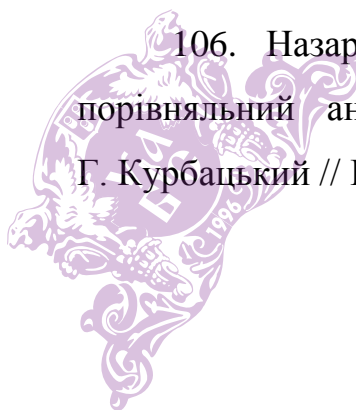
93. Макаренко І. О. Формалізація впливу факторів на фінансову стійкість національного та світових ринків похідних фінансових інструментів / І. О. Макаренко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Харків, 2011. – Вип. 1 (10), частина 2. – С. 305–312.

94. Маршалл Дж. Финансовая инженерия : Полное руководство по финансовым нововведениям : пер. с англ. / Дж. Маршалл, К. Бансал Випул. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.





95. Маслова С. О. Фінансовий ринок : навчальний посібник : – 3-є вид. / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К. : Каравела, 2004. – 344 с.
96. 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»).
97. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. – М. : Издательство «Перспектива», 1995. – 380 с.
98. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок. Тенденции и инструменты / Д. М. Михайлов. – М. : Экзамен, 2000. – 768 с.
99. Мица Ю. В. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»: стан і новели правового режиму похідних цінних паперів [Електронний ресурс] / Ю. В. Мица // Юридичний радник. – 2006. – №5. – Режим доступу : <http://www.yurradnik.com.ua/stride/ur/index.php?m=gubricator&rub=23&art=370>.
100. Мица Ю. В. Правова природа похідних цінних паперів : моногр. / Юрій Вікторович Мица. – Х. : [б. в.], 2006. – 219 с. – (Монографії).
101. Мишкін, Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків : пер. с англ. / Ф. С. Мишкін – К. : Основи, 1998. – 963 с.
102. 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.
103. Міщенко С. В. Проблеми вдосконалення саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С.43–52.
104. Мозговий О. М. Фондовий ринок : навч. посібник / О. М. Мозговий. – К. : КНЕУ, 1999. – 316 с.
105. Мусатов В.Т. США: биржа и экономика. – М. : Наука, 1985. – 224 с.
106. 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.



107. 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.
108. Науменкова С. В. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн : навчальний посібник / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, Університет банківської справи НБУ, 2010. – 170 с.
109. 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).
110. 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.
111. Основи стійкого розвитку: навчальний посібник / За заг. ред. Л. Г. Мельника. – Суми : ВТД «Університетська книга», 2005. – 654 с.
112. 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.
113. 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 .
114. 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.

115. 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.

116. 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».

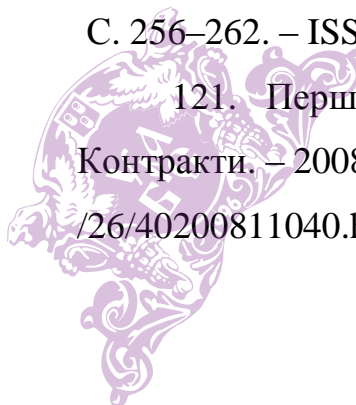
117. Остапенко І. Функції похідних фінансових інструментів в сучасних умовах [Електронний ресурс] / І. Остапенко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 1. – Режим доступу : [http://www.nbuiv.gov.ua/e-journals/znpnudps/2010\\_1/zmist.html](http://www.nbuiv.gov.ua/e-journals/znpnudps/2010_1/zmist.html).

118. 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).

119. Пересада А. А. Портфельне інвестування : навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К. : КНЕУ, 2004. – 408 с.

120. Перская В. Глобализация до и после кризиса / В. Перская // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. – 2010. – № 1 (3). – Том 1. – С. 256–262. – ISSN 2074-5370.

121. Перші жертви світової фінансової кризи [Електронний ресурс] // Контракты. – 2008. – № 40. – Режим доступу : <http://kontrakty.com.ua/show/ukr/article/26/40200811040.html>.



122. 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 2010р.) : 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.

123. 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>.

124. Примостка Л. О. Фінансовий менеджмент у банку : підручник. – 2-ге вид., доп. і перероб / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2004. – 468 с.

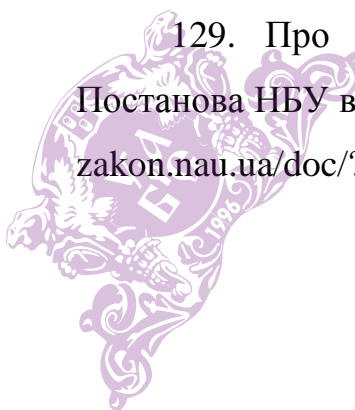
125. Примостка Л. Роль і функції строкового ринку в економічній системі / Л. Примостка, О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 16–17.

126. Примостка Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти : Монографія / Л. О. Примостка. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с.

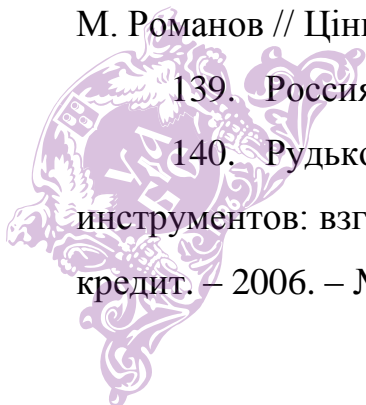
127. Про затвердження Положення про порядок реєстрації змін до правил фондової біржі щодо запровадження в обіг на фондовій біржі деривативів : Рішення ДКЦПФР від 04.08.09 р. № 884 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=069>. – Законодавство України.

128. Про затвердження Положення про порядок реєстрації змін до правил фондової біржі щодо запровадження в обіг на фондовій біржі деривативів : Рішення ДКЦПФР від 04.08.09 р. № 884 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1165.888.0>. – Законодавство України.

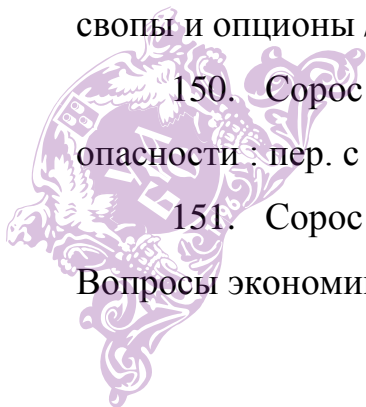
129. Про затвердження Правил випуску й обігу валютних деривативів: Постанова НБУ від 27.07.97 р. №216 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?code=v0013312-97>. – Законодавство України.



130. Про затвердження Правил випуску й обігу фондових деривативів: Рішення ДКЦПФР від 24.06.97 р. №13 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1078.1781.0>. – Законодавство України.
131. Про похідні (деривативи) : Проект Закону України від 30.05.2010 № 8576 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb\\_n/webproc4\\_1?pf3511=40500](http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?pf3511=40500). – Законодавство України.
132. Про похідні цінні папери : Проект Закону України від 21.12.2000 № 2174-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uazakon.com/document /spart36/inx36303.htm>. – Інформаційно-правовий портал Закони України.
133. Про строкові фінансові інструменти : Проект Закону України від 14.05.2002 № 4215 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rada.kiev.ua/zakon/PR1/4sk1/1/0900/0966.htm>. – Законодавство України.
134. Райнер Г. Деривативы и право / Г. Райнер. – М. : Волтерс Клувер, 2005. – 600 с.
135. 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.
136. 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>.
137. Річний звіт ПФТС за 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/2008>.
138. Романов М. Основні функції ринку похідних фінансових інструментів / М. Романов // Цінні папери України. – 2005. – № 7. – С. 23–25.
139. Россия и мир в 2010 году. – М. : ИМЭМО РАН, 2009. – 145 с.
140. Рудько-Силиванов В. В. Рынок производственных финансовых инструментов: взгляд в будущее / В. В. Рудько-Силиванов, Д. А. Федосеев // Деньги и кредит. – 2006. – № 8. – С. 29–35.



141. 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.
142. 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.
143. 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.
144. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / под ред. Е.Ф. Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАТА, 2009. – 567 с.
145. Селивановский А. Зачет, взаимозачет, неттинг? / А. Селивановский // Хозяйство и право. – 2009. – № 9. – С. 57–62.
146. Селивановский А. С. Некоторые соображения о русской ISDA / А. С. Селивановский // Хозяйство и право. – 2009. – С. 67–76.
147. 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.
148. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики / А. Скоробогатов // Вопросы экономики. – 2009. – № 12. – С. 80–97.
149. Соколинская Н. Э. Производные финансовые инструменты: фьючерсы – свопы и опционы / Н. Э. Соколинская // Банковские услуги . – 2005. – № 2. – С. 2–38.
150. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности : пер. с англ. / Дж. Сорос. – М. : ИНФРА-М, 1999. – 148 с.
151. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура / Дж. Сорос // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С.56–84.



152. Сохацька О. М. Ф'ючерні ринки як інструмент макроекономічного регулювання майбутньої економічної кон'юнктури / О. М. Сохацька // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.12: збірник наукових праць: – Суми : УАБС НБУ, 2006. – С. 25–36.

153. 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.

154. 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.

155. Сохацька О. М. Ф'ючерні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні : автореф. дис. на здобуття наук ступеня доктора екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / О. М. Сохацька. – Тернопіль, 2003. – 37с.

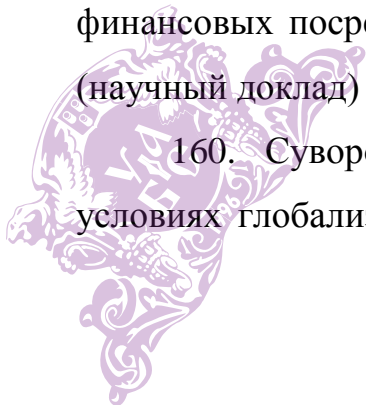
156. Сохацька, О. М. Ф'ючерні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні / О. М. Сохацька. – Тернопіль : Економічна думка, 1999. – 408 с.

157. 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).

158. 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 прогнозів. – К., 2010. – 492 с.

159. Столбов М. И. Финансы и экономическая нестабильность. Роль финансовых посредников и рынков в трансмиссии колебаний деловой активности (научный доклад) / М. И. Столбов. – М. : Институт экономики РАН, 2010. – 50 с.

160. Суворов П. В. Взаимодействие реального и фиктивного капитала в условиях глобализации : автореф. дис. на соиск. учен. степени канд. екон. наук :



спец. 08.00.01 – «Экономическая теория (общая экономическая теория)» / П. В. Суворов – М., 2007. – 25 с.

161. Суэтин А. О причинах современного финансового кризиса / А. Суэтин // Вопросы экономики. – 2009. – №1. – С. 40-51.

162. Теория организации : учебник / Под ред. В.Г.Алиева. – М. : Луч, 1999. – 416 с.

163. 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>.

164. Трунин П. В. Мониторинг финансовой стабильности в развивающихся экономиках (на примере России) / [Трунин П.В., Каменских М.В.]. – М. : ИЭПП, 2007. – 106 с. : ил. – (Научные труды/ Ин-т экономики переход. периода. № 111).

165. Фабоцци Ф. Управление инвестициями : пер. с англ / Ф. Фабоцци. – М. : Инфра-М, 2000. – 932. – (Университетский учебник).

166. 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.

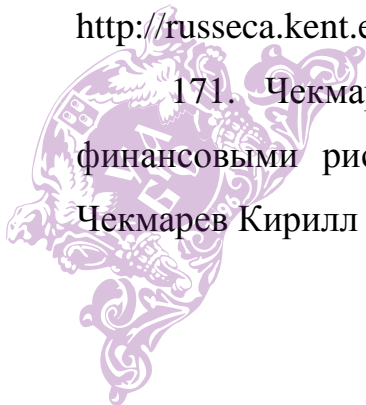
167. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: учебник / А. Б. Фельдман. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 421 с.

168. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал : пер. с англ. / Р. Дж. Хикс – М. : Издательская группа «Прогресс», «Универс», 1988. – 488 с.

169. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг : навчальний посібник / В. П. Ходаківська, О. Д. Данілов. – Ірпінь: Академія ДПС України, 2001. – 501 с.

170. 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>.

171. 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.





172. Шапран В. Депозитарна інфраструктура: світовий досвід рейтингування / В. Шапран // Цінні папери України. – 2005. – №32. – С. 8–10.

173. 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).

174. Шарп У. Инвестиции : пер. с англ. / Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. – М. : ИНФРА–М, 2001. – XII. – 1028 с.

175. Шатковская Т. Моделирование опережающих индикаторов системных кризисов банковского сектора [Электронный ресурс] / Т. Шатковская. – Режим доступа : <http://www.mmaetst.narod.ru/archieve.html>.

176. 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.

177. Шинази Г. Дж. Сохранение финансовой стабильности / Гарри Дж. Шинази // Вопросы экономики (Международный валютный фонд). – 2005. – № 36. – С. 22–25.

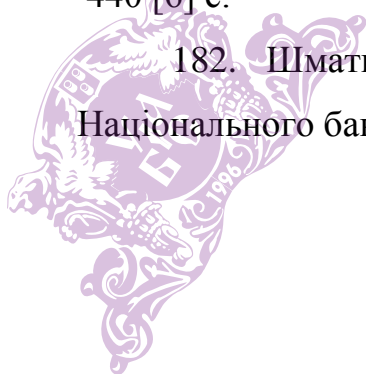
178. Шірінян Л. В. Фінансова стійкість страхових компаній та шляхи її забезпечення: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 – «Гроші, фінанси та кредит» / Л. В. Шірінян. – Х., 2007. – 20 с.

179. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія / І. О. Школьник. – Суми : Мрія : УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

180. Школьник І. О. Фінансовий ринок України в контексті розвитку світової фінансової системи : монографія / І. О. Школьник. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 98 с.

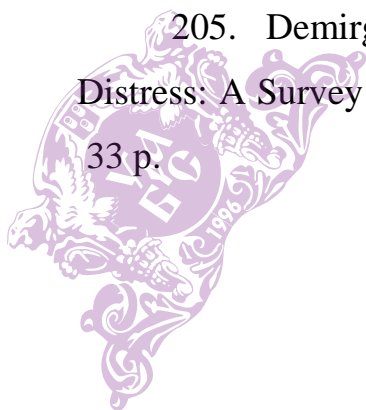
181. Школьник, І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України: дис. ... доктора економ. наук : спец. 08. 00. / Школьник Інна Олександрівна. – Суми, 2008. – 440 [6] с.

182. Шматко Н. Деривативи: оцінка і облік / Наталія Шматко // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 7. – С.43–59.



183. 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>.
184. Экономическая безопасность России: Общий курс: учебник / Под ред. В.К. Сенчагова. 2-е изд. – М. : Дело, 2005. – 896 с.
185. 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.
186. Юданов А. Ю. Секреты финансовой устойчивости международных монополий / А. Ю. Юданов. – М. : Финансы и статистика, 1991. – 191 с.
187. Ющенко В. А. Управління валютними ризиками : навчальний посібник / В. А. Ющенко, В. І. Міщенко. – К. : Знання, 1998. – 444 с. – (Вища освіта XXI століття).
188. Acharya V. V. Restoring financial stability : how to repair a failed system / Viral V. Acharya, Matthew Richardson. – Wiley finance series, 2009. – 419 p.
189. 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.
190. 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.
191. Basel Committee on Banking Supervision. Principles of Sound Liquidity Risk Management and Supervision . – Switzerland : Basel, 2008. – 44 p.
192. Benmelech E. The alchemy of CDO credit ratings: working paper / Efraim Benmelech, Jennifer Dlugosz // Cambridge: National Bureau of economic research, 2009. – № 14878. – 43 p.
193. Bernstein Peter L. Against the gods : the remarkable story of risk / Peter L. Bernstein. – Chichester : Wiley, 1996. – 383 p.
194. Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / Black Fischer; Myron Scholes // Journal of Political Economy. – 1973. – № 81 (3) . – P. 637–654.

195. Blackburn R. Finance and the Fourth Dimension / R. Blackburn // *New Left Review*. – 2006. – № 39. – P. 39–70.
196. Cao H. H. The effect of derivatives assets on information acquisition and price behavior in rational expectation equilibrium model / H. Henry Cao // *The Review of Financial Studies*. – 1999. – Vol. 12. – №1. – P. 131-163.
197. 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).
198. Champion D. A Conversation with Robert Merton: Making the Financial Markets Safe // *Harvard Business Review*. – 2009. – P. 84–85.
199. Chance D. *Essays in Derivatives: Risk-Transfer Tools and Topics Made Easy* / Don Chance. – Second edition. – New York: John Wiley, 2008. – 435 p.
200. Chapman R. The Derivative Mess [Electronic resource]. – Access : [http://www.usagold.com/derivatives\\_chapman.html](http://www.usagold.com/derivatives_chapman.html).
201. 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.
202. *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators* [Electronic resource]. – Washington D. C. : IMF. – Access : <http://www.imf.org/external/np/stafsi/eng/2004/guide/index.htm>.
203. Darby M. R. Over-the-counter derivatives and systemic risk to the global financial system / Michael R. Darby // *National bureau of economic research*. – 1994. – № 4801. – 33 p.
204. Davies R. Gambling on Derivatives Hedging Risk or Courting Disaster? [Electronic resource] / Roy Davies. – Access : <http://projects.exeter.ac.uk/RDavies/arian/scandals/derivatives.html>.
205. Demirguc-Kunt A. Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey / A. Demirguc-Kunt, E. Detragiache. – IMF Working Paper. – 2005. – 33 p.



206. 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.
207. Derivatives: Practices and Principles. – Group of Thirty, 1993. – 69 p.
208. Dodd R. The Structure of OTC Derivatives Markets [Electronic resource] / Randall Dodd // The Financier. – 2002. – Volume 9. – Access : <http://www.financialpolicy.org/dscotcstructure.pdf>.
209. Dore R. Financialization of the global economy / Ronald Dore // Industrial and Corporate Change. – 2008. – Volume 17. – № 6. – P. 1097–1112.
210. 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.
211. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Evidence // Journal of Finance. – 1970. – № 25. – P. 383–417.
212. Financial Glossary [Electronic resource]; Compiled by Campbell R. Harvey, J. Paul Sticht. – Access : <http://www.bloomberg.com/invest/glossary/bfglosd.htm>.
213. Financial stability review. December 2009 [Electronic resource] // European Central Bank, 2009 – 223 p. – Access : [www.ecb.int/pub/fsr](http://www.ecb.int/pub/fsr).
214. Finnerty J. D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview / J. D. Finnerty. – Financial management, 1988. – 688 p.
215. Foster J. B. Financialization of Capitalism / John Bellamy Foster // Monthly Review. – 2007. – № 11. – P. 8-10.
216. Frankel J.A. Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators / Frankel J.A., Rose A.K. // NBER Working Paper . – 1996. – № 5437. – 28 p.
217. 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).
218. Gordon G. Regulatory reports show 5 big banks face huge loss risk [Electronic resource] / Greg Gordon, Kevin G. Hall // McClatchy Newspapers. – Access : <http://www.mcclatchyDC.com/homepage/story/63606.html>.

219. 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.
220. Hardy D. Leading indicators of banking crises: Was Asia different? / Hardy D., Pazarbasioglu C. // IMF Working Paper. – 1998. – 28 p.
221. Hoje J. Unethical misuse of derivatives and market volatility around the global financial crisis [Electronic resource] / Hoje J. and others // Journal of Academic and Business Ethics . – Access : <http://www.aabri.com/manuscripts/09398.pdf>.
222. Hull J. C. Options, futures and other derivatives: sixth edition / John Hull. – New Jersey. : Prentice Hall, 2006. – 789 p.
223. Hurst H. E. Long-term Storage of Reservoirs. Transactions of the American Society of Civil Engineers / H. E. Hurst. – 1951. – 799 p.
224. IFSL research Derivatives 2009 [Electronic resource]. – Access : <http://www.ifsl.org.uk/output/ReportItem.aspx?NewsID=35>.
225. ISDA Derivatives Usage Survey 2009 [Electronic resource]. – Access : <http://isda.org/statistics/pdf/ISDA-Derivatives-Usage-Survey2009data.xls>.
226. Kahneman D. Prospect theory: An analysis of decisions under risk / D. Kahneman, A. Tversky. – Econometrica. – 1979. – № 47. – P. 313–327.
227. Kaldor N. Speculation and Economic Stability / N. Kaldor. – Review of Economic Studies. – 1939. – № 7. – P. 1–27.
228. 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.
229. Laeven L. Systemic Banking Crisis: A New Database / Laeven L., Valencia F. // IMF Working Papers. – 2008. – WP/08/224. – 78 p.
230. List of trading losses [Electronic resource]. – Access : [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_trading\\_losses](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_trading_losses).
231. 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).

232. Mandelbrot B. The Fractal Geometry of Nature. New York: W.H. Freeman, 1982. – 460 p.
233. Market Capitalization, Indexes: Time series of the World Federation of exchanges [Electronic resource]. – Access : <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series/>.
234. Merton R.C. Financial innovation and Economic performance / R. C. Merton // Journal of applied Corporate Finance. – 1992. – № 4. – P. 12–22.
235. Nayyar, D. Globalisation, history and development: a tale of two centuries / D. Nayyar // Cambridge Journal of Economics. – 2006. – № 30. – P. 137–159.
236. Nwaovi Godwin C. The Economics of Financial Derivative Instruments [Electronic resource] / Godwin C. Nwaovi // MPRA Paper No. 9463. – Access : <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/9463/>.
237. OTC derivatives market activity in the first half of 2008. – Bank for International Settlements [Electronic resource]. – Access : <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.
238. Peters Edgar E. Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment and Economics / Edgar E. Peters – NY. : John Wiley & Sons, 1994. – 336 p.
239. 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.
240. Quarterly review 1998-2011. – Bank for International Settlements [Electronic resource]. – Access : <http://www.bis.org/statistics>.
241. 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>.
242. Risk management guidelines for derivatives [Electronic resource] . – Bank for International Settlements, 1994. – Access : <http://www.bis.org/publ/bcbsc211.pdf>.
243. Rubinstein M. Rubinstein on derivatives : futures, options and dynamic strategies / Mark Rubinstein. – Risk Books (London, Chicago, IL), 1999. – 471 p.

244. Segura E. Emerging Capital Markets / E. Segura // Hedging Foreign Exchange Exposure Kyiv School of Economics. – 2008. – 79 p.
245. 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.
246. Stulz R. Should We Fear Derivatives? : working paper / Rene M. Stulz // National bureau of economic research. – 2004. – № 10574. – 36 p.
247. Sustainable development : World Bank glossary [Electronic resource]. – Access : <http://www.worldbank.org/depweb/english/beyond/global/glossary.html>.
248. The financial instability hypothesis by Hyman P. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. – Working Paper No. 74. – 10 p.
249. The JPMorgan / Risk Magazine : Guide to Risk Management» : 5th ed. – 2001. – 64 p.
250. Thecityuk research Derivatives 2010 [Electronic resource]. – Access : <http://www.thecityuk.com/what-we-do/the-research-centre/reports.aspx>.
251. Thecityuk research Hedge Funds 2010 [Electronic resource]. – Access : <http://www.thecityuk.com/what-we-do/the-research-centre/reports.aspx>.
252. Thorbeeke W. Financial Derivatives: Harnessing the benefits and containing the dangers / W. Thorbeeke : Working papers № 145. – George Mason University, 1995. – 25 p.
253. Transparency and over-the-counter derivatives: The role of transaction transparency / ISDA research notes. – 2009. – 10 p.
254. Tversky A. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases / A. Tversky, D. Kahneman. – New York: Cambridge University Press, 1982. – 544 p.
255. Wellink N. Basel Committee initiatives in response to the financial crisis [Remarks by Dr Nout Wellink, President of the Netherlands Bank and Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision, before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament (ECON)]. – Brussels, 30 March 2009. – 4 p.
256. 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).

257. 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).



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