

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

ЗВІТ

(проміжний)

**ЗА ТЕМОЮ «РЕФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ
УКРАЇНИ В УМОВАХ ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ»**

(НОМЕР ДЕРЖАВНОЇ РЕЄСТРАЦІЇ 0109U006782)

про науково-дослідну роботу

**«ПРОБЛЕМИ Й ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ТА ІНТЕГРАЦІЇ
ІНСТРУМЕНТІВ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ»**

СУМИ – 2011

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ: СУТНІСТЬ, ЕТАПИ РОЗВИТКУ ТА РЕГУЛЮВАННЯ	
1.1. Економічна сутність, класифікація та етапи розвитку похідних фінансових інструментів	6
1.2. Основні етапи розвитку ринку похідних фінансових інструментів	25
1.3. Нормативне регулювання ринку похідних фінансових інструментів	30
РОЗДІЛ 2. СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ В УКРАЇНІ	
2.1. Аналіз стану світового та вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів	45
2.2. Проблеми і перспективи становлення ринку похідних фінансових інструментів	56
РОЗДІЛ 3. НАУКОВО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО РОЗВИТКУ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ	
3.1. Методологічні підходи до облікових аспектів похідних фінансових інструментів в національній системі обліку	77
3.2. Стан і перспективи розвитку інформаційного забезпечення біржового ринку похідних фінансових інструментів	89
3.3. Методичні підходи до прогнозування цін на біржові інструменти	111
ВИСНОВКИ	136
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	142
ДОДАТКИ	158

ВСТУП

Світовий ринок похідних фінансових інструментів – невід’ємна частина глобального фінансового ринку, який почав розвиватися особливо швидкими темпами з початку 70-х років ХХ століття – після лібералізації світової валютної системи та переходу до плаваючих курсів.

За останні роки значення таких інструментів значно зросло. Обсяг торгівлі ПФІ на сьогодні значно перевищує обсяг світового ВВП, а темпи її зростання на міжнародних ринках є одними з найвищих. Слід відзначити, що поряд з кількісними характеристиками ринків похідних фінансових інструментів (далі – ПФІ) значне зростання демонструє і видове різноманіття цих інструментів, що втілюється в окремий науково-практичний вид діяльності – фінансовий інжиніринг, тісно пов’язаний з структурованими, гібридними і синтетичними їх видами.

З урахуванням інтеграційних намірів України, ринкового спрямування її реформ, побудова ефективного фінансового ринку і особливо його строкового сегменту є першочерговим завданням.

Більш прискорений розвиток похідних інструментів в Україні міг би бути одним з чинників стимулювання товарного й фінансового ринків, що сприяло б формуванню ринкових інструментів управління ризиком та механізмів біржової торгівлі, створенню сучасного ринкового механізму ціноутворення, підвищення інвестиційної привабливості України. Проте виконання цього завдання ускладнюється відсутністю розвинутого ринку деривативів в Україні, недостатньою психологічною підготовленістю суб’єктів господарювання до виконання операцій з деривативами, а також низькою зацікавленістю банків виступати у ролі фінансових посередників на даному ринку.

Теоретико-методологічні основи проведення операцій з деривативами були закладені у фундаментальних працях західних економістів, таких як Дж. М. Кейнс, Дж. Хікс, Н. Калдор, І. Фішер, та ін. Серед сучасних зарубіжних

вчених, що працюють над питаннями фінансових інструментів, можна назвати Дж. Маршалла, В. Бансала, М. Озіуса, Дж. Фіннерті, К. Редхеда, С. Х'юза, нобелівських лауреатів Ф. Блека, Р. Мертона, М. Мілера, Ф. Модільяні, В. Шарпа, М. Шоулза.

У числі російських науковців, що займаються проблематикою ПФІ відомі імена А. Буреніна, А. Фельдмана, Я. Міркіна, В. Рудькова-Силіванова. На вітчизняному просторі дослідженням теорії фінансових інструментів розпочали займатися порівняно недавно, і з огляду на багатофункціональність деривативів, вони стали предметом різних за тематикою наукових розробок. Так, В. Ющенко і В. Міщенко аналізують деривативи як засіб управління валютними ризиками, О. Мозговий – у процесі дослідження ринку цінних паперів, О. Шаров – у контексті банківської діяльності. Глибокі теоретичні дослідження сутності ПФІ, основ функціонування ф'ючерсних ринків в Україні і світі були проведені, О. Сохацькою. Що стосується безпосередньо обліку ПФІ, то доробок наших вчених представлений в основному працями Л. Примостки та Л. Кіндрацької, яка розглядає облік ПФІ в банківській сфері.

РОЗДІЛ 1

ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ: СУТНІСТЬ, ЕТАПИ РОЗВИТКУ ТА РЕГУЛЮВАННЯ

1.1. Економічна сутність та класифікація похідних фінансових інструментів

Категорія ПФІ є неоднозначною в сучасній науковій думці. З поглибленням глобалізаційних процесів, зростання обсягів фіктивного капіталу, втіленого в цих інструментах на світових ринках, ймовірного негативного впливу на світову фінансову стабільність, дискусія щодо сутності і ролі ПФІ та їх ринків в майбутній фінансовій архітектурі посилилась.

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

Більш того, розглядаючи одні і ті ж фінансові інструменти (форварди, ф'ючерси, опціони, свопи тощо), науковці використовують різні терміни для позначення їх економічної категорії: «строковий контракт», «деривативи», «похідний інструмент», «похідний фінансовий інструмент», «похідний фінансовий контракт», «похідний цінний папір», «похідний інструмент на основі контракту», «інструмент хеджування», «фінансові деривативи» тощо. Така ситуація призводить до існування різних підходів до їх безпечного застосування і можливого впровадження в Україні.

За своєю лінгвістичною суттю «деривативи» (з лат. *Derivatus* – відведений, похідний) є англомовним синонімом терміну, що використовується на західних ринках і має те ж саме семантичне значення, що і похідні інструменти. Можна стверджувати, що поняття «деривативи» і «похідні фінансові деривативи» є словами синонімами відповідно поняттям

«похідні інструменти» і «похідні фінансові інструменти». Аналогічне тлумачення зберігається і у групі романо-німецьких країнах: у Німеччині – *Derivativ, das Derivativum* та англійською *Derivative*, що в обох випадках означає «похідний». Крім того, на німецькому фінансовому ринку застосовують ще один термін «угоди на різницю» – *Differenzgeschäften*.

Серед авторів-науковців як і в українському законодавстві немає єдиної думки щодо назви категорії «похідні фінансові інструменти» та інструментів, які вона охоплює. Одні з них розглядають лише строковий аспект її визначення, інші – мету, значення цих інструментів та їх похідні властивості.

Так, ряд вітчизняних та російських авторів розглядають похідні фінансові інструменти тільки з формальної точки зору, надаючи вузьке та широке значення трактуванню дефініції «похідні інструменти/похідні фінансові інструменти» (деривативи/фінансові деривативи).

Зокрема, В.А. Галанов, В.І. Басов зазначають, що у вузькому значенні похідні інструменти - це строкові 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 висуваються учасниками ринку [83, с. 155]. Дане визначення поєднує в собі декілька підходів та ознак: похідність, функціональність, ефективність, що дозволяє узагальнити суть даного інструменту.

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

– формальний:

1) надання широкого узагальненого широкого визначення даним інструментам (вітчизняні та російські автори);

2) вузьке визначення сутності ПФІ (зарубіжні автори) і перерахунок існуючих прикладів ПФІ (західні нормативні джерела);

– змістовний:

1) строковий – підкреслення часового лагу між датами укладання контракту і розрахунків за ним (ознака строковості);

2) вартісний – акцент на залежності вартості ПФІ від вартості базових активів (ознака похідності) – переважно зарубіжні науковці

3) функціональний – особлива увага у визначеннях надається ролі і функціям ПФІ (вітчизняні та російські автори).

Таблиця 1.1

Трактування категорії ПФІ у науковій літературі

№ з/п	Автор	Визначення терміну
1	Бланк І. А.	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 [8, с. 532]
2	Буренін А. М.	Строковий контракт (похідний актив) – угода про поставку базового активу на визначених умовах в майбутньому [9, с. 164].
3	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 [19]
4	Галанов В. А., Басов В.И.	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 висуваються учасниками ринку [83, с. 155].
5	Дегтярьова О. І.	Похідні цінні папери – будь-які цінні папери, що засвідчують право власника на покупку або продажу цінних паперів: акцій, облігацій, державних боргових зобов'язань [82, с. 56].

Продовження таблиці 1.1

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 [51, с. 164].
7	Пересада А. А.	Похідний фінансовий інструмент – це строкова угода, яка передбачає постачання активу по завершенні визначеного терміну [65, 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 [70, с. 7].
9	Рудько-Силиванов В.В.	Производный финансовый инструмент – контракт, стоимость которого является производной от стоимости одного или нескольких лежащих в его основе активов (базисных активов) [80].
10	Фельдман А. 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) [93, 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 [7, 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 [49, с. 307; 10, с. 17; 111; 125, с. 1]
13	Ф. Фабоцці	Похідні інструменти – контракти типу опціонів і ф'ючерсів, які є похідними від цін базового активу [92]
14	М. Рубінштейн	Дериватив – угода між двома сторонами, що установлює дату і вартість базового активу і згідно якого платежі будуть здійснені між цими сторонами [142, 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 облігація [39, 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 [146].

Продовження таблиці 1.1

17	Глосарій МСФЗ	ПФІ (Derivative financial instruments) – фінансові інструменти, такі як фінансові опціони, ф'ючерсні, форвардні контракти, валютні і відсоткові свопи, створюють права та зобов'язання, виконання яких приводить до передачі від однієї сторони ФІ до іншої одного чи більше фінансових ризиків, притаманних базисному ФІ від однієї сторони контракту про цей інструмент до іншої [57, с. 1151].
18	МСБО 39	<p>Похідний інструмент – фінансовий інструмент або інший контракт у межах сфери застосування стандарту, що має усі 3 характеристики:</p> <ul style="list-style-type: none"> – 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 [57, 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 [108].

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, ми не погоджуємося з визначенням І. А. 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.

Окреме зауваження маємо і до визначення строкового інструменту (похідного активу), наданого А. М. Буреніним, оскільки ПФІ є лише окремим класом строкових інструментів, і крім того, можуть виступати у вигляді фінансового зобов'язання, а не лише активу. Дефініція, запропонована Дегтярьовою О. І. охоплює не лише ПФІ, але й такий вид інструментів як

варрант (документ, що засвідчує право власника на придбання цінних паперів), а дефініція А. А. Пересади – містить дещо некоректну з нашого погляду ознаку ПФІ – завершення угоди поставкою базового активу, що було характерно перш за все для похідних товарних інструментів, а 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 функціонального підходу увага приділяється такій функції ПФІ як перерозподіл 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 [14].

Зарубіжні фахівці, зокрема Дж. Ф. Маршал, В. К. Бансал, С. Вайн, А. Чизхолм, Дж. Холл, 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 таблиці 1.1 визначення Ради з Міжнародних стандартів фінансової звітності, Комісії зі строкової торгівлі США засновані на перерахунку складу інструментів, що відносяться до похідних або ж їх базових активів. У такий же описовий спосіб здійснена спроба визначити перелік інструментів, що відносяться до похідних у Директиви 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, включаючи 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.

Відсутність єдності щодо визначення поняття ПФІ, що може пояснюватися порівняно нетривалим їх вивченням у світовій фінансовій науці (з 30-х рр. ХХ ст.) і відповідно відставання вітчизняної у певній мірі є вирішальною у тому, що й до цього часу не було створено єдиних погляду як з боку учасників ринку, так і регуляторів на сутність і перелік ПФІ.

Разом з тим аналогічно не існує повної ясності у співвідношення термінів “ПФІ”, “фінансові інструменти”, “строкові (термінові) угоди (інструменти)”, «похідні цінні папери», «інструменти управління ризиком».

Російський вчений А.Н. Буренін ототожнює поняття строковий ринок та ринок похідних фінансових інструментів і відповідно під ПФІ розуміє строкові угоди. Прихильником такого підходу є й І. Дарушин [21]. Жуковська М. В., наводячи визначення ПФІ за методологією МСФЗ підкреслює сутність цих інструментів як похідних цінних паперів в своїй однойменній праці [24]. Михайлов Д.М. визначає дериватив як фінансовий інструмент чи операцію, що дозволяє знижувати ризики, тобто у якості інструмента управління ризиком [54]. Фельдман А. Б. 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. Подібними є думки й інших авторів.

Відзначаючи цінність вказаних визначень, на нашу думку слід чітко розмежовувати категоріально-понятійні аспекти сутності ПФІ, що схематично зображені на рисунку 1.1. У процесі встановлення співвідношення поняття «ПФІ», «фінансові інструменти», «строкові інструменти» поняття «ПФІ» є вузким і безумовно включається до фінансових інструментів як одна із їх класифікаційних груп, у другому – зазвичай ПФІ є строковими угодами. Їх виконання 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).

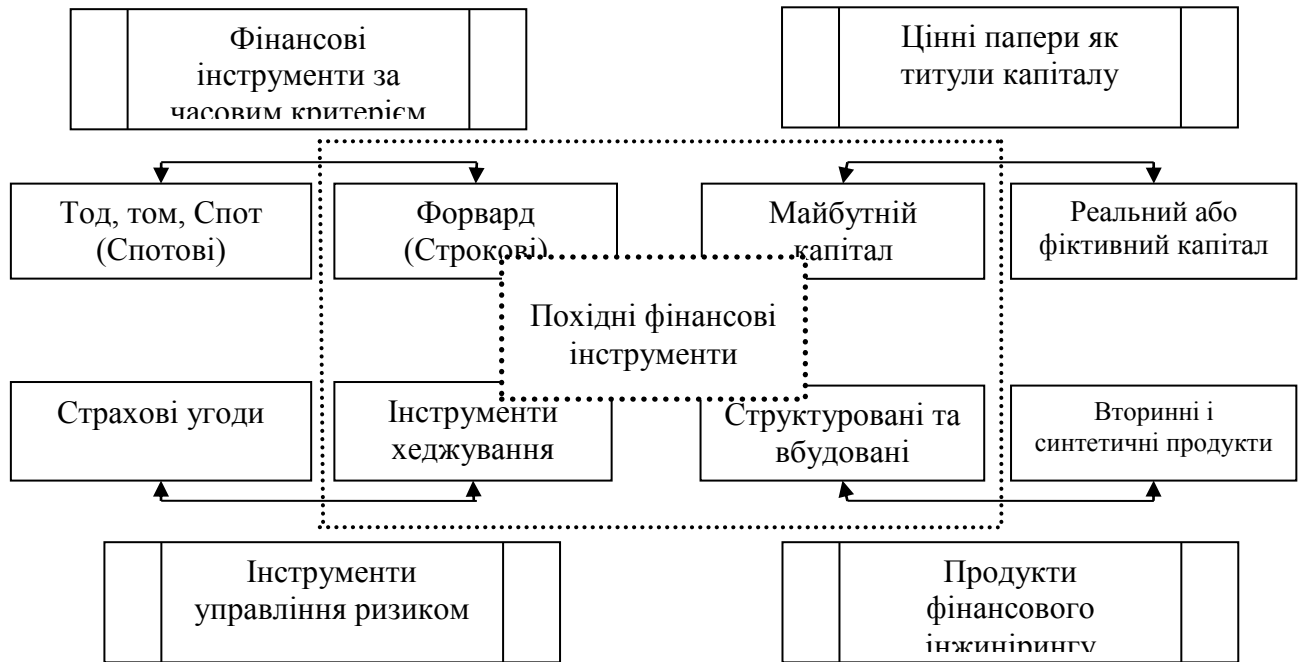


Рисунок 1.1. Категоріально-понятійні аспекти сутності ПФІ

Не зважаючи на подібність в організації обігу і специфіки торгівлі ПФІ та цінних паперів, досить важко також погодитися з думкою авторів, які ототожнюють поняття «ПФІ» та «похідні цінні папери» в силу їх сутнісних, формальних та функціональних відмінностей. Перш за все цінні папери виступають титулами реальних прав власності, титулами реального чи фіктивного капіталу, у той час як ПФІ можна назвати титулами лише майбутнього капіталу виходячи із ознаки строковості. Відмінними рисами ПФІ є також їх бездокументарна форма та обмежена правилами біржі стандартизація (тільки для біржових ПФІ) та функції управління ризиком на протигагу законодавчо встановленій формі цінних паперів з фіксованою кількістю реквізитів і функції залучення капіталу для цінних паперів [83, с. 35-37; 9].

Слід також зазначити, що ПФІ є лише окремим видом інструментів управління ризиком, який відрізняється від тих же страхових угод симетричними наслідками реалізації стратегій хеджування, наявністю права відмовитись від угоди (у випадку опціону) та нижчою вартістю [68, 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 строкової угоди буде отримано прибуток, який компенсує збитки від несприятливої зміни ринкової ціни базового

ПФІ одночасно можуть бути як власне кінцевим продуктом процесу конструювання структурованих фінансових продуктів, так і включатися як окремий блок у цей продукт чи бути вбудованими в механізм непохідної основної угоди (приховані опціони на акції в бонусних програмах виплат працівникам). 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).

У випадку з вторинними інструментами (АДР, ГДР, фондовими варрантами), 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.

Отже, 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 (ознака похідності);
- 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 МСБО);

– максимальний дохід порівняно з іншими фінансовими інструментами при мінімальних інвестиціях завдяки механізму левериджу;

– відтворення потоків капіталу – забезпечення безперервності фінансових потоків на світових фінансових ринках [77];

– відсутність внутрішньої вартості ПФІ, найчастіше під час укладання, з облікової точки зору, 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;

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 1.2.

На нашу думку, наведені критерії є основними і дають уявлення про типологізацію ПФІ з різних точок зору, хоча деякі науковці скорочують або доповнюють список типів ПФІ та їх критеріїв на власний розсуд. В. В. Гоффе, наприклад, у своїй праці побудувала досить розширену класифікацію деривативів: залежно від особливостей хеджування їх запропоновано поділити на три великі класи: лінійні синтетичні цінні папери (кошик активів, спред); залежні від часу безумовні деривативи (лінійні або квазі-лінійні, нелінійні); нелінійні вимоги, залежні від обставин (опціони та іпотечні деривативи) [19, С. 9].

Таблиця 1.2

Класифікація ПФІ

№ з/п	Ознака класифікації	Види ПФІ
1	За економічною сутністю і призначенням	–форвард; –ф’ючерс; –опціон; –своп
2	Складність інструменту (складність просування)	–прості (plain, vanilla); –складні (exotic); –структуровані, гібридні, синтетичні
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: 1) біржові: ф’ючерс і опціон; 2) не біржові: форвард; –угоди засновані на договорі міни (обміну) – свопи [73];

Так, А. М. Балабушкін до числа ПФІ відносить лише форварди, ф’ючерси та опціони, А. В. Безп’ятов відзначає існування ф’ючерсів, опціонів та свопів, зауважуючи, що форвард є формою ф’ючерса на позабіржовому ринку [5, с. 2; 6, с. 7]. І так як у більшості досліджуваних праць автори підтримують розподіл на ПФІ на такі типи як форвард, ф’ючерс, опціон і своп (Р. Колб, Л. О. Примостка, Джон Ф. Маршал, Випул К. Бансал, І. А. Бланк та ін.) детально розглянемо ці типи ПФІ (табл. 1.3)

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, структуровані, синтетичні, вбудовані); а також в межах названих простих, виділяють базові та екзотичні.

В межах наведеної 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).

Таблиця 1.3

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 прийнятного 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: [70]

На відміну від простих ПФІ, що в своїй основі мають базові активи, належних до одного ринку, гібридні цінні папери можна визначити як такі цінні папери, конструкції яких суміщають у собі компоненти деяких

елементарних ринків: процентних інструментів, валютного, фондового, тощо [49, с. 512]. 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” [49, 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 «кзп» і «флор», вбудовані в основний договір, що має форму боргового інструменту, за умови, що ставка виконання опціону «кзп» 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.

У «Базовому курсі цінних паперів», за яким здійснюється підготовка до базового іспиту для здобувачів кваліфікаційних атестатів Федеральної комісії з ринків цінних паперів виділяють п'ять видів ПФІ; опціони, ф'ючерси, варранти, депозитарні розписки (глобальні та американські) та конвертовані облігації [4, с. 109-110]. Відповідно варранти, депозитарні розписки

(свідоцтва чи сертифікати) та конвертовані облігації відносяться до гібридних цінних паперів (вторинних), що представляють титул власності на цінні папери [83].

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 [11]. 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.) [13].

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 таблиці 1.4.

Варто відмітити, 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).

Таблиця 1.4

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

Проте які б критерії класифікації не були названі у наукових працях, на нашу думку, найбільш істотними для визначення ознак віднесення інструментів до класу ПФІ є виконувані ними функції, що у сукупності з ознаками вирізняють їх серед різноманіття фінансових інструментів.

Поряд із тлумаченням поняття ПФІ, формулювання їх ознак та підходів щодо їх класифікації у визначенні функцій цих інструментів вітчизняні і зарубіжні науковці також не відпрацювали. Серед усього різноманіття

функцій, які, на нашу думку, можна розподілити за взаємопов'язаними рівнями їх виконання на макро- і мікро- рівень (рис. 1.2) вченими в основному акцентується увага на інформаційній – як інструменту формування раціональних очікувань економічних агентів в умовах інформаційної прозорості ринку; хеджування ризиків – зменшення ризиків одного з учасників ринку шляхом перерозподілу його між іншими та спекулятивній 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 у відношенні до валютних ПФІ [44].

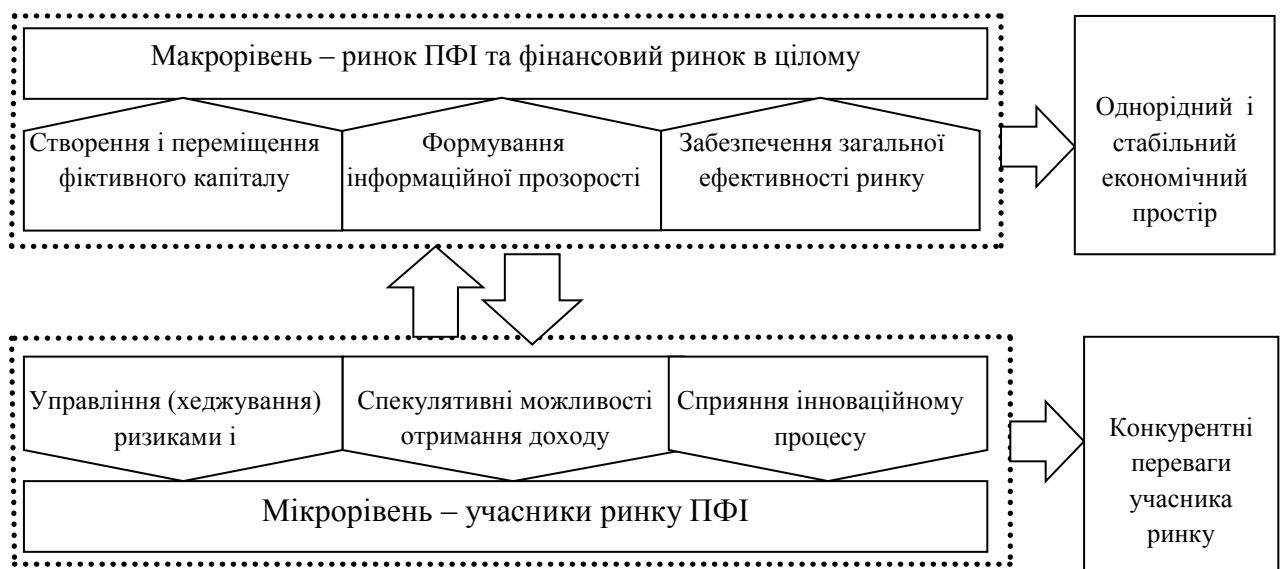


Рис. 1.2. Функції ПФІ

Інформаційну та спекулятивну функцію детально розглядали у своїх працях Дж. М. Кейнс та Дж. Хікс за допомогою них обґрунтовуючи гіпотезу про ефективність 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 стабілізації ринку [36, 94]. З поєднанням спекулятивної та інформаційної функції ПФІ вони трансформуються у ще

одну функцію макrorівня – 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 вищу норму дохідності, ніж на ринках базових інструментів, в основі якої лежить більш високий рівень левериджу.

На наш погляд, виходячи з сутності і основних ознак відсутності внутрішньої вартості ПФІ а також відтворення потоків капіталу та поділяючи точку зору А. Б. Фельдмана [93, 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 по відношенню до реального виробничого капіталу та фіктивного капіталу, втіленого в цінних паперах і не призводить до переміщення реальних цінностей. 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 дозволяли 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: зворотне підвищення їх інформаційної прозорості та обсягів, отримання додаткових переваг учасників ринків базових активів з придбанням похідних на них. Взаємозв'язок базових та відповідних строкових ринків активів, зокрема між спотовими та ф'ючерсними цінами, що підтверджує вказану тезу довів Н. Калдор, що стояв біля витоків теорії строкового ринку поряд з Дж. Кейнсом та Дж. Хіксом [131].

Стосовно функцій мікрорівня, крім згаданих спекулятивної і хеджувальної функції деякі автори стверджують про необхідність

виокремлення інноваційної функції ПФІ [116; 54, с. 94]. Створення нових продуктів в рамках процесу фінансового інжинірингу, наприклад інвестиційних банків, свідчить про те, що ПФІ можуть бути джерелом інновацій, що разом з виконанням ними інших мікрофункцій дозволяє формувати більш вигідну конкурентну позицію економічних агентів – учасників ринків, 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 та стабільна позиція на ринку;
- отримання додаткового доходу від спекуляцій з ПФІ – залучення дешевих джерел фінансування.

Погоджуючись з думками Кісельова М. та Дарушина І., хотілося б наголосити, що серед названих функцій, незважаючи на рівні оперування, первинною щодо інших є функція хеджування ризиків за допомогою ПФІ, адже первісно похідні інструменти були винайдені для мінімізації ризиків виробників реального товару, а згодом були перенесені у фінансову сферу [37, 21]. Відповідно функція створення фіктивного капіталу, спекулятивна та ін. є вторинними і взаємодоповнюючими. Поряд з цим можна не погодитися з іншими функціями, що були названі Кісельовим М., зокрема підвищення ліквідності і ефективності фінансового ринку, відстрочки платежу і поставки, полегшення розміщення капіталу, формування оптимального інвестиційного портфелю, оскільки ці функції є проявом ознак ПФІ або ж 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 та спекулятивна функція в сукупності з інноваційною.

Основні позитивні якості ПФІ зумовлені їх функціональною роллю як інструмента управління ризиком і як інструмента підвищення інформаційної прозорості та однорідності економічного простору, його інноваційної складової. Серед них можна назвати наступні:

1. 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) завжди завершується офсетною угодою, що пов'язує позиції на ринку базових активів та ринку відповідних похідних.
2. 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, в свою чергу, призводить до кращого розміщення ресурсів в фінансовій системі і економіці загалом [101, 145].
3. Належне використання ПФІ сприяє згладжуванню кризових явищ у довгостроковій перспективі через покращення механізмів управління ними сукупністю економічних агентів.
4. Поряд з позитивними можливостями ПФІ у разі їх неналежного застосування можуть проявитися їх негативні риси, що проявляються 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. Крім того, для здійснення операції потрібні незначні транзакційні витрати, що можуть призвести як до зростання доходів, так і ризиків [85]. 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 сектору економіки в капіталі і фіктивного спекулятивного капіталу;

- забалансовий характер операцій з ПФІ – за відсутності належної системи обліку і внутрішнього контролю та не застосування кращої методології обліку спотворюється реальний фінансовий стан учасника ринку і неадекватно оцінюються ризики, пов'язані з ним.
- при втраті фінансової стабільності 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) призводить до труднощів в інших компаніях, сегментах чи фінансовій системі в цілому.

1.2 Основні етапи розвитку ринку похідних фінансових інструментів

Сучасні ПФІ, включаючи їх досить широку класифікаційну різноманітність – від простих форвардних, ф'ючерсних та опціонних контрактів до складних структурованих і синтетичних фінансових інструментів (фінансових продуктів) пройшли тривалий еволюційний шлях.

Походження похідних інструментів можна віднести до часу виникнення торгівлі і перших організаційних ринкових утворень (*Collegia mercatorum* – регулярних зборів купців Стародавньої Греції, *Fora vendalia* – ринків розпродажу в Римській імперії). Першими з таких інструментів у названих країнах з'явилися угоди з відстрочкою платежу (прообрази сучасних строкових угод), так відомий грецький філософ і математик Фалес з Мілета заробив свій статок саме на них [47].

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.

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 одні 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 [20]. З Голландією пов'язано і виникнення перших строкових угод і похідних інструментів на квіти: у XVII ст. виробники тюльпанових цибулин використовували термінові і опціонні угоди для захисту від сезонних та цінових коливань на свій товар.

У звичайному для нас розумінні ф'ючерсні контракти вперше з'явилися в Японії в першій половині XVIII ст. Тоді в місті Осака в 1710 р. на рисовій біржі «Дояма» замість пакунків з рисом для зручності були введені рисові купони, на майбутній урожай.

З початком колонізаційних процесів, активного розвитку набули товарні ринки США, що беруть свій початок з 1752 р., і ринки строкової (ф'ючерсної) торгівлі з поч. XIX ст. З того часу вони і до сьогодні не залишають своїх лідируючих позицій серед подібних ринків в усьому світі.

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. Перший зареєстрований контракт датується 13 березня 1851 року. Цей контракт був розміщений на 3 тисячі бушелів

(близько 75 т) кукурудзи з постачанням в червні за ціною за 1 бушель нижче на 1 цент, ніж станом на 13 березня [90].

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 році 82 купці організували центральну ринкову установу – товарну біржу Чикаго. У 1865 році на ній 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.

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 [45].

Вперше організована торгівля опціонами була введена на Паризькій фондовій біржі в 1965 р. В подальшому ця ініціатива була підтримана в США, зокрема на Чиказькій фондовій біржі. Разом 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 товарним ФІ, світові позиції починають активно завойовувати ПФІ. Так, з травня 1972 на чиказькій біржі було розпочато торгівлю іноземною валютою і був випущений перший фінансовий валютний ф'ючерс у 1975 р. – перший процентний ф'ючерс та була організована Клірингова корпорація з опціонів [75]. У той же час з хвилею банківських банкрутств і зростанням кредитних ризиків пов'язують появу перших кредитних ПФІ [38].

У 1982 році було здійснено ще одне нововведення в ринковій торгівлі – опціони на ф'ючерсні контракти та ф'ючерси на індекс курсів акцій. Опціони на ф'ючерсні контракти під облігації держказначейства США почали практикуватися з жовтня 1982 року на товарній біржі Чикаго як частина експериментальної урядової програми. Успіх цього контракту відкрив перспективи для опціонів на сільськогосподарських і інші фінансові ф'ючерсні контракти (операції), першими з яких були опціони ф'ючерсних контрактів на сою і кукурудзу відповідно в 1984 і 1985 рр. У 1984 на чиказькій біржі також було вперше запущено опціон на відсоткові ставки. Наприкінці 1980-х рр. з'являється ще один інструмент ринку ПФІ – своп (простий дефолтний, своп на активи, валютний та ін.) [38].

Драматичні події на світових ринках акцій і облігацій восени 1987 р. спричинили дискусію про користь і шкоду ПФІ. Проте попри окремі негативні приклади застосування ПФІ, обсяги торгівлі ними на сьогодні значно перевищують обсяги торгівлі товарними інструментами.

В даний час ПФІ торгують:

– у США на біржах Чикаго, де зосереджено близько 50% всього світового обороту ПФІ; нью-йоркській електронній біржі Тихоокеанській біржі, біржах Бостона і Філадельфії. Основні види ПФІ, що котуються на цих біржах наведені в додатку Л [96];

– у Великобританії на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів (відкрита у 1982 р.);

– у Росії, де торгівля ф'ючерсами і опціонами почалася на поч. 1990-х років і зараз найбільший її оборот проходить в Терміновій секції Російської торгової системи (FORTS), створеної 19 вересня 2001 року;

– на Європейській біржі, утвореній у 1998 внаслідок злиття Шведської біржі деривативів (з 1986 р.) з Німецькою біржею, яка в 1999 р. випередила за обсягами торгів ПФІ чиказькі біржі завдяки інноваційній системі електронних торгів [97];

- на біржах азіатсько-тихоокеанського регіону: токійській, біржах країн нової індустріалізації першої хвилі;
- на організованих ринках країн Латинської Америки [143].

Підсумовуючи сказане в розвитку ПФІ можна виділити наступні етапи, представлені на рисунку 1.3.

Аналізуючи становлення ринку ПФІ в Україні, слід сказати, що за всі роки реформ воно так і не відбулося, укладання угод з ними систематично не практикується ні на біржових, ні на позабіржових ринках [64].

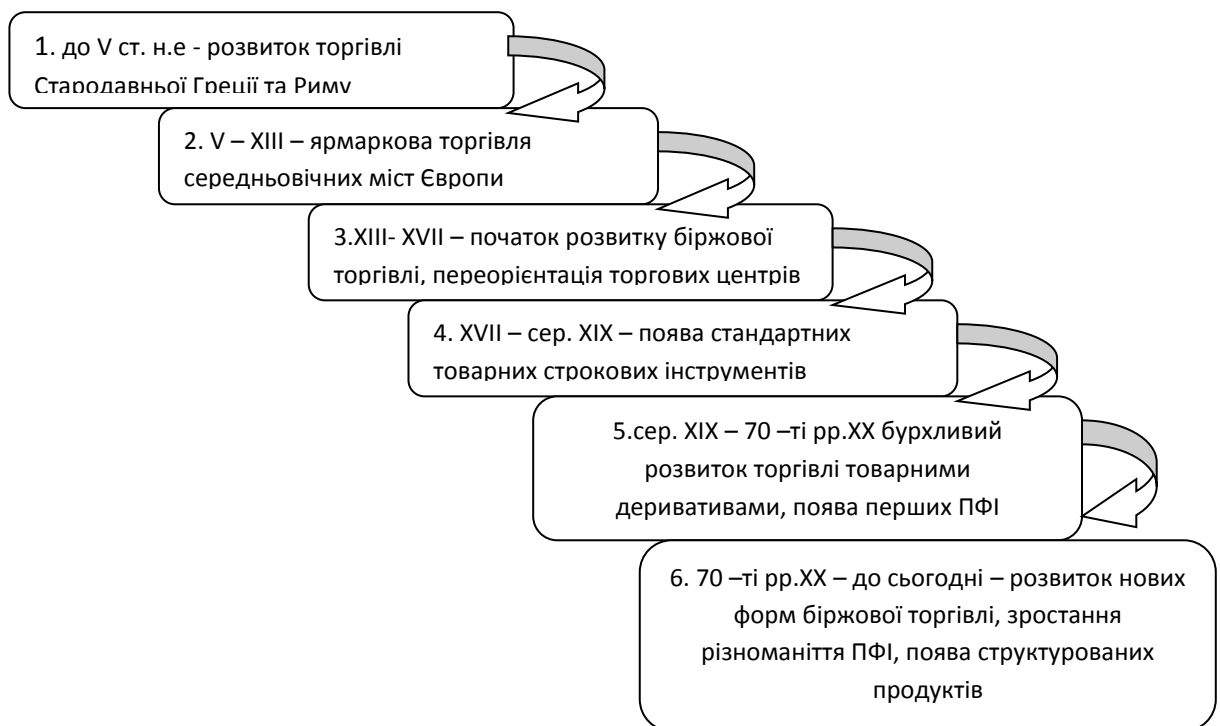


Рис. 1.3. Етапи розвитку ПФІ

Таким чином, ринок ПФІ є невід’ємною частиною як національного, так і глобального фінансового ринку. Його роль є досить значною в умовах цінової невизначеності і зростання ризиковості діяльності суб’єктів господарювання і полягає в створенні механізмів хеджування ризиків і отримання спекулятивних прибутків з використанням ПФІ. У той же час ні в світовій, ні в вітчизняній науковій думці та нормативних актах не існує

єдиної думки щодо визначення даної категорії та її класифікації. Проте вивчення проблем ринку ПФІ присвячені ряд моделей теорії ігор, довгострокового прогнозування поведінки ринку, перспективного нейронного прогнозування. І на сьогодні ПФІ пройшли тривалий еволюційний шлях від звичайних угод з відстрочкою платежу, що уклалися в країнах Стародавнього Світу до сучасних високоефективних інструментів, що обертаються у найбільших біржових центрах світу. Однак, вітчизняний ринок ПФІ з часів реформ поки що не увійшов до світової фінансової системи. Причинами цього стали фрагментарність, безсистемність вивчення окремих аспектів цієї складної проблематики з одночасними спробами їх впровадження у біржову торговельну практику (1994, 1995, 2003 роки), які не мали успіху, недосконалість і незавершеність законодавства, відсутність необхідної інфраструктури.

1.3 Нормативне регулювання ринку похідних фінансових інструментів

Сучасна 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 кризових явищ і, на нашу думку, мати вектор розвитку, направлений на посилення регулювання ринків ПФІ зокрема і глобального фінансового ринку в цілому.

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 організації, у той час як 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 регуляторних органів у функціонування фінансових інститутів, створення загальних умов для їх діяльності, обмеження рівня системного ризику.

Лібералізація фінансових систем окремих країн в 80-ті рр. XX ст. за першим підходом сприяла бурхливому поширенню ПФІ, дерегулювання спричинило появу фінансових інновацій, втілених у продукти фінансового інжинірингу і відповідно стало одним з економічних передумов розвитку ринків ПФІ, що розповсюдилися до глобального масштабу. Загальносвітова тенденція щодо втрати регулятивних органів контролю за рухом капіталу, у т.ч. на ринках деривативів проілюстрована оцінками фахівців, за якими менше 30% фінансових ринків країн «Великої Сімки» контролюються державою або підпорядковані державними інтересам. Разом з цим, масштаб і обсяги ринків ПФІ, їх неналежне використання висувають потребу у перегляді підходів до необхідності їх регулювання.

Відповідно можна назвати особливі вимоги, що стоять перед регулювання ринків ПФІ поряд з загальним регулюванням фінансових ринків, що впливають із сутності та специфіки ПФІ, а саме:

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

- значне видове різноманіття ПФІ диктує потребу в універсальних і комплексних вимогах щодо їх регулювання;

- особливої уваги регуляторів потребують методики і моделі оцінки 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 асиметричності інформації зобов'язують регуляторні органи переглянути межі системного ризику, що генерується цими інститутами для стабільності усієї фінансової системи.

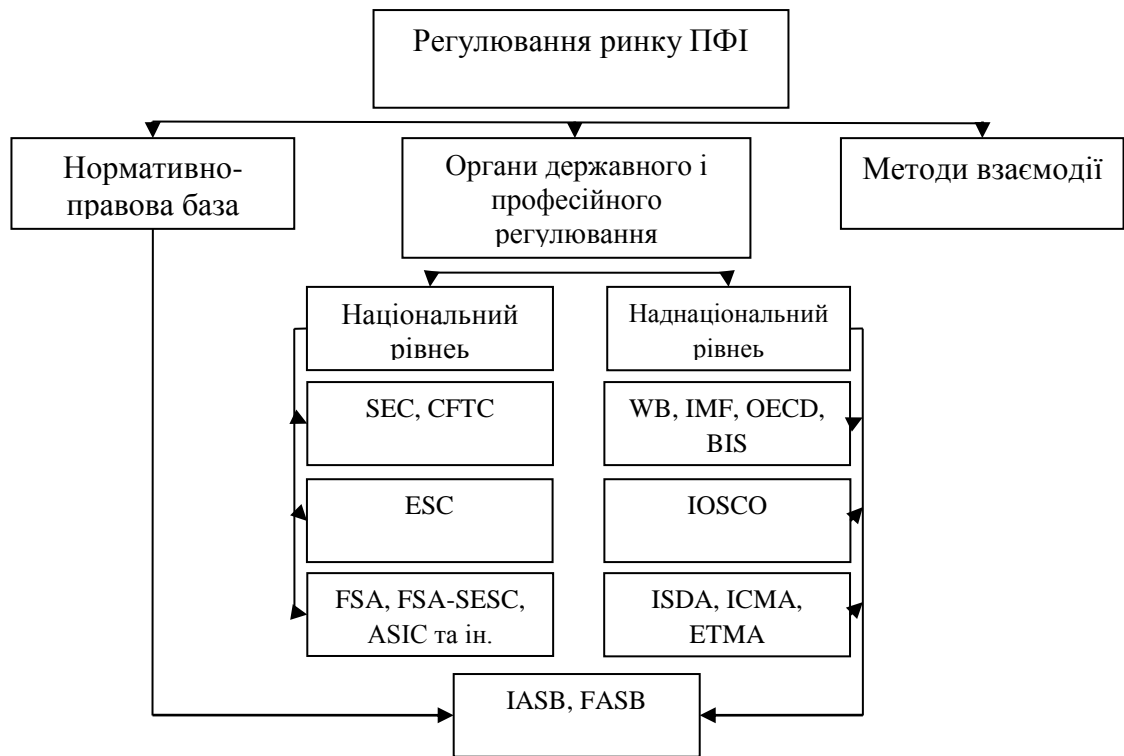


Рис. 1.4. Структура регулювання ринку ПФІ в світі

На сьогодні системи регулювання ринків ПФІ не відповідають в повній мірі цим вимогам, про що свідчать недавні кризові події. Охарактеризуємо сучасний стан теоретичного обґрунтування і практичної їх реалізації. На рисунку 1.4 наведено узагальнену структуру регулювання ринків ПФІ у світі, що включає передусім нормативно-правову базу, що встановлює законодавче поле здійснення хеджувальних та спекулятивних операцій з ПФІ, органи регулювання як створені державними структурами, так і професійними

учасниками ринку, та методи взаємодії (економічні відносини), що виникають між ними.

Окремо розглянемо кожен елемент цієї структури, зосередившись на органах, що регулюють ринку 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 відносяться перш за все до загальної регламентації біржової торгівлі ПФІ, у той час як позабіржові ринки цих інструментів залишаються непідконтрольними і непрозорими. У той же час, очевидно, що саморегулівні організації виконують освітні, координаційні, захисні функції і покликані захищати інтереси їх учасників, що досить часто не співпадають з зацікавленістю держави у фінансовій стабільності і прозорості ринку. Зважаючи на зосередження основних обсягів торгівлі ПФІ в Північній Америці (США) та Європі (ЄС) у таблиці 1.5 наведемо характеристики регуляторів ринків ПФІ.

Таблиця 1.5

Національні та наднаціональні регулятори на ринку ПФІ

№ з/п	Назва і статус	Загальні відомості	Основні напрямки діяльності
Національні регулятори			
	Національна ф'ючерсна асоціація (National Futures Association - NFA) – саморегулівна неприбуткова організація	Заснована у 1982 р., США, з обов'язковою участю бірж і трейдерів ринку ПФІ США	– Регулювання діяльності ф'ючерсних ринків – Захист інвесторів від шахрайства на ринку – Функції арбітражу та посередництва у вирішенні скарг учасників ф'ючерсних ринків

Продовження таблиці 1.5

	Комісія з біржової ф'ючерсної торгівлі (Commodity Futures	Заснована у 1974 р, США, складається з 5 членів, що	– Забезпечення відкритого і прозорого функціонування – ф'ючерсного ринку
--	---	---	---

	Trading Commission - CFTC) – незалежний орган	затверджуються Сенатом	– Захист інтересів учасників ринку
	Комісія з цінних паперів і бірж (United States Securities and Exchange Commission (SEC) -	Заснована 1934 р., США, складається з 5 членів, що затверджуються Сенатом	– Захист інвесторів, підтримання цілісності і прозорості ринку; – Функції контролю і нагляду за основними учасниками ринку
	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	– Узагальнення досвіду регулювання фінансових ринків країн-учасниць; – Розробка єдиних рамкових умов функціонування ринку та його основних секторів (зокрема ПФІ) – Адаптація правових систем країн-учасниць до Директив ЄС
	Асоціація ф'ючерсних ринків (Futures Industry Association- FIA) – саморегулювальна організація	Заснована у 1955р., об'єднує учасників з усього світу	– Надання освітніх та навчальних послуг учасникам асоціації; – Забезпечення чесної торгівлі, запобігання порушень ринкових правил і загальної конкуренції на ф'ючерсних ринках
	Асоціація ф'ючерсів і опціонів (FOA) – окремий орган в структурі Європейської комісії	Великобританія, ЄС; учасники – компанії, що функціонують на світових ринках ПФІ	– Гармонізація регулювання деривативів в ЄС і світі; – Представницькі функції, освітня діяльність; – Складання і поширення стандартизованої документації

Продовження таблиці 1.5

Наднаціональні регулятори		
Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements - BIS)	Заснований у 1930 р., Швейцарія, - учасники – центральні банки країн світу	<ul style="list-style-type: none"> – Моніторинг, контроль, нагляд і формулювання рекомендацій щодо функціонування фінансових ринків і зокрема ринку ПФІ; – Збір, обробка та аналіз статистичної інформації щодо ПФІ у світовому масштабі; – Посередництво у розрахунках між центральними банками та підтримка міжнародного співробітництва у фінансовій сфері – Розробка та рекомендаційне впровадження принципів ефективного банківського нагляду в межах відповідного Базельського комітету
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"> – Встановлення єдиних вимог та норм міжнародного співробітництва у економічній та фінансовій сферах – Координація зусиль країн у забезпеченні вільного руху капіталів, інвестицій, запобіганню фінансовій злочинності, створення прозорого фінансового ринку
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"> – Об'єднання національних регуляторних органів з метою регламентації ринків цінних паперів і ПФІ; – Співробітництво у встановленні єдиних стандартів та інтеграції ринків цінних паперів
Асоціація Міжнародних ринків капіталу (International Capital Market Association ICMA) – саморегульвна торгова організація	Заснована 1969 р., отримала оригінальну назву в 2005, ЄС	<ul style="list-style-type: none"> – Налагодження співпраці між учасниками ринків капіталу, монетарного об'єднання і реформування фінансових систем – Освітня та інформаційна діяльність – Сприяння стандартизації діяльності учасників ринків,
Міжнародна асоціація свопів і деривативів – (International Swaps and Derivatives Association - ISDA) – саморегульвна торгова організація	Заснована 1985 р., учасники – 840 приватних фінансових установ з 58 країн світу	<ul style="list-style-type: none"> – Зменшення ризику і підвищення стандартів ризик-менеджменту на ринку ПФІ; – Стандартизація документації стосовно угод з ПФІ

У цій же таблиці наведено окремі відомості, що розкривають роль наднаціональних регуляторів ринків ПФІ. Так загальні регулятивні функції щодо збору і аналізу статистичної інформації щодо 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 міжнародних організацій безпосередніх регуляторів ринків країн, то необхідно відмітити 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 знаходяться і саморегулювальні організації, що представляють інтереси трейдерів, хеджерів та ін. учасників ринку ПФІ, 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, 8

МСФЗ (IFRS) – прийняті IASB та GAAP, прийняті FASB) є методичною основою розкриття інформації стосовно операцій з ПФІ, що в свою чергу виступає підґрунтям для прийняття рішень регуляторами щодо діяльності підзвітних фінансових установ і взагалі складає інформаційне забезпечення ринку ПФІ. Слід зазначити, що останнім часом спостерігається зближення двох облікових систем і названих регуляторів – до 2014 р. планується заміन 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 їх правових меж відіграють законодавчі акти країн з найбільш розвиненим сегментом ПФІ на фінансовому ринку, які одночасно наступним елементом структури регулювання ринків ПФІ.

Так, у США ключовими законодавчими актами, що в певній мірі регулюють ринок ПФІ у структурі фінансового ринку є Закон Сарбейнса – Окслі (Sarbanes –Oaxley Act (2003 р.), Закон «Про вдосконалення національного ринку цінних паперів» (National Securities Markets Improvement Act (1996 р.), Закон Грема-Ліча-Блайлі (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, переліку операцій комерційних (інвестиційних) фінансових інститутів).

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). на Торговельному Кодексі й Законі «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. наведемо узагальнені наукові підходи до нього за різними ознаками.

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

У межах цієї тенденції так звані транзитивні фінансові системи здійснюють перехід від секторального до цільового регулювання, а останній в свою чергу можна поділяти за ознакою диференціації видів інструментів.

Також у чистому вигляді майже не зустрічаються підходи за ознакою законодавчої 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 її 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. в Казахстані функціонує Агенство 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). Зі зростанням нестабільності фінансового сектору 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 макро рівні – Європейською радою з системних ризиків і на мікрорівні наднаціональними та національними органами нагляду країн-учасниць.

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 наглядових і контрольних функцій переважно в межах одного органу але за напрямками розвитку ринку, його інструментів	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

Продовження таблиці 1.6

		Модель загального регулятора	Встановлення єдиних регулівних 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 внутрішньо біржового регулювання, об'єднань професійних учасників ринку поряд із виконанням регуляторами функцій моніторингу і координації	США
		Французька модель	Всеохоплюючий контроль за діяльністю учасників фінансового ринку	Франція
		Англійська модель	Поєднання урядового регулювання з професійним	Великобританія
	Законодавча 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

Узагальнюючи наведене, варто відмітити проблеми, що стоять перед регуляторами ПФІ в сучасних умовах:

– усунення високого морального і системного ризику та асиметричності інформації на ринках ПФІ – формування регуляторами спільно з учасниками фінансової системи нової парадигми її функціонування з переосмисленням ролі регуляторних органів та системо утворюючих інститутів, поглиблення співробітництва регуляторів на міжнародному рівні, розробка єдиних стандартів належного 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.

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.

Так, наприклад у США головна увага Казначейства (US Treasury) у проведенні реформ фінансової системи спрямована на створення регулювання ринків фінансових інструментів на новому рівні через підвищення прозорості та стандартів їх функціонування, підвищення довіри і захисту учасників. Центральним напрямком реформ передбачається посилення регулювання позабіржового ринку ПФІ (OTC), ризик-менеджменту контрагентів, діяльності клірингових установ і консервативних стандартів достатності капіталу, маржинальних вимог, вимог до розкриття інформації з поступовим переміщенням діяльності учасників позабіржового ринку на організований біржовий. Запропонований адміністрацією законопроект, яким посилюється контроль за ринком ПФІ був схвалений Фінансовим комітетом палати представників конгресу США.

У відповідь на розгортання негативних тенденцій, що загрожують стабільності глобальній фінансовій системі Базельський комітет з банківського нагляду поряд із національними регулюючими органами розробляє нові посилені вимоги до функціонування фінансових посередників і ринків. Основою їх стали підтримання більш високого рівня регулятивного капіталу та ліквідності, ніж передбачені угодами Базель I (прийнята у 1996 р. з наголосом на оцінку надійності банківських установ виходячи з їх фінансової звітності, побудованої за принципом прозорості) та Базель II (прийнята у 2004 р., спрямована на ризикоорієнтовані оцінки надійності фінансових інститутів через співвідношення ризиків до його капіталу). Ключовими елементами більш суворого регулювання були названі:

- зростання вимог до регулятивного капіталу;
- посилення стандартів щодо банківської ліквідності;
- посилення системи ризик-менеджменту та прозорості обліку [101].

Вимоги до регулятивного капіталу направлені, перш за все, на зростання його рівня і якості в фінансових установах для довгострокової стабільності усєї фінансової системи. Розробки Базельського комітету у розрізі капіталу також стосуються удосконалення єдиного понятійно-категоріального апарату – починаючи від дефініції самого капіталу і закінчуючи його складовими; кращого покриття капіталом більш складних ризиків, наприклад таких, які виникають при проведенні сек'юритизації, нівелювання негативного впливу циклічності економічних систем та створення певних резервів для забезпечення стабільності банків в нисхідній фазі кредитного циклу.

Вимоги до ліквідності установ втілені в Принципах стабільного ризик-менеджменту ліквідності і нагляду (Principles of Sound Liquidity Risk Management and Supervision), прийнятих в вересні 2008 р. [102]. У них підкреслюється важливість підтримання достатнього рівня ліквідності фінансового інституту, особливо з урахуванням того, що деякі з них зазнали труднощів під час фінансової кризи, маючи достатній рівень регулятивного

капіталу, але не забезпечили відповідне управління ліквідністю. Відсутність можливості обслуговування своїх зобов'язань окремих інститутів призвело до зростання системного ризику і неплатоспроможності контрагентів. У 17 принципах Базельського комітету викладені передумови забезпечення адекватного кризовим явищам рівня ліквідності фінансових посередників через посилення стійкості до ризику ліквідності, створення відповідних резервів для кожного напрямку бізнесу, розробка та впровадження методик стрес-тестування, ідентифікації та вимірювання ризиків ліквідності, тощо.

Посилення вимог до системи ризик-менеджменту учасників фінансових ринків базуються на Компоненті 2 угоди Базель 2 і відповідному посібнику із застосування до нього. Ці вимоги засновані на зосередженні уваги керівництва установ на ризиках позабалансових операцій, сек'юритизації, більш ефективного управління концентрацією ризиків, створення стимулів до кращого управління ризиками у довгостроковому періоді. Крім того наголошується необхідність активізації пруденційного нагляду на макрорівні.

Особлива увага приділена також прозорості банківської звітності та побудови на базі Компоненту 3 угоди Базель 2 посиленої системи розкриття інформації щодо здійснення транзакцій за балансом банківських установ, умов винагороди робітників інвестиційних банків та членів ради директорів для усунення неналежної суб'єктивної зацікавленості у результатах роботи; прозорості структури ризиків, яких зазнає банк та чіткого розуміння менеджментом банку як цієї структури, так і наявності ризикових позицій банку.

Крім того, посилення моніторингу і контролю за ринками ПФІ має супроводжуватись розробкою єдиних з боку всіх регуляторів (країн, біржових організацій, асоціацій) критеріїв розмежування спекулятивних та хеджувальних операцій з ПФІ, так як це, наприклад, здійснено у Міжнародному стандарті бухгалтерського обліку 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка» та правил здійснення таких операцій [57].

Особливого значення виходячи з великої кількості та унікальності більшості ПФІ набуває розробка нормативних вимог для фінансових установ щодо використання у своїй діяльності переваг фінансового інжинірингу при створенні складних структурованих, гібридних, синтетичних ПФІ, встановлення вимог щодо реєстрації таких інструментів та можливого ліцензування такої діяльності.

Окреме місце у створенні єдиних регулятивних принципів щодо ПФІ посідає врахування особливостей дестабілізуючої для глобальної фінансової системи діяльності нерегульованих хедж-фондів з їх спекулятивними інвестиційними стратегіями, непрозорістю управління і звітності і використання переваг офшорних зон.

Вищезазначені нормативні вимоги перш за все 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, асиметричності 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 макrorівні вигід і переваг з побудовою ефективної системи моніторингу та управління ризиками з використанням ПФІ як інструментів його хеджування.

Таким чином, система регулювання ринків ПФІ у світі потребує нового переосмислення, підвищення ролі регуляторів у ключових аспектах функціонування ринку для забезпечення стабільності фінансової системи і застосування переваг ПФІ, оскільки існуюча не виконує потрібних функцій. 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, у той же час вони повинні сприяти підвищенню його прозорості та ефективності.

РОЗДІЛ 2
СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ
ІНСТРУМЕНТІВ В УКРАЇНІ

2.1. Аналіз стану світового та вітчизняного ринку похідних фінансових інструментів

Для проведення аналізу ринку деривативів у світовій практиці використовуються такі показники, як умовна вартість відкритих позицій, а також кількість укладених та виконаних контрактів в розрізі біржового та позабіржового сегментів ринку.

Аналіз біржових та позабіржових деривативів з точки зору величини укладених контрактів за 2005-2009 рр. наведено у таблиці 2.1.

Таблиця 2.1

Вартість укладених строкових контрактів за сегментами ринку
деривативів за 2005-2009 рр., млрд. дол. США

Вид інструменту	Рік				
	2005	2006	2007	2008	2009
Позабіржові деривативи, у т.ч.	297668	414289	595738	547985	614673
1) валютні контракти	31364	40239	56238	44200	49196
2) процентні контракти	211970	291115	393138	385896	449793
3) індексні контракти	5793	7488	8469	6155	6591
4) товарні деривативи	5434	7115	8455	4364	2944
5) свопи	13908	28650	58244	41883	32693
6) інші деривативи	29199	39682	71194	65487	73456
Біржові деривативи, у т.ч.:	57788,5	70443,3	79099,1	57744,3	73156,9
1) ф'ючерси	21600,4	25682,9	28059,7	19507,1	21774,1
- процентні	20708,8	24476,2	26769,6	18732,3	20627,7
- валютні	107,6	161,4	158,5	124,3	181,1
- індексні	784	1045,3	1131,6	650,5	965,3
2) опціони	36188,1	44760,4	51039,4	38237,2	51382,8
- процентні	31588,3	38116,5	44281,7	33978,8	46428,7
- валютні	66,1	78,6	132,7	129,3	147,3
- індексні	4533,7	6565,3	6625	4129,1	4806,8

Джерело: International Banking and Financial Markets Developments [127,128]

Отже, протягом останніх п'яти років переважає позабіржова торгівля деривативами, що пояснюється відсутністю стандартних специфікацій контрактів, конфіденційністю укладання угод, зручністю укладання та виконання контрактів, відсутністю нормативного регулювання торгів, - правила встановлюються контрагентами. Проте виходячи на позабіржовий ринок, слід враховувати, що ризик здійснення торгів зростає, оскільки відповідальність за їх результат повністю покладається на учасників.

Динаміка торгівлі деривативами за 2005-2009 рр наведена на рисунку 2.1.

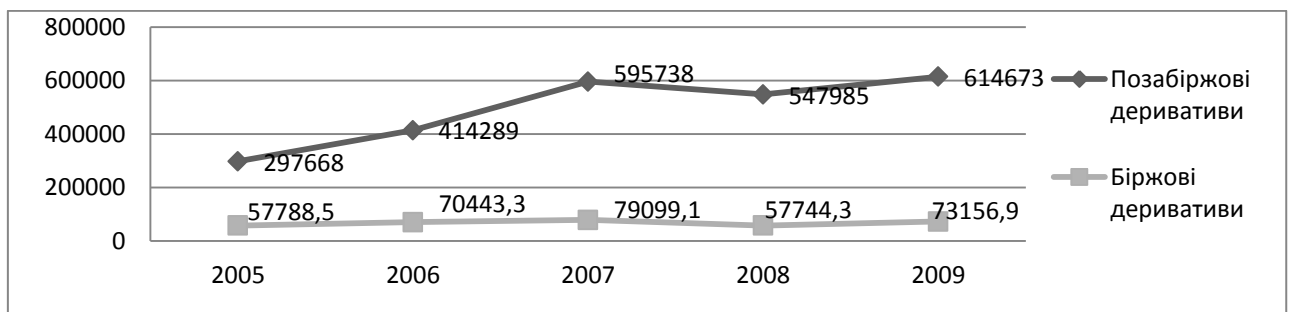


Рис. 2.1. Динаміка біржової та позабіржової торгівлі деривативами за вартістю укладених контрактів за 2005-2009 рр., млрд. дол. США

За період 2005-2009 рр. спостерігалось постійне зростання загальної вартості укладених контрактів як на біржовому, так і на позабіржовому сегментах ринку деривативів. При цьому до 2007 р. розмір торгів похідними фінансовими інструментами на обох сегментах зростав поступово, - з 57788,5 млрд. дол. США у 2005 р. до 79099,1 млрд. дол. США у 2007 р. в умовах біржової торгівлі; та з 297668 млрд. дол. США у 2005 р. до 595738 млрд. дол. США у 2007 р. на позабіржових торгах.

Під час фінансової кризи у 2008 р. загальна величина угод, укладених на ринку деривативів різко скоротилася, - на 8,02% та 27% за позабіржовим та біржовим сегментами відповідно. Проте у 2009 р. спостерігається стабілізація ринку похідних фінансових інструментів. Обсяг торгівлі деривативами в умовах позабіржової торгівлі перевищив докризовий рівень

на 18935 млрд. дол. США. При цьому розмір контрактів, укладених в умовах біржової торгівлі становив на 5942,2 млрд. дол. США менше ніж у 2007 р.

Подальший аналіз біржової та позабіржової торгівлі фінансовими деривативами доцільно провести з точки зору її структури (таблиця 2).

Таблиця 2.2.

Структура біржової та позабіржової торгівлі похідними фінансовими інструментами, %

Вид інструменту	Рік				
	2005	2006	2007	2008	2009
Позабіржові деривативи, у т.ч.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1) валютні контракти	10,54	9,71	9,44	8,07	8,00
2) процентні контракти	71,21	70,27	65,99	70,42	73,18
3) індексні контракти	1,95	1,81	1,42	1,12	1,07
4) товарні деривативи	1,83	1,72	1,42	0,80	0,48
5) свопи	4,67	6,92	9,78	7,64	5,32
6) інші деривативи	9,81	9,58	11,95	11,95	11,95
Біржові деривативи, у т.ч.:	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1) ф'ючерси	37,38	36,46	35,47	33,78	29,76
-процентні	35,84	34,75	33,84	32,44	28,20
-валютні	0,19	0,23	0,20	0,22	0,25
-індексні	1,36	1,48	1,43	1,13	1,32
2) опціони	62,62	63,54	64,53	66,22	70,24
-процентні	54,66	54,11	55,98	58,84	63,46
-валютні	0,11	0,11	0,17	0,22	0,20
-індексні	7,85	9,32	8,38	7,15	6,57

На рисунку 2.2 наведено структуру біржової торгівлі за 2005-2009 рр.

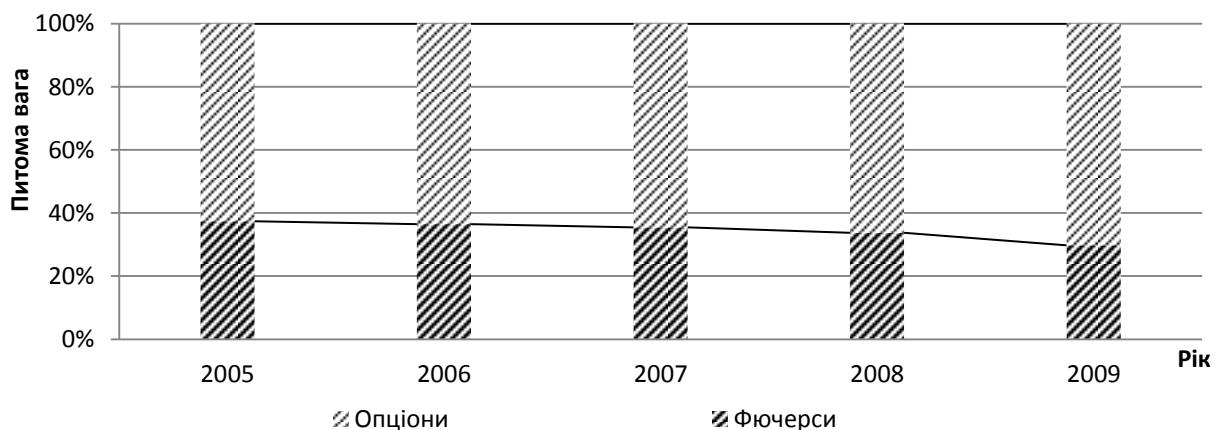


Рисунок 2.2. Структура біржової торгівлі деривативами за 2005-2009 рр.

Дані таблиці 2 свідчать, що за період 2005-2009 рр. спостерігається поступове зменшення частки торгівлі ф'ючерсами у загальному розмірі біржової торгівлі деривативами з 37,38% – у 2005 р. до 29,76% – у 2009 р., відповідно питома вага опціонної торгівлі збільшилась за цей період до 70,24%.

Вертикальний аналіз біржової торгівлі проведемо за кожним видом ф'ючерсних та опціонних контрактів (таблиця 2.3).

Таблиця 2.3

Питома вага окремих видів контрактів у структурі біржової торгівлі ф'ючерсами та опціонами за період 2005-2009 рр.,%

Вид інструменту	Рік				
	2005	2006	2007	2008	2009
Ф'ючерси	100	100	100	100	100
-процентні	95,87	95,30	95,40	96,03	94,74
-валютні	0,50	0,63	0,56	0,64	0,83
-індексні	3,63	4,07	4,03	3,33	4,43
Опціони	100	100	100	100	100
-процентні	87,29	85,16	86,76	88,86	90,36
-валютні	0,18	0,18	0,26	0,34	0,29
-індексні	12,53	14,67	12,98	10,80	9,35

За період 2005-2009 рр. у структурі біржової торгівлі найбільшу питому вагу займали процентні опціони, частка торгівлі якими у загальній структурі торгівлі опціонами поступово зростала з 85,16% – у 2006 р. до 90,36% – у 2009 р., а також процентні ф'ючерси, частка яких у загальному обсязі ф'ючерсної торгівлі, у середньому склала 95%.

Значно меншу питому вагу у структурі біржової торгівлі займають індексні деривативи. Частка індексних опціонів скоротилася за аналізований період на 3,18% і становила у 2009 р. 9,35% розміру опціонної торгівлі, в той час як питома вага індексних ф'ючерсів зросла з 3,63% до 4,43% за аналізований період.

Найменшу частку у структурі біржової торгівлі похідними фінансовими інструментами за період 2005-2009 рр. займали валютні деривативи, питома вага яких склала у обох випадках менше 1%.

Проведений вертикальний аналіз біржової торгівлі відображено на рисунку 2.3.

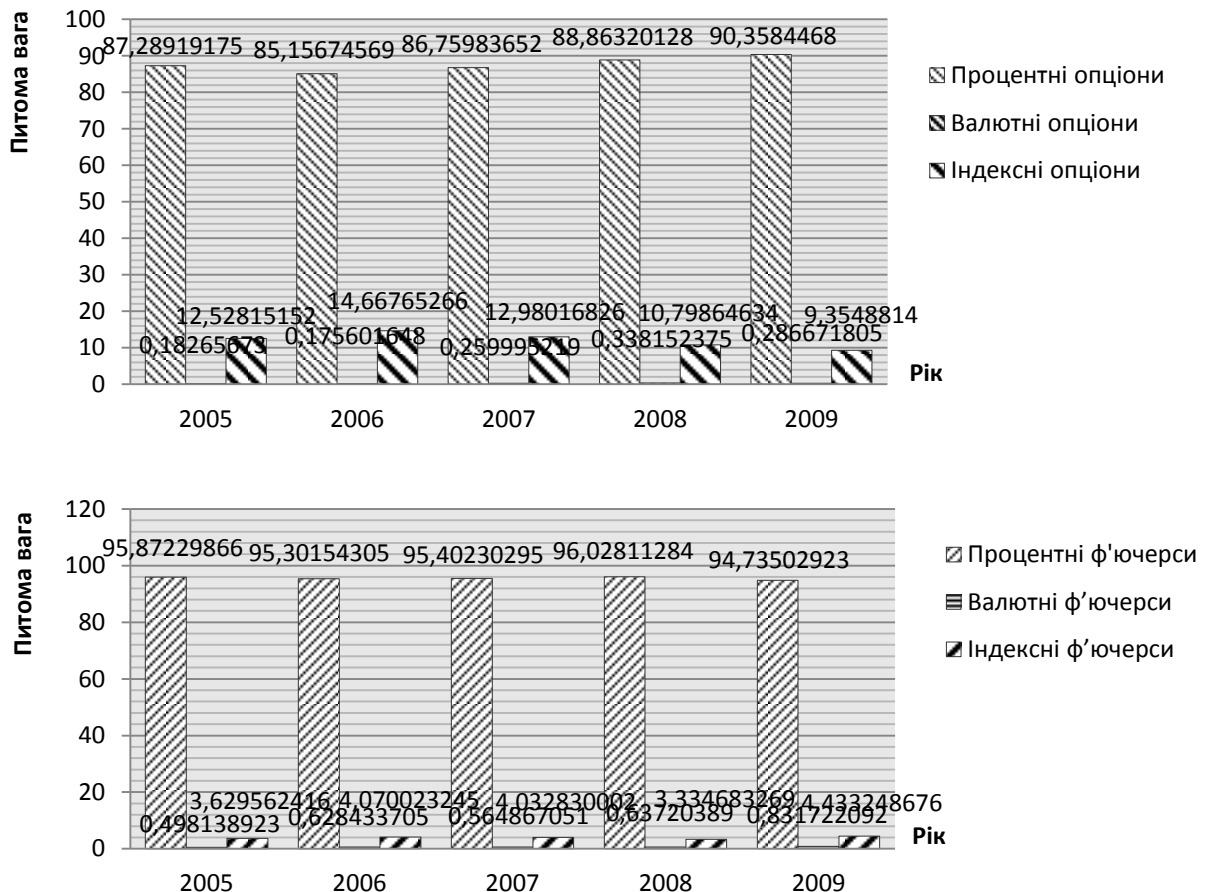


Рис. 2.3. Вертикальний аналіз біржової торгівлі опціонами та ф'ючерсами за їх видами за період 2005-2009 рр.

Аналіз структури позабіржового сегменту ринку похідних фінансових інструментів наведено на рисунку 2.4.

У структурі позабіржової торгівлі деривативами, аналогічно до біржових торгів, переважали процентні контракти, питома вага яких поступово зменшувалась з 71,21% – у 2005 р. до 65,99% – у 2007 р., проте у 2008 р. спостерігалось різке зростання їх обсягу. На відміну від біржового ринку похідних фінансових інструментів, індиксні контракти на

позабіржовому сегменті мають незначну питому вагу у структурі торгів, яка за період, що аналізується, зменшилась з 1,95% до 1,07%; в той же час частка валютних контрактів, яка на біржовому сегменті складає менше 1%, поступово зменшилась на 2,54% за 2005-2009 рр. і становила наприкінці періоду 8%.

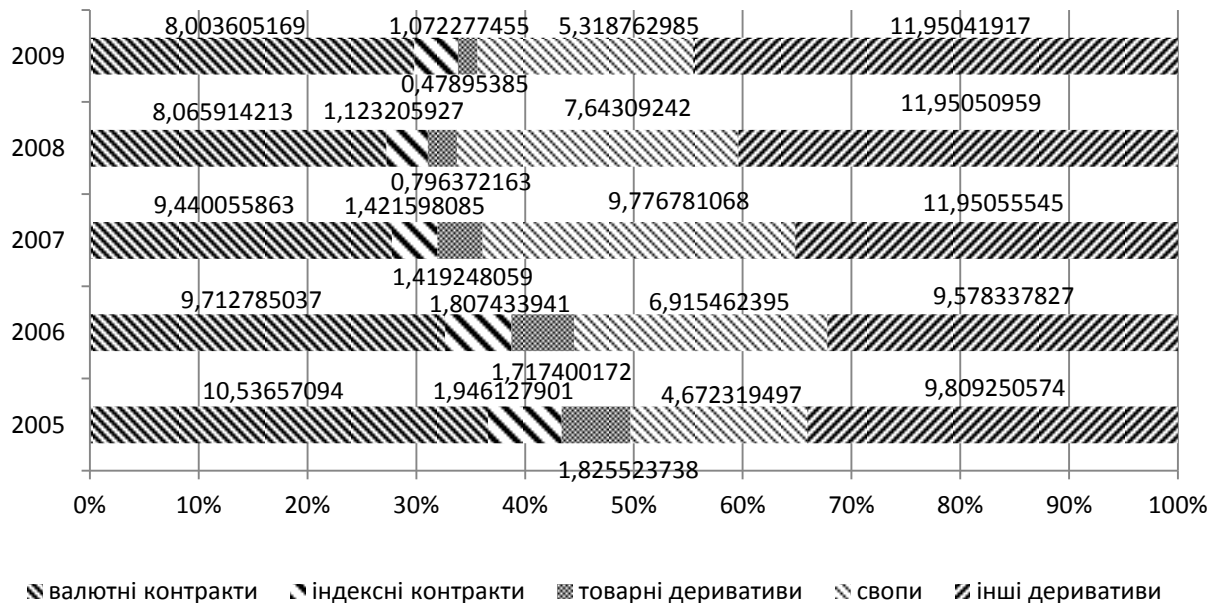


Рис. 2.4. Аналіз структури позабіржового сегменту ринку деривативів за 2005-2009 рр.

Таким чином, аналіз динаміки та структури торгівлі деривативами за період 2005-2009 рр. з точки зору вартості укладених контрактів показав, що у біржовому секторі ринку похідних фінансових інструментів переважає торгівля процентними контрактами (більше 90%), в той час як валютні контракти на біржах майже не укладаються, оскільки їх питома вага складає менше 1% загального розміру торгів, як за ф'ючерсами, так і за опціонами.

Щодо позабіржового сегменту, то найбільшу питому вагу у величині торгів також складають процентні контракти (у середньому 71%), проте частка укладених валютних контрактів, на відміну від біржової торгівлі,

перевищує питому вагу індексних контрактів, що складають менше 2% розміру всіх укладених позабіржею угод.

Однією з головних відмінностей біржового сегменту ринку похідних фінансових інструментів від позабіржового є можливість відстежувати не тільки загальні обсяги укладених контрактів, але і їх кількість, що стає можливим завдяки механізму реєстрації укладених угод Рахунковою палатою біржі.

З огляду на це, проведемо аналіз динаміки біржової торгівлі фінансовими деривативами за кількістю укладених контрактів (таблиця 2.4).

Таблиця 2.4

Кількість укладених біржових контрактів за 2005-2009 рр., млн.

контрактів

Вид деривативу	Кількість укладених угод за рік				
	2005	2006	2007	2008	2009
Ф'ючерси, у т.ч.:	107,4	143,7	139,0	110,4	94,3
-процентні	54,2	83,7	98,1	77,1	63,9
-валютні	4,1	4,2	8,2	7,6	5,9
-індексні	49,0	55,8	32,7	25,7	24,5
Опціони, у т.ч.	92,3	105,2	130,6	130,0	137,5
-процентні	31,6	38,3	48,2	35,3	51,8
-валютні	1,3	1,4	3,4	2,8	2,8
-індексні	59,4	65,5	79,0	91,9	82,9
Всього	199,6	248,9	269,6	240,4	231,8

Джерело: International Banking and Financial Markets Developments [127,128]

Виходячи з даних таблиці 2.4, протягом 2005-2009 рр. спостерігалася зміна у кількості біржової торгівлі за елементами, яка відображена на рисунку 5. Так, до 2007 р. переважала торгівля ф'ючерсними контрактами, зокрема, у 2006 р. спостерігався пік укладення ф'ючерсних угод, - 143,7 млн. контрактів. У той же час опціонна торгівля на біржах тільки набирала обертів, її обсяги поступово зростали з 92,3 млн. контрактів у 2005 р. до 105,2 млн. контрактів у 2006 р.

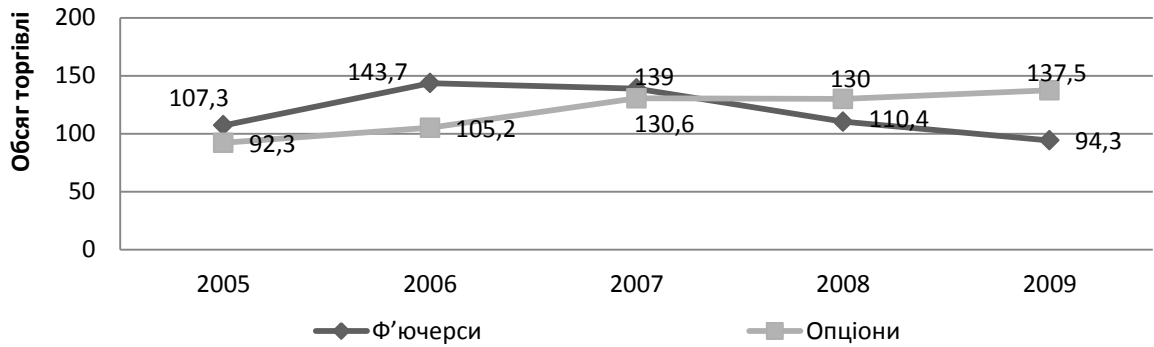


Рис. 2.5. Аналіз динаміки біржової торгівлі опціонними та ф'ючерсними контрактами за період 2005-2009 рр., млн. контрактів

Переломним періодом у розвитку біржової торгівлі ф'ючерсами і опціонами став 2007 р., коли кількість угод, укладених як за ф'ючерсами, так і за опціонами майже стали рівними, - 139 млн. та 130,6 млн. контрактів відповідно. З цього часу ф'ючерсна торгівля починає йти на спад, і знижується до 94,3 млн. контрактів у 2009 р., в той час як обсяг торгів опціонами склав 137,5 млн. укладених угод. Проте, з огляду на попередній аналіз розміру укладених контрактів, варто зазначити, що незважаючи на переважання ф'ючерсної торгівлі у 2005-2007 рр. за кількістю укладених контрактів, питома вага опціонної торгівлі за весь аналізований період складала більше 60% загального розміру біржової торгівлі.

На основі даних таблиці 5 проведемо вертикальний аналіз біржової торгівлі.

Таблиця 2.5

Структура біржової торгівлі похідними фінансовими інструментами за 2005-2009 рр., %

Вид деривативу	Питома вага				
	2005	2006	2007	2008	2009
Ф'ючерси, у т.ч.	53,76	57,73	51,56	45,92	40,68
-процентні	27,15	33,63	36,39	32,07	27,57
-валютні	2,05	1,69	3,04	3,16	2,55
-індексні	24,55	22,42	12,13	10,69	10,57
Опціони, у т.ч.	46,24	42,27	48,44	54,08	59,32
-процентні	15,83	15,39	17,88	14,68	22,35
-валютні	0,65	0,56	1,26	1,16	1,21
-індексні	29,76	26,32	29,30	38,23	35,76

Вертикальний аналіз свідчить про те, що найбільшу питому вагу у кількісній структурі торгів займали процентні ф'ючерси, частка яких до 2007 р. поступово зростала до рівня 36,39%, а потім знизилась на 8,82% відносно цього значення за 2008-2009 рр.; та індексні опціони, частка яких поступово зростала з 26,32% – у 2006 р. до 35,76% – у 2009 р. (рисунок 2.6).

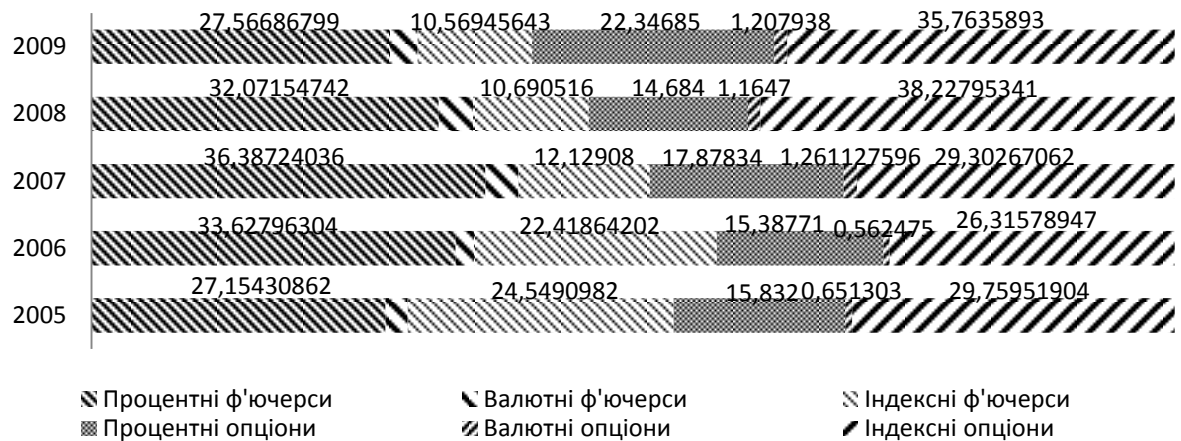


Рис. 2.6. Вертикальний аналіз біржової торгівлі деривативами у 2005-2009 рр., %

Отже, за період 2005-2009 рр. у структурі біржової торгівлі відбувся перерозподіл питомої ваги як за торгівлею ф'ючерсними контрактами, так і опціонними. Так, у складі ф'ючерсної торгівлі частка індексних ф'ючерсів, яка у 2005 р. складала 24,55% біржової торгівлі похідними фінансовими інструментами, скоротилася до 10,57% у 2009 р..

У складі опціонної торгівлі за відповідний період різко зросла питома вага процентних опціонів з 15,83% до 22,35%.

Частка валютних ф'ючерсів та валютних опціонів у загальній кількості укладених контрактів, як і у загальній величині угод, залишалася незначною протягом 2005-2009 рр., і склала 2,55% і 1,21% у 2009 році відповідно.

Таким чином, аналіз біржової торгівлі за кількістю укладених контрактів за період 2005-2009 рр. дає підстави стверджувати, що більш

популярними є опціонні угоди, про що свідчить менша кількість угод порівняно з ф'ючерсними, при більшій загальній сумі контрактів.

У структурі торгів у кількісному вимірі переважають процентні ф'ючерси та індексні опціони, на відміну від вартісного виміру, за яким перевага за процентними опціонами та ф'ючерсами.

Проведений аналіз світового ринку деривативів вказує на його розвиненість внаслідок ряду факторів, пов'язаних з достатньо довгою історією розвитку, накопиченням учасниками досвіду щодо торгівлі похідними інструментами, формуванням повноцінної комплексної інфраструктури тощо. В Україні ринок торгівлі фінансовими деривативами за роки незалежності не набув широкого розповсюдження. До того ж проведення аналізу ускладнюється відсутністю даних щодо позабіржової торгівлі фінансовими деривативами, оскільки її здійснення відбувається безпосередньо між учасниками, без залучення сторонніх осіб. У зв'язку з цим проведемо аналіз біржової торгівлі похідними фінансовими інструментами.

У таблиці 2.6 наведено дані щодо кількості та загальної вартості укладених біржових угод.

Таблиця 2.6

Кількість та загальна вартість укладених біржових угод на ринку похідних фінансових інструментів в Україні за 2005-2009 рр.

Рік	Обсяг укладених угод, млн. грн	Кількість контрактів, тис. шт.
2005	160,55	4561,14
2006	16,68	13741,93
2007	34,38	2800,1
2008	0,27	1
2009	6,55	8076,87

Джерело: Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 рік [26,27]

Варто зазначити, що за період 2005-2009 рр. біржова торгівля фінансовими деривативами в Україні була представлена тільки опціонами.

Аналіз динаміки опціонної торгівлі контрактами за 2005-2009 рр. наведено на рисунку 2.7.

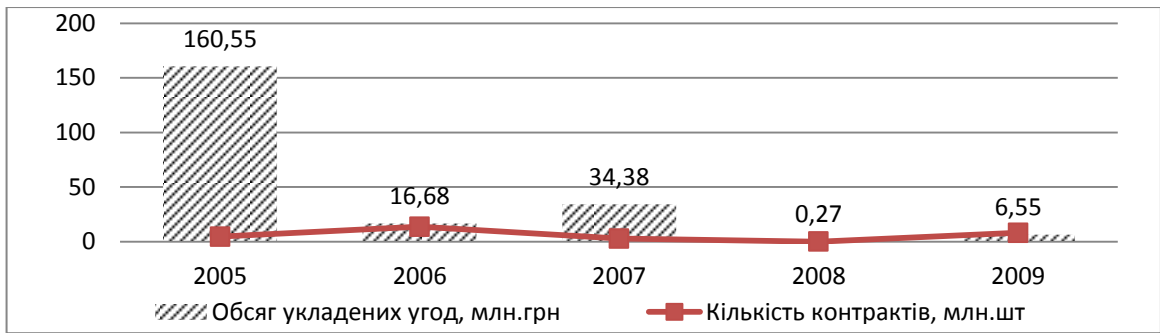


Рис. 2.7. Кількісний та вартісний аналіз динаміки біржової торгівлі опціонами в Україні за 2005-2009 рр.

За 2005-2009 рр. кількість укладених опціонних контрактів зросла з 4561,14 тис. шт. до 8076,87 тис. шт., при цьому максимальну кількість угод було підписано у 2006 р., - 13741,93 тис. шт., в той час як у 2008 р. було укладено лише 1000 контрактів, що пояснюється нестійкою фінансовою та економічною ситуацією у країні.

Вартісний аналіз динаміки опціонної торгівлі показав, що за 2005-2009 рр. загальний розмір укладених контрактів скоротився на 95,92%, що свідчить про нерозвиненість ринку похідних фінансових інструментів.

Таким чином, проведений аналіз ринку похідних фінансових інструментів свідчить, що у світовому масштабі переважає позабіржова торгівля похідними фінансовими інструментами. Це, в основному, пов'язано з меншою стандартизованістю торгів, обмеженістю щодо правил і норм та конфіденційністю між сторонами контракту. При цьому як на позабіржовому, так і на біржовому сегментах ринку фінансових деривативів найбільшу питому вагу займають процентні ф'ючерси та опціони.

Аналіз структури біржового сегменту ринку похідних фінансових інструментів показує, що у світовому масштабі як за кількісними, так і за вартісними показниками торгівля опціонними контрактами переважає над торгівлею ф'ючерсними. Ця ж тенденція спостерігається на ринку України, - за останні п'ять років торгівля фінансовими деривативами була представлена

лише опціонами, що вказує на обережність учасників ринку щодо інших фінансових інструментів та небажання їх використовувати.

2.2. Проблеми і перспективи становлення ринку ПФІ

Відзначаючи пріоритетність названої проблеми, деталізовано розглянемо її прояви у вигляді проблем, об'єднаних у межах нормативного, методологічного, інфраструктурного аспектів (рис. 2.8).



Рис. 2.8. Проблеми становлення ринку ПФІ в Україні

Перш за все, низький рівень розвитку строкового ринку (ринку ПФІ) пов'язаний з браком відповідної фінансової 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

(інституціональні) норми, інститути ринку, методи і моделі взаємодії між ними, інформаційне та комунікаційне забезпечення, кадровий потенціал, тощо.

В межах нашого дослідження, нормативний та методологічний аспект розвитку ринку ПФІ в Україні розглядаються окремо від загального інфраструктурного, так як є визначальними у відношенні до останнього.

Відповідно нерозповсюдженість ПФІ в Україні зумовлена недосконалим, несистематизованим, непослідовним нормативно-правовим полем їх функціонування та відсутністю ефективного механізму їх регулювання. Нормативно-правові акти, що складають основу регулювання ПФІ в Україні наведені у табл. 2.7 за своєю законодавчою силою.

Таблиця 2.7

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	Закони	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
		Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.1994 р. № 334/94–ВР	ст. 1 п. 1.5, ст. 7 п. 7.6 – визначено ПФІ як деривативи, наведено їх класифікацію та встановлено правила оподаткування операцій з ПФІ
		Закон України «Про податок на додану вартість» від 3.04.1997 № 168/97-ВР	ст. 3. пп. 3.2.1Встановлено, що деривативи не є об'єктом оподаткування ПДВ

Продовження таблиці 2.7

3	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
4	Рішення та ін. НПА ДКЦПФР та ДКРРФП	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

Центральним законодавчим документом – Цивільним кодексом України від 16.01.2003. – № 435–IV, 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» від 23. 02. 2006 р. № 480–IV, 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.

Відповідно до визначення сутності «ПФІ» в різних нормативних актах прослідковується три напрямки їх трактування (таблиця 2.8):

- за податковим законодавством, нормативними актами ДКЦПФР та КМУ ПФІ розглядаються як «деривативи» – стандартні документи;
- за базовими законами і Цивільним кодексом «ПФІ – цінні папери»;
- за обліковими нормативними актами НБУ і Міністерства фінансів України – сутність ПФІ визначається 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»).

Таблиця 2.8

Визначення категорії похідні фінансові інструменти в українському законодавстві

Джерело	Визначення
1	2
Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” Правила випуску та обігу фондових деривативів	Дериватив – це стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах у майбутньому
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

Продовження таблиці 2.8

1	2
Положення про типову (стандартну) форму деривативів	<p>Дериватив – стандартний документ, що засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених ним умовах у майбутньому;</p> <p>Базовий актив – товари, цінні папери, кошти та їх характеристики, що є предметом виконання зобов'язань за деривативом</p>
Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з похідними фінансовими інструментами в банках України	<p>Похідний інструмент (дериватив) – це фінансовий інструмент, який має всі три такі характеристики:</p> <ul style="list-style-type: none"> – 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”	<p>ПФІ – ФІ, 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.</p>

Поряд з розрізненим визначенням сутності ПФІ, у вітчизняних нормативно-правових актах не наводиться вичерпний перелік та класифікація похідних інструментів, які можуть обертатися на вітчизняному строковому ринку. Кожен закон чи підзаконний акт містить власні класифікаційні підходи до масиву похідних інструментів (таблиця 2.9), чим дезорієнтує учасників ринку щодо можливості застосування ними тих чи інших видів інструментів.

Таблиця 2.9

Класифікація ПФІ згідно з українськими нормативними актами

№	Джерело	Класифікація ПФІ
1	Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок”	<p>Фінансові інструменти:</p> <ul style="list-style-type: none"> – строкові контракти (ф’ючерси), – відсоткові строкові контракти (форварди), – строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) відсоткові, курсові чи індексні свопи, – опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони)
2	Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств”	<p>Деривативи:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Форвардний контракт – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін такого продажу під час укладення такого форвардного контракту. – Ф’ючерсний контракт – стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту. – Опціон – стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) цінні папери (товари, кошти) на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на час укладення такого опціону або на час такого придбання за рішенням сторін контракту. <p>Відповідно до виду цінностей деривативи розподіляються на:</p> <ul style="list-style-type: none"> – фондовий дериватив – стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити цінний папір на обумовлених умовах у майбутньому. Правила випуску та обігу фондових деривативів встановлюються державним органом, на який покладаються функції регулювання ринку цінних паперів; – валютний дериватив – стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити валютну цінність на обумовлених умовах у майбутньому. Правила випуску та обігу валютних деривативів устанавлюються Національним банком України; – товарний дериватив – стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити біржовий товар (крім цінних паперів) на обумовлених стандартних умовах у майбутньому. Правила випуску та обігу товарних деривативів устанавлюються органом, на який покладаються функції регулювання товарного біржового ринку.
3	Положення про вимоги до стандартної типової форми деривативів	<p>Деривативи:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Форвардний контракт; – Ф’ючерсний контракт; – Опціон – згідно із Законом України “Про оподаткування прибутку підприємств”

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» від 30.10.1996 р. №448/96–ВР, Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III наведено лише визначення ПФІ та розподілено компетенцію державних органів щодо регулювання їх ринків. 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 [55,71].

Більш визначена ситуація склалася з оподаткуванням операцій з ПФІ, що також є важливою умовою для виконання таких операцій учасниками ринку. Так, у Законі України «Про оподаткування прибутку підприємств» від до валових доходів платника податку на прибуток включається позитивний фінансовий результат від торгівлі деривативами з урахуванням від'ємного результату минулих періодів. У Законі України «Про податок на додану вартість» операції з торгівлі та/або управління деривативами не є об'єктом оподаткування ПДВ. У проекті нового Податкового кодексу правила визначення бази оподаткування операцій з ПФІ ПДВ та податком на прибуток радикально не змінені.

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 [73].

У 2007р. Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку 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. Станом на 2010 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 ДКЦПФР 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, проте лише у загальному вигляді окреслюють питання його регулювання, особливо з урахуванням наслідків світової фінансової кризи.

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 [26]. Разом з цим, 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.

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 існуючих та перспективних нормативних джерелах. Систематизуючи їх недоліки, слід зазначити, що вони не досить деталізовані, спрямовані на виконанні 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. Крім того, аналіз положень вітчизняних джерел 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:

– зростання вимог щодо підзвітності та підконтрольності ринку ПФІ – зближення біржового та позабіржового ринків ПФІ, створення централізованих клірингових установ, зниження системного ризику та асиметричності інформації (Derivatives Trading Integrity Act, Derivatives Markets Transparency And Accountability Act, proposals for Regulatory Reform of USA Financial sector);

– посилення регулятивних вимог до нормативів ліквідності, достатності капіталу, систем ризик менеджменту і нагляду установ, що функціонують на ринку ПФІ (Базельський комітет з банківського нагляду - Principles of Sound Liquidity Risk Management and Supervision, Consultative proposals to strengthen the resilience of the banking sector);

– удосконалення облікової методології, рейтингування та стандартів розкриття інформації стосовно операцій з ПФІ, що носять характер

хеджування і особливо спекуляції (перегляд International Accounting Standards, International Financial Reporting Standards).

Вимоги покликані перш за все сприяти ліквідації негативних наслідків кризових явищ та прояву ПФІ в них і їх попередженню у майбутньому з метою безпечного використання переваг цих інструментів. Серед них слід підкреслити посилення прозорості, підзвітності і прогнозованості ринків ПФІ, обмеження рівня левериджу окремих інструментів і схильності до ризику учасників ринку – і як наслідок системного ризику, зростання якості систем ризик-менеджменту, підвищення нормативів достатності капіталу, стандартів ліквідності, розкриття інформації фінансових інститутів.

У контексті цих вимог 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 низько ризикових інструментів фінансового інжинірингу (проекти: «Стратегія розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року», «Стратегія впровадження новітніх фінансових інструментів на ринках капіталу до 2020 року», «Про похідні (деривативи)»);

– уніфікація, стандартизація та ліцензування ПФІ, створення єдиних правових норм, що регламентують їх випуск, форму, порядок обігу, оцінки, погашення.

В межах методичного аспекту проблеми впровадження ПФІ на фінансовому ринку України знаходиться проблема відсутності превалюючих та ефективних моделей розрахунково-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» поки що не 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 проведених спеціалізованими бухгалтерськими виданнями опитувань, 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.

З урахуванням Стратегії застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні від 24 жовтня 2007 р. N 911-р, вважаємо, що для вирішення методологічних проблем щодо обліку, документування 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 відповідних міжнародних стандартів. Зазначене є особливо актуальним у світлі наближення 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.

Методичних рекомендацій і роз'яснень вимагають також не лише облікові процедури, але і норми податкового 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 ДПАУ щодо них.

Дещо краща ситуація спостерігається в банківському секторі України, адже вони з 1998 повністю перейшли на МСФЗ, у тому числі й стосовно ПФІ, проте і тут існують суттєві обмеження 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 [57]), банк визначає справедливу вартість ПФІ за допомогою інформації про справедливу вартість подібних інструментів, про останні ціни угод з ПФІ з їх подальшим коригуванням, використанням дисконтування грошових потоків інструменту чи моделі ціноутворення опціонів. Відповідно застосування названої моделі викликає труднощі через незначну кількість праць українських науковців стосовно застосування загальновизнаних у світі моделей визначення вартості ПФІ у вітчизняній фінансовій сфері.

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 строкового ринку, не відбулося чіткого вертикального (на спотовий і власне строковий ринки) і горизонтального (біржового та позабіржового ринку) їх структурування, не повністю виконуються вимоги стандартизації і уніфікації біржових контрактів, що є передумовою розгляду інструментів як похідних, існуючі форми біржових угод і розрахунків не пристосовані до взаємодії спотових і строкових ринків.

Важливо відмітити, що з поглибленням фінансіалізації світового господарства, перетворення економіки на «фінансономіку» значення фінансової інфраструктури – основи фінансового сектору і ринку ПФІ як його частини змінюється з обслуговуючого на першочергове і домінантне за темпами розвитку порівняно з реальним сектором економіки.

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. Говорячи про значущість певного виду інфраструктури в різні етапи розвитку суспільства, на перших етапах функціонування фінансового ринку особлива увага має бути приділена законодавчій інфраструктурі, поступово із зростанням фінансового ринку та його складових все більше значення має приділятися науковій інфраструктурі, що “відповідає” за забезпечення інноваційного розвитку фінансової системи» [30, 66].

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, депозитарії, клірингово-розрахункові установи, тощо.

Крім постійно діючих бірж та позабіржових торговельних систем, здатних ефективно управляти власними ризиками та підтримувати

стабільність та 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. Навіть розподіл повноважень у регулюванні окремих видів ПФІ (залежно від ринку базового активу) здійснюється викривлено. Так валютні деривативи знаходяться у сфері впливу НБУ, товарні – відповідного міністерства КМУ, що відповідає за політику у сфері товарних бірж. З 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 прийнятого ДКЦПФР «Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів» вона частково підміняє регулятивні функції інших регуляторів, адже суперечливими нормами названих правил встановлено, що базовим активом — можуть бути цінні папери, товари або кошти. 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».

Питання розмежування повноважень між вказаними регуляторами та координації їх дій не тільки щодо ринку ПФІ, але і усього фінансового ринку лежить у площині тривалих дискусій щодо створення мегарегулятора ринку в Україні. Вирішення цього питання, на нашу думку, пов'язане з переходом від функціонального до секторного, а з підвищенням ступеню ефективності ринку в довгостроковій перспективі – крос-секторного принципу діяльності новоствореного мегарегулятора, в межах якого регулюванню підпадатимуть окремі види ринків з інструментами і операціями, зокрема і строковий ринок.

Першочерговою функцією регуляторів на даному етапі розвитку національного фінансового ринку, з огляду на підвищення волатильності і ризиковості фінансового сектору є посилення пруденційного нагляду за діяльністю учасників ринку. Більше того, наявність системи мікро- і макропруденційного нагляду, в межах яких застосовуються передові

інструменти дослідження і прогнозування стійкості ринку (стрес-тестування як окремого учасника, так і ринку в цілому) є виключно необхідною вимогою становлення безпечного 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, втілені папери, моделей організації клірингу і розрахунків, тощо.

Зазначена проблема набуває своєї гостроти у зв'язку з відсутністю 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 (загалом у світі функціонує близько 100 центральних депозитаріїв, що у сукупності обслуговують 95% організованого фінансового ринку, 30 з яких - європейські), варто активізувати зміну діючої, на сьогодні в Україні, оптової (дворівневої) депозитарної системи (рис. 2.9) на роздрібну із застосуванням горизонтальної моделі консолідації інфраструктури фінансового ринку на базі центрального депозитарію.

На разі в Україні на роль центрального депозитарію претендують наступні інститути: Всеукраїнський депозитарій цінних паперів, Національний депозитарій України, Міжрегіональний фондний союз (для корпоративних цінних паперів) та Національний банк України (для державних цінних паперів).

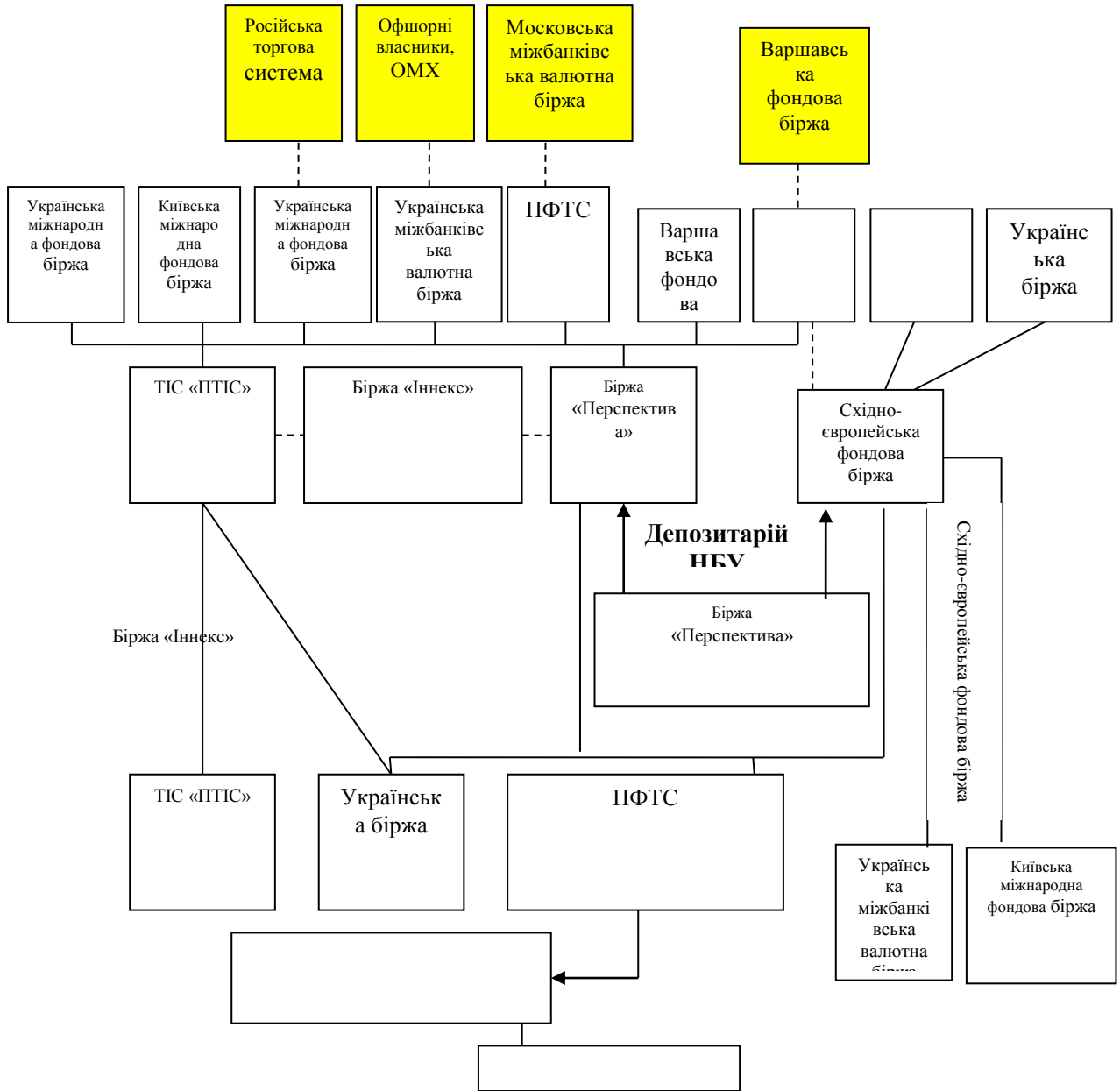


Рис. 2.9. Депозитарна система України

Джерело [16]

Крім того, неоднозначно в законодавчому полі трактується і повноваження депозитарних установ щодо здійснення клірингово-розрахункових операцій з фінансовими інструментами. Пункт 2.1 Положення про розрахунково-клірингову діяльність, затвердженого рішенням ДКЦПФР

від 27 січня 1998 року № 11-а, встановлює, що професійна розрахунково-клірингова діяльність за операціями щодо цінних паперів здійснюється виключно депозитаріями. У той же час, 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 ринку. Проте єдиного підходу до тлумачення цих норм даного 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.

В практиці зарубіжних фінансових ринків спостерігається домінантна 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 на товарні і фінансові активи). Ринки, що розвиваються, мають бути захищені від системного ризику. Ключове питання щодо впровадження позабіржових деривативів в Україні полягає в тому, наскільки ефективними є процедури управління ризиками у клірингу біржових інструментів. Лише тоді вони покажуть таку ж ефективність у клірингу щодо інструментів, які не є стандартизованими. Кліринг щодо позабіржових деривативів містить в собі набагато менше можливостей для взаємокомпенсації транзакцій, тому, як наслідок, в разі дефолту значний обсяг транзакцій/позицій потрібно буде терміново закривати, що є складним та трудомістким процесом [56].

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 свої власників – РТС. Однак знову ж таки, охоплення ринку такою технологією є 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 сегментів ринку, особливо строкового.

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. Адже в посткризовий період рейтинги за умови їх адекватності є способом пом'якшення недовіри між учасниками фінансового ринку. Вони певною мірою полегшують доступ до позикових ресурсів і свідчать про

надійність емітента ПФІ. Для кредитних ПФІ роль рейтингів є визначальною. Більшість інструментів подібного типу мають досить складні методики визначення вартості. Виходячи з цього, вони є ключовим орієнтиром для хеджерів і спекулянтів у питанні оцінки ПФІ і визначення доцільності проведення операцій з ними.

В межах аналізу інформаційного забезпечення ринку ПФІ в Україні з 10 організаторів торгівлі, зареєстрованих на 31. 12 2007 р. лише на трьох наявне 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. У зв'язку з цим національні учасники ринку недостатньо поінформовані про можливості і переваги, ризикованість та недоліки ПФІ.

Перспективним вирішенням окреслених проблем інформаційного забезпечення ринку ПФІ може стати з огляду на тенденції розвитку біржових систем світу консолідація біржової системи України на базі єдиної технологічної платформи, що може обслуговувати не звичайні тільки цінні папери, але і ПФІ, а також органічно взаємопов'язана 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, в свою чергу, зможуть 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 та відсутності офіційно затверджених і загально визнаних стандартів їх роботи.

Дані щодо підготовки фахівців для фондового ринку (таблиця 2.10) свідчать про наявність кваліфікованих кадрів, проте їхня компетентність в операціях з ПФІ на практиці не проявляється в повному обсязі.

Таблиця 2.10

Підготовка фахівців для фондового ринку України за відповідними спеціалізаціями за 1996-2009 рр.

Рік	Реєстратори	Торговці	Депозитарії	Організатори торгівлі	Управляючі активами	Усього
1996	1359		6			1365
1997	2186	1905	260	25		4376
1998	865	1232	400			2497
1999	628	1032	174	42		1876
2000	403	7745	163			8311
2001	425	752	129	30		1336
2002	1766	2018	374	31	75	4264
2003	559	1048	275	14	255	2151
2004	859	1020	287	38	251	2455
2005	1412	1805	465	44	474	4200
2006	684	1500	481	19	754	3438
2007	1311	2515	740	36	980	5582
2008	1529	3137	618	38	809	6131
2009	852	1863	629	24	335	3703
Разом	14838	27572	5001	341	3933	51685

Джерело [25]

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

– становлення ефективно діючих 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 сектору: фінансових аналітиків, ризик-менеджерів, фінансових інженерів, що базується на світових стандартах і популяризація ПФІ серед інвесторів.

Таким чином, можна зробити висновок про існування основоположної проблеми становлення ринку ПФІ – відсутність послідовної і виваженої державної політики щодо регулювання цього ринку, що знаходить подальшу конкретизацію в нормативному, методологічному та інфраструктурному аспектах.

РОЗДІЛ 3

НАУКОВО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО РОЗВИТКУ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

3.1. Методологічні підходи до облікових аспектів похідних фінансових інструментів в національній системі обліку

В межах методологічного аспекту проблеми впровадження ПФІ на фінансовому ринку України знаходиться проблема відсутності превалюючих та ефективних моделей розрахунково-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» поки що не 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 проведених спеціалізованими бухгалтерськими виданнями опитувань, 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.

З урахуванням Стратегії застосування міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні від 24 жовтня 2007 р. № 911-р, вважаємо, що для вирішення методологічних проблем щодо обліку, документування 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 відповідних міжнародних стандартів. Зазначене є особливо актуальним у світлі наближення 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.

Методичних рекомендацій і роз'яснень вимагають також не лише облікові процедури, але і норми податкового 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 ДПАУ щодо них.

Дещо краща ситуація спостерігається в банківському секторі України, адже вони з 1998 р. повністю перейшли на МСФЗ, у тому числі й стосовно ПФІ, проте і тут існують суттєві обмеження 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 [57]), банк визначає

справедливу вартість ПФІ за допомогою інформації про справедливу вартість подібних інструментів, про останні ціни угод з ПФІ з їх подальшим коригуванням, використанням дисконтування грошових потоків інструменту чи моделі ціноутворення опціонів. Відповідно застосування названої моделі викликає труднощі через незначну кількість праць українських науковців стосовно застосування загально визнаних у світі моделей визначення вартості ПФІ у вітчизняній фінансовій сфері.

З урахуванням особливостей інтеграційних процесів України, у т.ч. й у сфері облікового законодавства, нерозвиненість вітчизняного ринку цих інструментів, недосконалість та незавершеність власних нормативних актів, що регулюють облік ПФІ, пропонуємо здійснити побудову методології обліку ПФІ за МСФЗ, які на сьогодні є пріоритетними і загально визнаними на світових фінансових ринках. У свою чергу, вирішення облікових проблем з ПФІ допоможе активізувати процеси розвитку строкового сегменту вітчизняного фінансового ринку. З огляду на не досить вдале впровадження П(С)БО 13 і останнє внесення змін до МСФЗ слід розмежувати процеси побудови методології обліку ПФІ як сукупності базових, загальних принципів, що лежать в основі цього процесу, і включають визначення відповідних інструментів, їх класифікацію та методики, як сукупності конкретних заходів, що спрямовані на реалізацію вказаної методології.

Щодо обліку ПФІ загально живаними у західній практиці є МСФЗ 32 і 39. Відмінності між ними визначені різною сферою їх застосування. Так, МСФЗ 32 «Фінансові інструменти: розкриття і подання інформації» розглядає питання класифікації фінансових інструментів (на фінансові активи, фінансові зобов'язання і пайові інструменти, в межах яких і виокремлюють категорію ПФІ), деякі аспекти визнання фінансових інструментів в звітності (наприклад, розділення їх на елемент зобов'язання і елемент капіталу), залік фінансових інструментів і пов'язаних з ними відсотків, дивідендів, прибутків і збитків, а також встановлює вимоги

розкриття інформації про всі типи фінансових інструментів і пов'язаних з ними рядків в примітках до звітності .

Навпаки, МСФЗ 39 «Фінансові інструменти: визнання і оцінка» розглядає питання визнання (припинення визнання) фінансових активів і фінансових зобов'язань, їх класифікацію, порядок первинною і подальшої оцінки різних груп фінансових активів і фінансових зобов'язань, а також найбільш складні питання – спеціальний облік при хеджуванні. Сфера дії цих стандартів представлена на рисунку 3.1.



Рис. 3.1. Сфера дії МСФЗ 32 «Фінансові інструменти: розкриття та подання інформації» і МСФЗ 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка»

У зв'язку з розвитком методів, використовуваних організаціями у всьому світі для оцінки і управління ризиками, пов'язаними з фінансовими інструментами, а також необхідністю оновлення стандарту МСФЗ 30 «Розкриття інформації у фінансовій звітності банків і аналогічних

фінансових інститутів» Комітетом з міжнародних стандартів фінансової звітності було розроблено новий стандарт МСФЗ 7 «Фінансові інструменти: розкриття інформації», який був введений в дію щодо річних періодів, з 1 січня 2007 року та після цієї дати. Отже, загалом ці три стандарти в міжнародній практиці складають основу обліку фінансових інструментів в цілому і ПФІ зокрема [57].

Згідно з наведеними трьома стандартами в обліку ПФІ нами було виокремлено певні облікові етапи, зображені на рисунку 3.2.

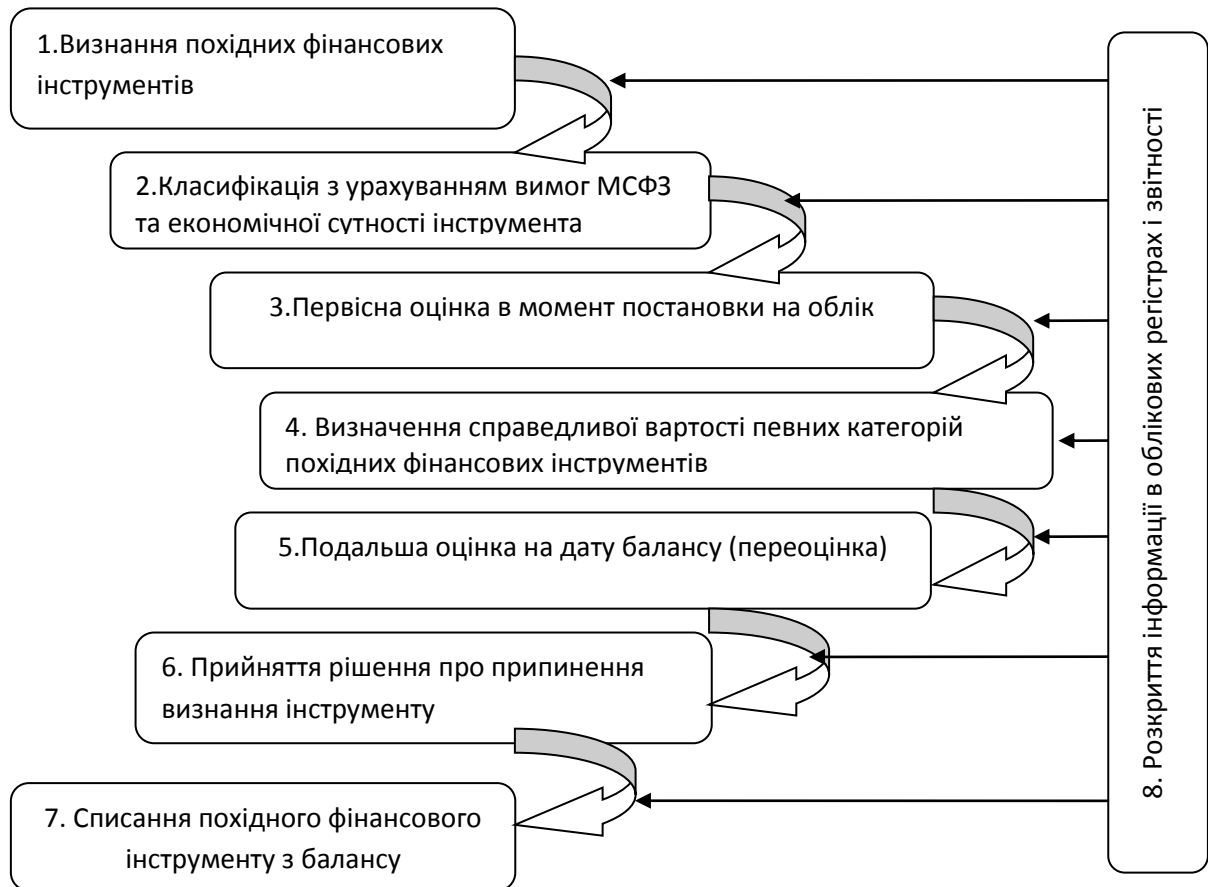


Рис. 3.2. Етапи обліку ПФІ згідно МСФЗ 32, 39, 7

Особливе місце серед вищеназваних етапів займає етап класифікації, що створює методологічне підґрунтя для проведення наступних облікових процедур стосовно ПФІ і накладає на них специфічні прийоми, пов'язані з видовими особливостями та значним різноманіттям цих інструментів.

Слід зазначити, що одним із принципів складання фінансової звітності є принцип превалювання сутності над формою. Саме цей принцип визначає класифікацію фінансових інструментів в балансі. При визначенні виду фінансового інструмента необхідно ураховувати його зміст, а не юридичну форму. Як правило, зміст та юридична форма збігаються, проте це відбувається не завжди. Наприклад, деякі фінансові інструменти набувають юридичної форми капіталу, але є зобов'язаннями за змістом, тоді як інші можуть поєднувати в собі ознаки, що відносяться до інструментів капіталу, та ознаки, які відносяться до фінансових зобов'язань. Класифікація інструмента здійснюється на основі визначення його змісту при первісному визнанні. Ця класифікація зберігається на кожну наступну дату звітності, доки фінансовий інструмент не буде виключеним з балансу підприємства [57].

Згідно з МСФЗ 32 прийнята наступна класифікація фінансових інструментів, яка цікавить нас виключно в розрізі ПФІ (рис. 3.3):

- фінансовий актив;
- фінансове зобов'язання;
- інструмент власного капіталу;
- похідні фінансові інструменти.

Залежно від предмету контракту фінансові інструменти поділяють на первинні та похідні. Більшість первинних фінансових інструментів є балансовими, наприклад, кошти в національній та іноземній валюті, дебіторська або кредиторська заборгованість, цінні папери, які надають право власності, фінансова оренда, страхові угоди фінансового характеру тощо.

Відповідно фінансовий актив чи фінансове зобов'язання може виступати похідним інструментом, розрахунки за яким здійснюються або можуть здійснюватись іншим чином, аніж обміном фіксованої суми грошових коштів або іншого фінансового активу на фіксовану кількість власних інструментів капіталу суб'єкта господарювання, при цьому до

інструментів власного капіталу не включають інструменти, які є самі контрактами на майбутнє отримання або надання інструментів власного капіталу суб'єкта господарювання.



Рис. 3.3. Класифікація фінансових інструментів

У п. 45 МСБО 39 „Фінансові інструменти: визнання та оцінка” надається класифікація фінансових активів залежно від мети кінцевого призначення, зокрема вони класифікуються на чотири категорії з відображенням у балансі [57]:

- фінансові активи за справедливою вартістю з відображенням переоцінки як прибутку або збитку;
- інвестиції, утримувані до їх погашення;
- позика та дебіторська заборгованість;
- фінансові активи, доступні для продажу.

Остання категорія цікавить нас найбільше, оскільки саме вона включає ПФІ, (крім тих що є інструментами хеджування), на відміну від інших трьох, до складу яких відносять лише непохідні фінансові інструменти.

Проте, у розрізі останнього розмежування видів ПФІ на особливу увагу заслуговує питання їх перекласифікації із групи в групу. Ключовим поняттям

у цьому процесі згідно з МСФЗ 39 є «руйнування категорії» (класифікаційної групи) – наприклад, у тому випадку, коли компанія продає або передає свої інвестиції, класифіковані як утримувані до погашення, на суму, що перевищує «незначну величину», дана категорія інструментів розглядається як «зруйнована», і компанія зобов'язана перевести інвестиції цієї категорії, що ще залишилися, в категорію тих, що доступні для продажу. Після цього їй забороняється класифікувати які-небудь активи як утримувані до погашення протягом подальших двох річних звітних періодів, поки не відновиться довіра до намірів підприємства [57].

У той же час враховуючи загальновизнаний принцип бухгалтерської практики, а саме: превалювання сутності над формою, представимо класифікацію ПФІ, виходячи з їх економічної сутності (рисунок 3.4), а у додатку А приведемо схематично дерево з прийняття рішень щодо класифікації ПФІ.

Основну увагу серед наведених інструментів слід приділити перспективному і поки що досить проблемному у застосуванні українськими підприємствами виду фінансових інструментів – структурованим інструментам.

Структурований похідний інструмент - це компонент гібридного (комбінованого) інструмента, який також включає основний контракт про непохідний інструмент - результатом чого є варіювання деяких грошових потоків від комбінованого інструмента, подібне до автономного похідного інструмента. Вбудований похідний інструмент є причиною того, що деякі (або всі) грошові потоки (які у протилежному випадку були б потрібні за контрактом) модифікуються на основі визначеної ставки відсотка, ціни фінансового інструмента, цін на товари, курсу обміну валют, індексу цін чи ставок, показника кредитного рейтингу чи кредитного індексу, або іншої змінної (за умови, що у випадку нефінансової змінної, змінна не є характерною для сторони контракту). Похідний інструмент, що додається до фінансового інструмента, але може передаватися за контрактом незалежно

від цього інструмента, або має іншого контрагента, ніж цей інструмент, являє собою не вбудований похідний інструмент, а окремий фінансовий інструмент.

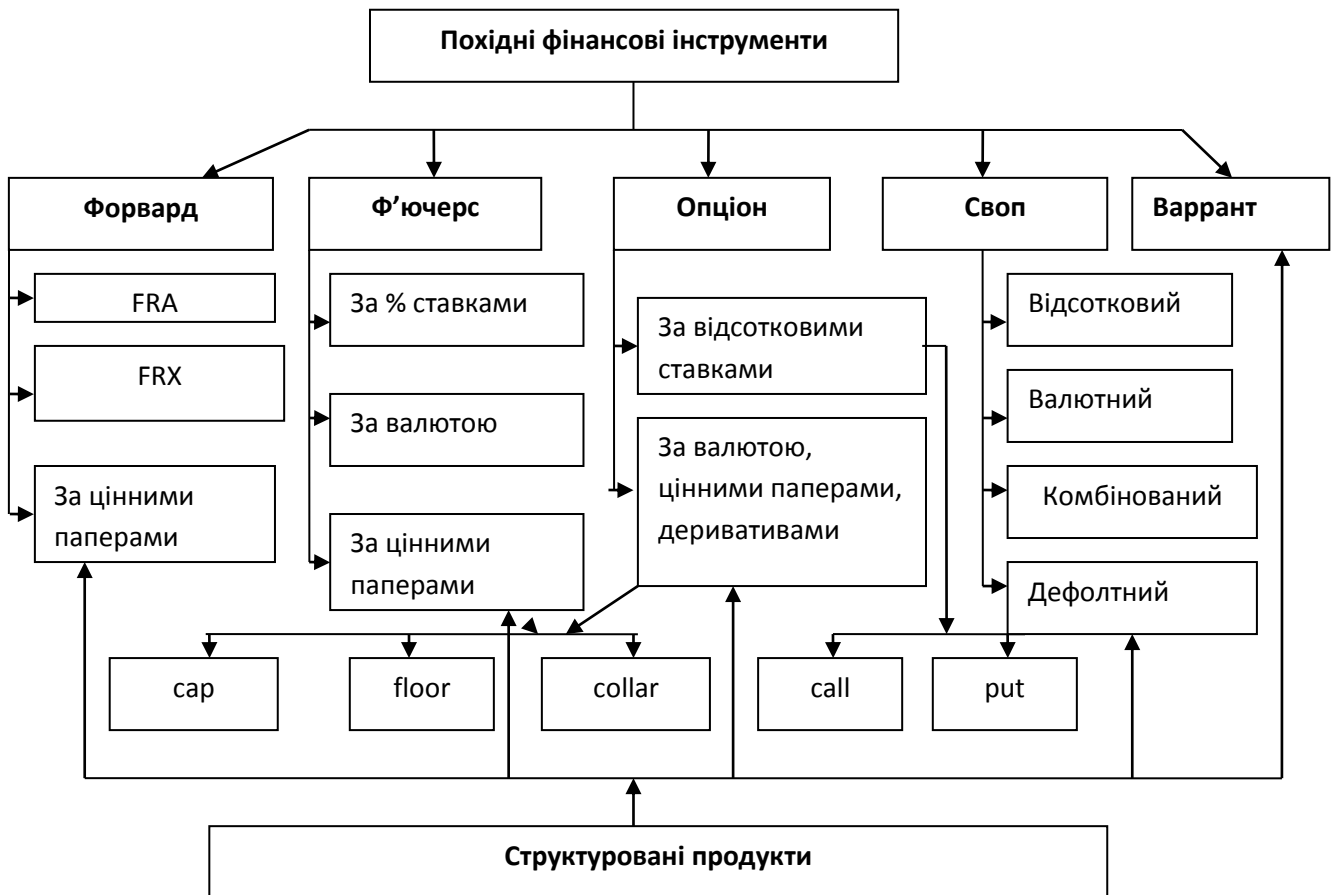


Рисунок 3.4 – Класифікація ПФІ за економічною сутністю

Структуровані інструменти – це вид фінансових інструментів, що поєднує декілька (найчастіше дві) частин. Перша частина – консервативна з мінімальним доходом і мінімальними ризиками для інвестора виступає у вигляді інструментів сек'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, що набуває статусу вбудованого [11].

Структуровані інструменти існують перш за все як базис та предмет вивчення такого напрямку наукової думки як фінансовий інжиніринг, що

покликана вирішувати фінансові проблеми за допомогою технології інвестування і у своєму розвитку нерозривно пов'язаний з обліком і аналізом [49].

Детальний перелік найбільш поширених інструментів, наведено в додатку Б, серед яких важливе місце посідає так званий «Список Фіннерті», який постійно оновлюється і доповнюється інноваційними інструментами.

За рахунок об'єднання в одному продукті традиційних інвестиційних інструментів (акції, облігації і депозити) з похідними (ф'ючерси, свопи, опціони) вдається створити ефективний інвестиційний продукт.

Головні переваги, які можуть надати підприємству використання структурованих продуктів зображені на рис. 3.5 [13].

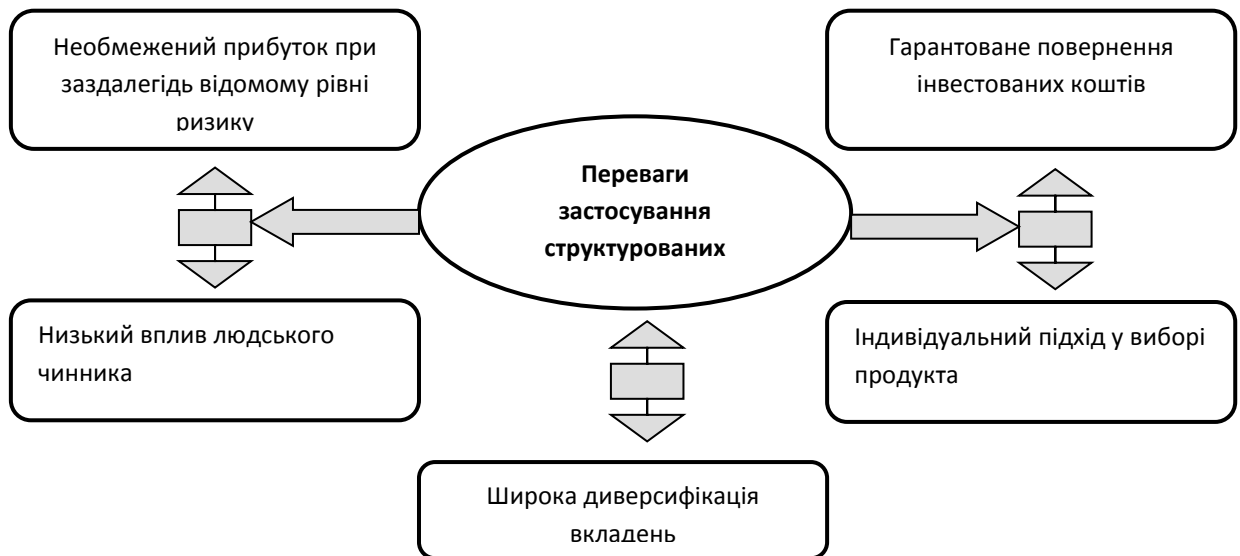


Рис. 3.5. Переваги застосування структурованих продуктів для суб'єктів господарювання

Із специфікою структурованих продуктів, тісно пов'язані й особливості їх обліку. За МСФЗ існують окремі положення при відображенні таких складних (вбудованих) інструментів, щодо кожного з елементів яких існує особливий порядок.

Прикладами вбудованих ПФІ, які не пов'язані безпосередньо з початковими договорами (і, отже, повинні враховуватися окремо), виступають:

– опціон на конвертацію в пайові цінні папери, вбудований в борговий інструмент, конвертований в звичайні акції (тільки з погляду власника);

– опціони "кэп" і "флор", вбудовані в основний договір, що має форму боргового інструменту, за умови, що ставка виконання опціону "кэп" 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 засобів;

– ПФІ, що відносяться до іноземної валюти, вбудовані в договори на покупку або продаж нефінансових статей, якщо іноземна валюта не є валютою однією із сторін за договором, не є валютою, в якій зазвичай виражається вартість відповідного товару або послуги в ході торгових операцій у всьому світі, і не є валютою, яка зазвичай використовується в таких договорах в тій сфері економічної-господарської діяльності, в якій здійснюється дана операція.

Відповідно, якщо структурований інструмент відповідає визначенню вбудованого похідного фінансового інструменту за МСФЗ 39, а саме він виступає елементом договору, грошові потоки по якому демонструють таку ж динаміку змін, що і рух грошових потоків по самостійному похідному фінансовому інструменту, то до нього застосовується особливий порядок виокремлення і обліку згідно цього ж стандарту. Ним передбачені певні умови, при існуванні хоча б однієї з них, вбудований похідний фінансовий інструмент слід виділяти з основного договору і враховувати як похідний фінансовий інструмент. До них зокрема належать наступні:

а) економічні характеристики та ризики вбудованого похідного інструмента не пов'язані тісно з економічними характеристиками та ризиками основного контракту;

б) окремий інструмент із такими самими умовами, як і вбудований похідний інструмент, відповідатиме визначенню похідного інструмента;

приділити підтвердженню класифікаційної приналежності фінансового інструменту до класу похідних, тобто таких, зміни справедливої вартості яких відображаються у прибутку чи збитку.

Отже, можна говорити про те, що підґрунтям для побудови методології обліку ПФІ в Україні в контексті її входження на світові фінансові ринки, що супроводжують реформуванням національної облікової системи згідно міжнародних вимог є МСФЗ. Стосовно ПФІ базовими нормами є положення стандартів 32, 39, та 7, що розкривають основні облікові моменти у визнанні, класифікації, первісній і наступній оцінці, визначенні справедливої вартості, прийнятті рішення про списання ПФІ і розкриття інформації про них в облікових регістрах і звітності.

Таким чином, ключовим етапом у методології обліку ПФІ, що визначає та конкретизує подальші облікові процедури для їх значного видового різноманіття є класифікація – згідно з МСФЗ та загальноекономічна, що також включає малопоширені, але перспективні структуровані фінансові інструменти, з якими пов'язані особливі критерії виокремлення та обліку.

В обліку ПФІ значну роль відіграють окремі методичні прийоми, досить детально описані в МСФЗ і недостатньо розкриті в П(С)БО 13, особливо що стосується визнання, оцінки, припинення визнання таких інструментів.

Від методології (визначень та класифікації ПФІ), розглянутої у попередньому пункті, перейдемо безпосередньо до конкретних прикладних питань їх визнання (припинення визнання), оцінки (подальшої оцінки) та відображення їх у фінансовій звітності.

3.2. Стан і перспективи розвитку інформаційного забезпечення біржового ринку похідних фінансових інструментів

Фондові ринки як у розвинутих країнах, так і в країнах, що розвиваються, працюють, спираючись на постійне надходження надійної та

послідовної інформації, що підтримує ринок. Емпіричні докази вказують на те, що розвиток фінансового сектору країни є виключно важливим для її зростання. Настільки ж важливо те, що дослідження доводить існування позитивного зв'язку між якістю системи корпоративного розкриття інформації та економічними результатами.

Для достатньої прозорості фондового ринку повинно забезпечуватися широке інформування про доходність операцій з цінними паперами та ризики, пов'язані як з емітентами, так і з діяльністю посередників на фондовому ринку. Ця інформація забезпечуватиметься шляхом встановлення процедур та стандартів розкриття інформації про емісії цінних паперів, емітентів, ціни та обсяги торгівлі цінними паперами. Подавати таку інформацію повинні емітенти, посередники, системи біржової та позабіржової торгівлі, Комісія з цінних паперів через офіційні та спеціальні видання. Держава сприятиме впровадженню передових технологій, необхідних для підтримки ринку цінних паперів [75].

Особливою проблемою як для інвесторів, так і для громадян України є проблема інформації на фондовому ринку. Будь-яка інвестиція починається з отримання інформації про об'єкт інвестування та доцільність інвестицій. Інформаційне забезпечення є однією з найважливіших складових ефективної діяльності інституціональних інвесторів. Але учасники фондових угод повинні бути не тільки досить інформовані про товар і його продавця, а й знаходитися в рівних умовах інформованості. Тому неприпустимо, щоб хтось незаконним шляхом отримував раніше за інших інформацію про вигідність і умови вкладення капіталу в той чи інший цінний папір. Мова йде про право інвестора й емітента на комерційну таємницю, про збереження, зокрема, інсайдерської інформації (від англійського *inside* -внутрішній).

В усіх країнах проблема якісного інформаційного забезпечення інвесторів стоїть найактуальніше. Специфіка проблеми полягає в тому, що

для ухвалення рішення інвесторів необхідно ясно уявляти собі ситуацію з великим числом активів і ринків. При цьому важливі як зміст інформації, своєчасність отримання даних з точністю до секунди, так і коректно побудована тенденція руху курсової вартості. Для вирішення проблеми потрібний високотехнологічний інформаційний продукт: дані потрібно отримати швидко і при цьому вартість інформації для масового споживача відомостей про ліквідні ринки не повинна бути високою.

В Україні формування структури фондового ринку забезпечується такими законодавчими актами Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.96 №448/96-ВР; Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.97 №710/97-ВР.

Емітенти, що здійснили публічне розміщення цінних паперів, зобов'язані вчасно й у повному обсязі розкривати інформацію про фінансово-господарський стан і результати діяльності емітента; будь-яких діях, які можуть вплинути на фінансово-господарський стан емітентів й спричинити істотну зміну ціни на його цінні папери, власників або номінальних власників великий пакетів акцій (більше 10%).

На виконання Указу Президента України «Про рішення Ради національної безпеки і оборони України» від 15 червня 2007 року «Про хід виконання рішень Ради національної безпеки і оборони України щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні» № 659/2007 від 20 липня 2007 року робочою групою в складі представників Держфінпослуг, Національного банку України та ДКЦПФР була розроблена «Стратегія розвитку фінансового сектору України до 2015 року (проект)» [76].

Згідно з цим документом зазначено проблеми функціонування фінансового ринку України, зокрема проблеми інформаційного забезпечення: «..залишається незавершеною та малоефективною інфраструктура фондового ринку. Права інвесторів, особливо громадян, слабо захищені».. Для вирішення проблем необхідно здійснити такі заходи:

– інституційно зміцнити організований ринок цінних паперів України шляхом розвитку об'єктів його інфраструктури та застосування сучасних технологій обслуговування торгівельних операцій, використання можливостей Інтернету, новітніх інформаційних технологій та сучасного програмного забезпечення;

– забезпечити ефективну систему захисту законних інтересів інвесторів шляхом підвищення інформаційної прозорості ринку, гарантованого виконання укладених угод, удосконалення обліку прав власності щодо цінних паперів та запровадженні компенсаційних механізмів відповідно до вимог законодавства ЄС [91].

Саме мають бути реалізовані такі заходи з розвитку інфраструктури ринку: поступово дематеріалізований обіг цінних паперів і переведення всіх попередніх випусків цінних паперів з матеріалізованого вигляду в дематеріалізований.

Всі ці кроки вимагатимуть розробки відповідних законодавчих актів, а також організації діалогу з питань консолідації цієї системи між регуляторними органами, саморегулювальними організаціями учасників фінансового ринку та інвесторами.

Окрему увагу Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку приділяє розвитку системи розкриття інформації на фондовому ринку. За період існування Загальнодоступної інформаційної бази даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів – www.stockmarket.gov.ua (розпочала роботу 01.03.2007 р.) – в ній зареєстровано понад 15,68 тис. емітентів. Вони розкрили понад 52,4 тис. особливих інформаційних повідомлень та понад 11,5 тис. кварталних інформаційних повідомлень. Більше 14,03 тис. емітентів оприлюднили річні звіти за 2008 р.

Будь-який фондовий ринок складається з таких компонентів:

- суб'єкти ринку;
- власне ринок (біржовий, позабіржовий, фондові ринки);
- органи державного регулювання і нагляду;

- саморегулювальні організації;
- інфраструктура ринку.

У відповідності з існуючим законодавством в Україні учасниками ринку цінних паперів є емітенти, інвестори та особи, що здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів.

Державна комісія з цінних паперів і фондової біржі (ДКЦПФБ) відповідає за встановлення порядку і регулювання діяльності на фондовому ринку, нагляд за дотриманням чинного законодавства і застосування санкцій до його порушників. ДКЦПФБ визначає вимоги до розкриття інформації, надає і відкликає ліцензії учасникам ринку (депозитаріям, реєстраторам тощо), а також проводить інспекції і перевірки на місцях.

В свою чергу інфраструктура ринку складається з :

- правового забезпечення;
- інформаційного забезпечення ;
- депозитарної і розрахунково-клірингової мереж;
- реєстраційної мережі.

Проаналізуємо основні складові інфраструктури фондового ринку, вказавши для кожної визначення та функції – табл. 1.

НБУ спільно з найбільш активними учасниками фондового ринку (головним чином, комерційними банками), у березні 1997 року заснував Міжрегіональний фондовий союз (МФС). Ця компанія надає депозитарні і розрахунково-клірингові послуги. МФС веде облік прав власності на цінні папери через відповідні рахунки, забезпечує електронний обіг цінних паперів та здійснює розрахунково-клірингові операції.

Таблиця 3.1

Основні складові інфраструктури фондового ринку

№ з/п	Складова	Визначення	Види діяльності
1	Депозитарій цінних паперів	Юридична особа, яка здійснює виключно депозитарну діяльність і може здійснювати кліринг та розрахунки відносно	Збереження та обслуговування обігу цінних паперів на рахунках в цінних паперах та операції емітента щодо випущених ним

		угод по цінних паперах	цінних паперів, кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів, ведення реєстрів власників іменних цінних паперів
2	Зберігачі	Комерційний банк або торговець цінними паперами, який має дозвіл на збереження та обслуговування обігу цінних паперів та операцій емітента	Збереження та обслуговування цінних паперів на рахунках в цінних паперах; ведення реєстрів власників іменних цінних паперів
3	Фондові біржі	Акціонерне товариство, яке координує попит та пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та здійснює свою діяльність у відповідності з законами, статутом та правилами фондової біржі	Організація укладання угод купівлі/продажу цінних паперів та їх похідних; надання інформаційних послуг в сфері організації торгівлі цінними паперами
4	Торгово-інформаційні системи	Юридична особа, яка здійснює діяльність щодо організації торгівлі на позабіржовому ринку і має або управляє електронною торгово-інформаційною мережею, яка надає можливість обміну пропозиціями купівлі/продажу цінними паперами	Організація торгівлі цінними паперами на позабіржовому ринку (виключний вид діяльності); надання інформаційних послуг в сфері організації торгівлі цінними паперами
5	Саморегулюючі організації	Добровільне об'єднання професійних учасників ринку цінних паперів, яке не має на меті отримання прибутку, створене з метою захисту інтересів своїх членів, інтересів власників цінних паперів та інших учасників РЦП та зареєстроване ДКЦПФР	Постійна координація господарської діяльності професійних учасників фондового ринку без права втручання в комерційну діяльність її учасників
6	Реєстратори	Юридична особа – суб'єкт підприємницької діяльності, який отримав в установленому порядку дозвіл на ведення реєстрів власників цінних паперів	Ведення реєстрів власників іменних цінних паперів

Послуги зберігача в сучасній Україні надають ряд банків, зокрема Укрексімбанк, Приватбанк та ін.

В Україні існує ряд організованих фондових бірж (Українська фондова біржа, Київська міжнародна фондова біржа тощо).

Розглянемо структуру та характеристику інформаційної системи біржової торгівлі. Узагальнена схема функціонування підсистем біржі, що

відповідає традиційному веденню угод з цінних паперів і дає змогу реалізувати всі технологічні етапи біржового процесу, зображена на рис.3.7.

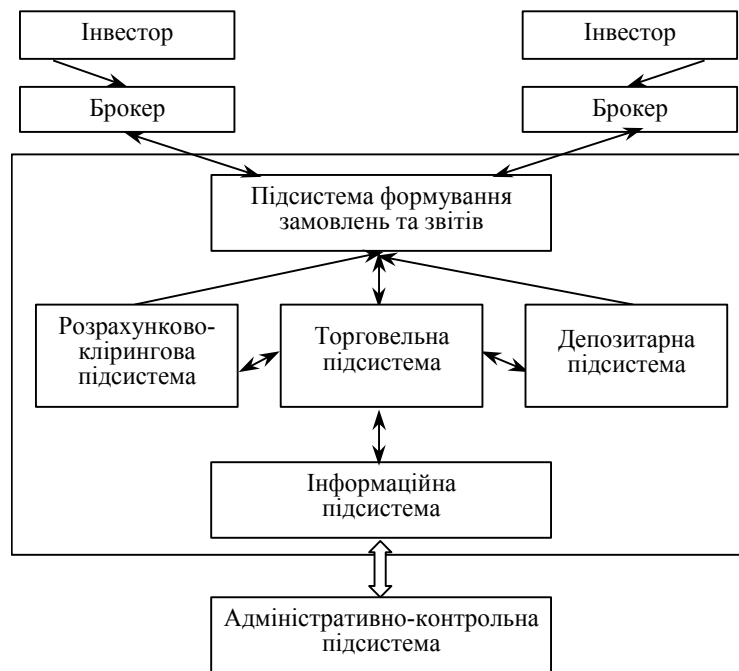


Рис. 3.7 – Узагальнена схема функціонування підсистем біржі

Підсистема формування замовлень та звітів. Ця підсистема розпочинає та завершує роботу основної функціональної підсистеми біржі – торговельної.

В ній відбувається формування відомостей (книги) замовлень. Потім інформація передається в торговельну підсистему, а після закінчення торгової сесії формується звітна документація для брокерів.

Усі інформаційні системи бірж підтримують введення замовлень безпосередньо з робочого місця учасників торгів, а деякі (наприклад, американська «Pacific Stock Exchange», Московська міжбанківська валютна біржа) – введення замовлень із віддаленого терміналу.

Крім інформаційних зв'язків із торговельною підсистемою ця підсистема має також зв'язки з розрахунково-кліринговою й депозитарною підсистемами, звідки надходять дані про наявність грошових засобів на

рахунку брокера-покупця та наявність цінних паперів на рахунку депо у брокера-продавця.

Торговельна підсистема. Дана підсистема призначена для проведення біржових торгів. Починаючи від аналізу замовлень, що надходять від підсистеми формування замовлень та звітів, та закінчуючи проведенням угоди. Підсистема функціонує тільки в період торгової сесії, що визначається правилами проведення торгів для даної біржі.

Розрахунково-клірингова та депозитарна підсистеми. Ці підсистеми здійснюють розрахунки поточних позицій учасників торгів щодо грошових коштів, фінансових інструментів (цінних паперів) та підсумкових зобов'язань учасників після завершення торгової сесії. Основна мета даної підсистеми – реалізація принципу трьох «П»: «постачання проти платежу», який означає одночасне здійснення розрахунків за зобов'язаннями учасників (перерахунок грошових коштів за рахунками учасників збігається з перерахунком цінних паперів по рахунках депо). За міжнародними стандартами усі взаєморозрахунки за угодою мають бути здійснені у триденний строк.

Організаційно дані підсистеми не обов'язково функціонують у рамках біржі. Постачальниками послуг можуть бути сторонні організації, що мають з'єднання з біржовою системою за допомогою засобів телекомунікації. Функції депозитарію можуть виконувати фінансові організації, які мають ліцензію на таку діяльність. Так, наприклад, у Німеччині таку діяльність виконують два акціонерні товариства, одне з яких призначене для цінних паперів, що випущені акціонерними товариствами та державними організаціями, інше – для іноземних цінних паперів.

Постачальниками розрахунково-клірингових послуг є банки та розрахунково-клірингові палати.

Однією з головних вимог, що ставиться до цих систем учасниками ринку, є мінімум ризику проведення угоди.

Роль інформаційного забезпечення фондового ринку в економіці постійно змінюється. Питання це викликає не лише теоретичний інтерес, воно має практичне значення. Однак його вирішення є надзвичайно складним та багатоплановим. Так, на вирішення цього питання мають значний вплив оцінка ризиків. З розвитком біржової торгівлі в Україні, ускладненням операцій, що проводяться, збільшенням кількості послуг, що надаються, і територій, на яких ці послуги надаються, збільшується дія операційного ризику.

Величезні збитки, які виникли в процесі діяльності фірм, що торгують на фондовому ринку, є наслідком, в основному, недостатнього фінансового контролю. Кожній організації, що здійснює фінансові операції, потрібне оперативне управління ризиками. Основними його принципами є:

- комплексний підхід,
- процедури прийняття ризику і визначення лімітів кредитування,
- ефективні системи контролю, моніторингу і звітності.

В зв'язку з цим, для цілей управління операційними ризиками зростає значення інформаційного забезпечення фондового ринку, а саме інформаційних систем біржової торгівлі. Функціонування підсистем біржі відповідає традиційному веденню угод з цінних паперів і дає змогу реалізувати всі технологічні етапи біржового процесу.

Операційний ризик представляється як операційно-технічний ризик і визначається як потенційний ризик для довгострокового існування установи, який виникає із-за недоліків корпоративного управління, системи внутрішнього контролю або інформаційних технологій і процесів обробки інформації з точки зору управління, універсальності, надійності, контролю і безперервності робіт.

Операційно-технологічний ризик виникає також із-за неадекватності інформаційних технологій і процесів обробки інформації, у тому числі внаслідок неадекватності стратегії, політики і використання інформаційних технологій. До інших аспектів операційно-технологічного ризику відносяться

вірогідність непередбачених подій, наприклад пожежі або стихійного лиха. Причини операційних ризиків можна розділити на чотири основні групи (таблиця 3.2).

Таблиця 3.2

Групи і чинники операційного ризику

Групи	Чинники
Персонал	<ul style="list-style-type: none"> - недостатня компетентність і відсутність досвіду; - операції з використанням конфіденційної інформації; - внутрішнє шахрайство; - несанкціонована діяльність; - трудові позови
Процеси та внутрішній контроль	<ul style="list-style-type: none"> - помилки в корпоративній діяльності; - неадекватний розподіл повноважень; - використання некоректних даних, проводок і розрахунків по фінансових операціях; - помилки в звітності і оподаткуванні
Інформаційні системи та технології	<ul style="list-style-type: none"> - збої інформаційної системи і відмова устаткування; - неповне резервне копіювання даних; - незахищена обробка даних; - злом інформаційної системи і зараження вірусом
Зовнішнє середовище	<ul style="list-style-type: none"> - зміни в законодавстві; - фізичний збиток від стихійного лиха чи некоректних дій зовнішніх сторін; - зовнішнє шахрайство; - зміни в технологіях

На нашу думку, для управління операційним ризиком необхідно створити окремий і незалежний підрозділ, який тісно було б інтегровано в систему управління ризиками. Залишається необхідність розробки централізованої системи управління операційними ризиками для збільшення ефективності роботи відділів по управлінню ризиками.

Національний депозитарій України (НДУ), як розрахунковий депозитарій, здатний здійснювати кліринг та розрахунки за договорами щодо цінних паперів, укладеними на біржах та позабіржовому ринку професійними учасниками фондового ринку, а також обслуговувати біржове розміщення цінних паперів для емітентів у відповідності до міжнародних

стандартів та з використанням сучасних технологій, перевірених у фінансових установах України і світу. НДУ здійснює обслуговування договорів щодо цінних паперів, які укладаються на біржі, за наступними технологіями:

- поставка/одержання цінних паперів проти оплати за договорами, укладеними на біржі, без попереднього резервування учасниками біржових торгів цінних паперів та/або грошових коштів перед укладанням договорів;
- поставка/одержання цінних паперів проти оплати за договорами, укладеними на біржі, з попереднім резервуванням учасниками біржових торгів цінних паперів та/або грошових коштів для участі у торгівельній сесії;
- обслуговування розрахунків за договорами, укладеними на біржі, при проведенні біржового розміщення цінних паперів.

НДУ має договори про кліринг та розрахунки за договорами щодо цінних паперів з наступними біржами:

- Східно-Європейська фондова біржа (Київ),
- Фондова біржа «Перспектива» (Дніпропетровськ),
- Фондова біржа «ПФТС» (Київ),
- «Українська міжбанківська валютна біржа» (Київ),
- «Українська фондова біржа»,
- ВАТ «Українська Міжнародна Фондова Біржа»,
- ВАТ «Київська Міжнародна Фондова Біржа»,
- ЗАТ "Фондова біржа "ІННЕКС" (Київ),
- ВАТ "Українська біржа" (Київ),
- "Придніпровська фондова біржа" (Дніпропетровськ).

Національний депозитарій в 2009 р. збільшив в 2 рази об'єм обслуговуваних депозитарних активів, до 17,8 млрд грн, в порівнянні з 8 млрд. грн. в 2008 р. Про це повідомив на прес-конференції голова правління Національного депозитарію України Володимир Улянов. Згідно даним

В.Ульянова з посиланням на річний звіт, кількість емітентів, які є клієнтами НДУ, виросло з 54, до 118, хранителів - з 59, до 122. Кількість бірж-партнерів виросла з 2 - до 7.

У серпні 2010 року Національний депозитарій України встановив двосторонні кореспондентські відносини з Всеукраїнським депозитарієм цінних паперів. На виконання Закону України "Про внесення змін до деяких законів України щодо підвищення вимог до професійних учасників фондового ринку" НДУ підписав договір про відкриття та обслуговування кореспондентського рахунку в ВДЦП. Також, для забезпечення ідентичності функціонування кореспондентських відносин між депозитаріями, були внесені зміни в договір про відкриття та обслуговування рахунку ВДЦП в НДУ, який діє з листопада 2009 року. Таким чином, реалізовується норма Закону України «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», яка набрала чинності 27 липня 2010 року, та передбачає встановлення двосторонніх повнофункціональних кореспондентських відносин між українськими депозитаріями, з взаємним відкриттям кореспондентських рахунків. Повнофункціональні кореспондентські відносини між НДУ та ВДЦП дозволять учасникам ринку отримати доступ до цінних паперів, які зберігаються в обох депозитаріях.

Інформаційна підсистема. Її основне функціональне призначення – накопичення всієї доступної інформації, що передує біржовому процесу та супроводжує його, а також видача біржової інформації та результатів аналізу біржового процесу зовнішнім отримувачам інформації.

Історично склалося так, що саме у рамках даної підсистеми вперше почали використовувати технічні засоби для поширення інформації про укладені угоди та курси цінних паперів.

Основні вимоги учасників до інформаційної підсистеми: спроможність підтримувати великі обсяги інформації, оперативність оновлення даних на моніторі користувача, одночасність надання інформації всім брокерам.

Крім поширення інформації для брокерів, інформаційна підсистема ще формує відповіді за запитами користувачів із робочих місць.

Адміністративно-контрольна підсистема. Основною функцією цієї підсистеми є «нагляд» за діяльністю всіх підсистем біржі та діяльністю учасників біржового процесу (брокерів). Крім того, функцією даної підсистеми є налаштування підсистем на визначений біржовий процес.

Обчислювальна техніка у рамках функціональних підсистем застосовується по-різному. Біржі можуть мати неоднаковий рівень автоматизації. Так, наприклад, на Франкфуртській фондовій біржі комп'ютер використовується лише для введення інформації про укладання угод. Поряд з такою технологією відомі і «електронні» біржі.

Прикладом торгівельно-інформаційної системи в Україні є Перша фондова торгівельна система (ПФТС). ПФТС представляє собою електронну торгово-інформаційну систему, принципи побудови якої запозичена від відомої американської системи NASDAQ. З моменту заснування ПФТС у липні 1996 року обсяги торгів на ній швидко зростають. В значній мірі це пояснюється великим зацікавленням до українського ринку з боку іноземних інвесторів.

Найбільша в Україні фондова біржа ПФТС у 2009 році ввела у дію нову систему торгівлі цінними паперами - Торгову систему ASTS, яка являє собою програмний продукт, створений фахівцями Московської міжбанківської валютної біржі (ММВБ). Ця система забезпечує торгівлю у режимі реального часу на усіх ринках групи ММВБ: фондовому, валютному, державних цінних паперів, строкових контрактів, грошових та товарних ринках [63].

Автоматичні торгові системи здатні самостійно відкривати і закривати торгові позиції в реальний момент часу. Це дає можливість вести торгівлю без особистої участі людини. Іншими словами, здійснювати автоматичне введення ордерів на біржу чи на торгову платформу брокера. Головною перевагою автоматичної торгової системи є її цілісність і самодостатність,

тобто вона має закінчений набір програмних та апаратних рішень, необхідних для самостійного функціонування і ведення торгівлі.

Механізм ринку заявок гарантує безпеку торгівлі на біржі для професійних торговців і приватних інвесторів, без нього неможливо було б в короткий час повернути довіру до фондового ринку. Тобто завдяки обов'язковому 100%-ному депонуванню грошей та цінних паперів для здійснення операцій на фондовій біржі (угоди репо), а також використанні багаторівневої системи захисту, в т.ч. використанні електронного цифрового підпису (ЕЦП) було залучено внутрішнього українського інвестора. Сьогодні в Україні здійснювати он-лайн торгівлю цінними паперами (на ринку заявок і ринку котирувань) є можливість на двох торгівельних майданчиках – на ВАТ «Українська біржа» і ВАТ «ПФТС». Та тільки коли в Україні буде справжня конкуренція між фондовими біржами, це дасть якісно новий ривок у розвитку фондової інфраструктури і біржових технологій. Тому очікується вихід на український ринок нових фондових операторів, включаючи західних.

На сьогодні в Україні використовуються торгівельні платформи для доступу на фондові біржі, такі як QUIK, SmartTrade та ін. З часом їх кількість буде тільки зростати. Поряд з цим, застосовують і програми українських фірм-розробників: ASTS, PAPERS та ін.

Торгівельна система безпосередньо адаптована до потреб фондової біржі ПФТС і цілком інтегрована з розрахунково-депозитарною системою депозитарію "Міжрегіональний фондовий союз" (МФС) – рис.3.8.

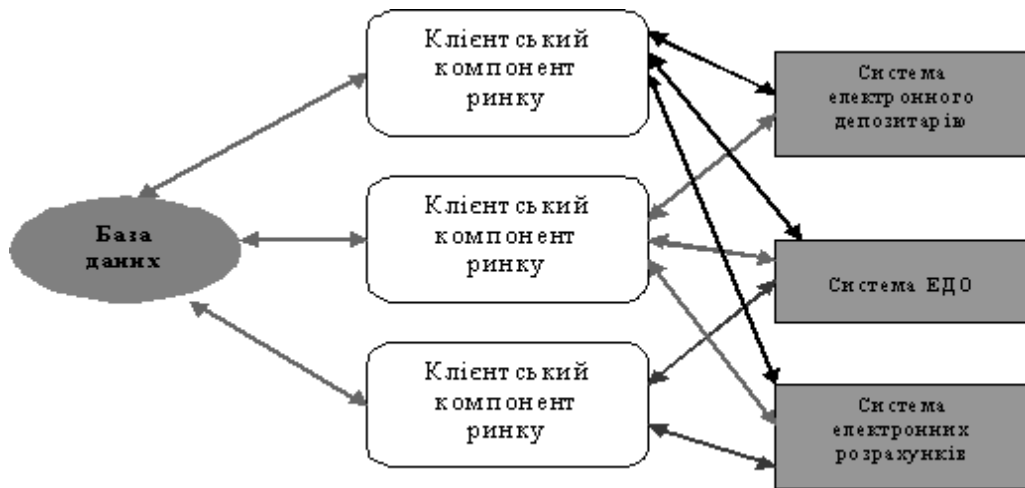


Рис. 3.8. Архітектура компонента збереження даних

Система забезпечує:

- проведення торгів на фондовому ринку і ринку державних паперів у режимі переговорних угод (РПУ), аналогічно ринку котирувань ПФТС;
- проведення торгів на фондовому ринку в режимі основних торгів (безупинний зустрічний аукціон, дискретні подвійні аукціони);
- реєстрацію позабіржових угод;
- взаємодію з брокерськими системами учасників торгів ПФТС;
- локалізацію програмного забезпечення нової торгової системи і робочих місць учасників торгів PFTS TRADE SE українською мовою;
- розрахунок біржових індексів у режимі реального часу відповідно до вимог ПФТС та ін.

Торгова система ASTS для ПФТС дозволяє проводити торги з наступними інструментами:

- акції;
- облігації (державні, муніципальні і корпоративні, безкупонні і з різними типами визначення купонних виплат);
- паї інвестиційних фондів;
- РЕПО різних типів з акціями й облігаціями різних видів.

Крім того, надалі планується початок проведення торгів з наступними інструментами:

- валютні інструменти з різними строками розрахунків;
- валютні СВОПИ;
- валютні депозити;
- валютні кредити;
- розрахункові ф'ючерси на валютні активи і дисконтну ставку;
- аукціони на валютні активи.

Торгівельна система ASTS дозволить Фондовій біржі ПФТС значно підвищити надійність роботи і розширити можливості професійних учасників українського ринку з використання нових режимів торгів і систем Інтернет-трейдингу. Крім того, впровадження нової торгівельної системи створить умови для більш активного залучення інвестицій на український фондовий ринок і буде сприяти процесу інтеграції України у світову фінансову систему.

Поява і розвиток в Україні інтернет-трейдингу свідчить про причетність до цього глобального процесу. У контексті дослідження поняття «інтернет – трейдинг» означає здійснення операцій купівлі/продажу цінних паперів на фондовій біржі за допомогою спеціальної сертифікованої програми, встановленої на комп'ютері.

До інтернет-торгівлі відносяться: торгівля товарами через аукціони, торгівля послугами, інтернет-торгівля фінансовими інструментами, як валюта або цінні папери. Інтернет-трейдинг на фондовому ринку - тут йдеться про прямий доступ інвестора до торгів цінними паперами на фондовій біржі (direct market access) за допомогою мережі інтернет. Також інтернет-трейдинг ще називають: інтернет-брокерідж, інтернет-інвестування, он-лайн торгівля, торгівля цінними паперами (акціями) через інтернет, он-лайн трейдинг і т.д.

У Росії інтернет-трейдинг почав активно розвиватися лише в останні роки, хоча започаткували його десять років тому на Московській міжбанківській валютній біржі (ММВБ). А ось у США та в Західній Європі торгівля цінними паперами перемістилася в інтернет ще в середині 90-х років

минулого століття (у них він називається – «direct market access»). Наслідком запровадження інтернет-трейдингу в цих країнах стало збільшення самих фондових ринків за рахунок активів внутрішніх інвесторів.

Назва «інтернет-трейдинг» почала використовуватись на українському фондовому ринку нещодавно, хоча стала вже досить популярною серед наших інвесторів. В Україні офіційною датою запуску інтернет-трейдингу є 26 березня 2009 року. Інтернет-трейдинг у нас з'явився завдяки фондовому майданчику - ВАТ «Українська біржа», яка запустила його у розквіт фінансової кризи.

Кризові події 2008 року в Україні тимчасово поставили під сумнів можливість використання цінних паперів українських емітентів, як надійні інвестиційні інструменти і загальмували розвиток фондового ринку, як такого. Для стабілізації ситуації на фондовому ринку України ВАТ «Українська біржа» запустила ринок заявок, з прямим доступом інвесторів до нього (інтернет-трейдинг). При запуску український інтернет-трейдинг перейняв всі кращі напрацювання із сусідньої Росії, а також зараз переймає хороший досвід з Америки, Європи та Азії.

У вересні 2009 року кількість операцій на Українській біржі за участю фізичних осіб виросла на 92%. Але, не дивлячись на інтерес українців до інтернет-трейдингу, до насичення цього ринку ще далеко.

На даний момент об'єми ринку інтернет-трейдинга в загальному обсязі біржових фондових торгів складають вже більше 30%. У грошовому виразі це 150-200 млн. грн. в місяць [12].

Тепер завдяки повному переходу на електронний документообіг, а також завдяки автоматизації здійснення операцій на фондовому ринку, інтернет-трейдинг забезпечує найбільш вигідні умови для приватних інвесторів. Доступність і оперативність – є основними критеріями бурхливого розвитку усіх сервісів пов'язаних з інтернетом, а он-лайн торгівля цінними паперами в цьому плані не є виключенням.

Вигоди інтернет-трейдингу для приватних інвесторів зрозумілі. Спрощується і прискорюється процес обороту укладення договорів, зростає майже до безмежності кількість операцій, яку інвестор може здійснити за день. Крім того, істотно знижується бар'єр входження на ринок. Якщо до появи інтернет-трейдингу брокерові було не вигідно працювати з інвестором, якщо той володів сумою менш ніж 25 тис. грн., то зараз навіть інвестори з 1000-5000 грн. можуть успішно діяти на біржі. Також інтернет-трейдинг дав змогу приватним інвесторам займатись арбітражем - торгувати одночасно на двох фондових біржах і заробляти на різниці в цінах на цінні папери. Також інтернет-трейдинг зовсім не означає, що для інвестора потрібно безперервно цілими днями стежити за ринком, сидячи за монітором. Він може сформувати інвестиційний портфель з найпривабливіших акцій, вносячи до нього коректування час від часу. Деякі акції у портфелі можуть знаходитися місяці і навіть роки, а сам процес подачі заявки на здійснення операції може займати всього декілька секунд.

Більш того, вже деякі українські інвестори, що працювали раніше на західних ринках побачивши, що український фондовий ринок приносить реальний прибуток, почали переходити на нього. Ще варто відмітити, що у нас успішно торгують на біржах, як резиденти, так і нерезиденти України.

Попит на послугу інтернет-трейдинг сьогодні вже в Україні існує і він буде тільки зростати. Поки пропонувати послугу он-лайн трейдингу будуть не всі брокери, та з часом, враховуючи такі швидкі темпи розвитку інформаційних технологій у світі, як сьогодні, надання цих послуг своїм клієнтам буде просто необхідністю.

Можливо з часом інтернет-трейдинг стане домінувати на фондовому ринку України. Його сильні сторони - низький рівень затрат, висока тарифна конкурентоспроможність, доступність, висока швидкість проведення операцій. Недоліки - інституційні ризики, а також відносно слабка захищеність від технічних збоїв і атак хакерів, а також дуже важливим

моментом є те, що українська законодавча база на даний час майже не регламентує використання електронних документів.

Серед одного з найвагоміших аргументів, які підкреслюють позитивні тенденції розвитку фондового ринку, включаючи сам інтернет-трейдинг, є прийняття Закону України «Про акціонерні товариства». Цей закон дає ряд важливих зрушень для нашого ринку, таких як:

- бездокументарна форма цінних паперів в Україні;
- більш тісніша праця всіх товариств, які створені в Україні з фондовими біржами;
- розподіл всіх акціонерних товариств на публічні та приватні (це в свою чергу дає можливість говорити про публічність підприємств і їх зобов'язання та зацікавленість розміщувати свої цінні папери на фондових площадках).

Окрім шансу отримати «швидкий» прибуток, інтернет-трейдинг надав інвесторам можливість заробляти не лише на зростаючому, але і на падаючому ринку. Зараз майже всі онлайн-інвестори мають змогу заробляти за допомогою «коротких продаж». Суть «коротких продаж» полягає в тому, що клієнт-інвестор може узяти акції у брокера за окрему платню в борг, і продати їх через якийсь час, потім відкупивши ці цінні папери на ринку - повернути їх брокерові. Загалом цей напрямок має великі перспективи, що показує теперішній попит у нас на цей вид послуг.

Також цікавим напрямком розвитку інтернет-трейдингу являється маржинальна торгівля, яку планують запуснути українські он-лайн брокери. Маржинальна торгівля (англ. margin trading) – проведення спекулятивних торгівельних операцій з використанням грошей і товарів, що надаються спекулянту в кредит під заставу обумовленої суми – маржі. Від простого кредиту маржинальний відрізняється тим, що отримувана сума грошей (або вартість отриманого товару) зазвичай у декілька разів перевищує розмір застави (маржі), іншими словами інвестору-трейдеру надається кредитне

плече. Отже, якщо популярність маржинальної торгівлі зростатиме на ринку, то справи у інтернет-інвесторів лише покращуватимуться.

На даний час інвестору торгувати он-лайн можна тільки акціями українських підприємств, та можливо в скорому майбутньому все зміниться і будуть доступні також і інші види цінних паперів: облігації, опціони, ф'ючерси. Тобто цікавим розвитком фондового ринку має стати і строковий ринок - запуск похідних цінних паперів (деривативів).

На біржовому строковому ринку обертаються біржові контракти, стандартизовані фондовою біржею і саме вони можуть стати інструментом для он-лайн інвестора. Цей етап надасть величезні можливості вибору інвестиційних інструментів, що вплине на розвиток фондового ринку України.

Одним із напрямком розвитку інтернет-трейдингу та фондового ринку України в цілому є торгівля цінними паперами іноземних підприємств. Тобто, на сьогодні українські брокери вже можуть надавати легальної можливості купівлі цінних паперів підприємств іноземних держав, в тому числі і через інтернет. Вже сьогодні український інвестор може купити цінні папери, випущені за межами України. Цей напрямок може стати дуже перспективним для розвитку та може і не використатись учасниками українського фондового ринку.

«Інтернет-трейдинг» вже надав поштовх для розвитку в Україні такого сектору бізнесу, як інформаційне та програмне забезпечення фондового ринку. В Україні цей ринок нерозвинутий і потребує багато інновацій та напрацювань з боку іноземних компаній. Потрібне таке програмне забезпечення, як: автоматизація звітності торговців при інтернет-трейдингу, українські автоматичні торгівельні системи, які могли б використовувати самі ж інвестори тощо.

За короткий час інтернет-трейдинг перетворився з послуги простого прийому клієнтських заявок брокером в глобалізовану структуру, що здійснює широкий набір фінансових послуг через всесвітню мережу.

Діюча сьогодні гібридна бізнес-модель сучасним інтернет-брокером є комбінацію двох класичних сегментів. Брокер надає клієнтові доступ до необхідної аналітичної інформації і інструментів аналізу для полегшення процесу ухвалення інвестиційного рішення клієнтом, отримує і виконує заявки клієнта і у разі отримання запиту надає клієнтові інвестиційну раду. При гібридній моделі прибуткові статті інтернет-брокера - це передусім брокерські комісії, процентні платежі від кредитів, наданих клієнтам, і маркетмейкерська діяльність брокера.

Нині інвестиційні компанії розширюють спектр фінансових інструментів, які можна купити через інтернет. Клієнт дістає прямий доступ на декілька біржових і позабіржових майданчиків на одній торговій платформі. Використовуючи функції формування клієнтської звітності і аналізу, клієнт самостійно задає різні параметри клієнтського звіту.

Для розуміння можливих стратегій інтернет-брокерів, окрім стратегії диверсифікації пропозиції фінансових послуг через інтернет, можна розділити процес торгівлі фінансовими інструментами через електронні мережі на наступні 4 фази:

1. Інформаційна фаза. Інвестор здійснює пошук інформації про фінансовий інструмент, поточну ринкову обстановку і перспективи, можливих контрагентів по передбачуваній угоді і будь-якій іншій інформації, яка допоможе інвесторові прийняти інвестиційне рішення.

2. Фаза подачі заявок. Інвестор формує торгову заявку і передає її для виконання своєму брокерові за допомогою електронних каналів, або за наявності прямого доступу до торгової системи клієнт сам поміщає заявку.

3. Фаза роботи торгової системи і виконання заявки. Далі починається фаза роботи торгової системи, де торгові заявки обробляються, поєднуються один з одним і виконуються.

4. Розрахунки між контрагентами по здійснених угодах і подальші, пов'язані з розрахунками дії відбуваються на фазі розрахунків і клірингу.

Нині більшість інтернет-брокерів сфокусували свої стратегії на використанні електронних комунікаційних каналів для надання інвесторам зручних торгових платформ по низьких комісійних тарифам. Сьогоднішні стратегії інтернет-брокерів охоплюють надання інвесторам перших двох фаз процесу торгівлі фінансовими інструментами. Дві останні фази - робота торгової системи, розрахунки і кліринг - залишаються іншим учасникам інфраструктури фондового ринку, таким як традиційні біржі, розрахункові організації і центральні депозитарії.

Запуск Інтернет-трейдинга на українському ринку цінних паперів, безумовно, є Українським проривом, тому що тепер інвестор бачить всю біржову інформацію (ціни покупки цінних паперів і продажу цінних паперів, останні операції), а також «живі» графіки, новини, індекси і багато що інше «в одному вікні». В даному випадку торговець цінних паперами працює як шлюз між вами і біржею і не втручається у роботу інвестора, якщо він цього не хоче.

Завдяки застосуванню Інтернет-трейдинга:

- можлива самостійна реалізація інвестиційних ідей інвестора,
- весь той час, який раніше витрачався на оформлення необхідної документації, можливо присвятити оцінці ризиків, підтримці постійної гарячої лінії-skype для відповідей на питання;
- повністю автоматизована система роботи істотно знижує витрати на її підтримку, і, як наслідок, тарифи на Інтернет-трейдинг істотно нижчі за класичний телефонний ринок цінних паперів.

Ринок on-line торгівлі цінними паперами розвиватиметься прямо пропорційно розвитку самого інтернету. Чим більше у нас активніше йтиме популяризація сучасних технологій, чим стане більше якісних ліній зв'язку, тим більший інтерес з'явиться до інтернет-трейдингу, тим швидше фондовий ринок наповниться новими інвесторами.

Нині зростає тенденція зберігання грошових коштів не на банківських рахунках, а на спеціальних інвестиційних/брокерських рахунках, через які

здійснюються операції з фінансовими інструментами. Компанії у свою чергу перетворюються з інтернет-брокера у фінансові інститути повного життєвого циклу, що надають великий спектр фінансових послуг через багатофункціональні фінансові інтернет-портالي. Таким чином, інтернет є найбільш ефективним і зручним засобом для проведення фінансових операцій і в майбутньому, можливо, витіснить існуючі стандартні форми фінансової діяльності.

В результаті комплексного дослідження процесів функціонування фондових ринків виявлено глобальні тенденції розвитку їх інформаційного забезпечення, а саме:

- кардинальні зміни у біржовій інфраструктурі (перехід до електронних торгів, консолідація та злиття бірж, створення панєвропейського торговельного строкового майданчика, відхід від статусу бірж як некомерційних організацій, уніфікація клірингових систем);
- переважаючий розвиток особливо ризикового позабіржового сегменту;
- створення як незалежних електронних систем з Internet-доступом для акумулювання замовлень та їх сортування, так і електронних бірж;
- зближення біржового та позабіржового ринку через використання системи біржового клірингу.

3.3. Методичні підходи до прогнозування цін на біржові інструменти

Існує декілька підходів до аналізу біржових ринків і прогнозування розвитку ситуації.

В цілому виділяють три антагоністичні за своєю суттю підходи і відповідно три головні методи аналізу фінансових і товарних ринків:

- 1) фундаментальний аналіз;

- 2) технічний аналіз;
- 3) інтуїтивний підхід до аналізу.

Найбільш масовими на сьогоднішній день є перші два методи, інтуїтивний підхід, як правило, не здатний привести до довготривалого успіху, тому використовується швидше як доповнення до фундаментального і технічного аналізу.

Технічний аналіз заснований на впевненості в тому, що «ринок враховує все», і, отже, в поведінці цін вже закладений вплив всіх істотних чинників. Якщо ринок дійсно є ринком, то його поведінка складається як результат рішень великого числа учасників, що мають в своєму розпорядженні всю доступну інформацію, яку вони використовують в ухваленні рішень про свої операції. Результат цих рішень - поведінка ціни, і спостерігач за ними одержує доступ до всієї ринкової інформації. Технічний аналіз дає величезну кількість інструментів, що дозволяють вивести корисні прогнози з графіків цін.

Фундаментальний аналіз, на відміну від технічного, розглядає ринок з протилежного боку. Зміни в економіці країн, політичні вибори, регулюючі дії влади, природні катаклізми - все це позначається на цінах на фінансові активи. І якщо деякі з цих подій неможливо передбачити, то інші є цілком плановими (наприклад, час публікації економічних новин розписаний на місяці вперед) або цілком прогнозованими. Отже, якщо будувати розумні і своєчасні прогнози, то можна передбачати і майбутні рухи цін на активи.

Фундаментальний аналіз встановлює зв'язок між цінами на активи, економічною ситуацією і конкурентною позицією країни, пояснює цілі і інструменти фінансової політики центральних банків, показує співвідношення між різними фінансовими ринками, причини їх піднесення і спадів. Деякі з них досить передбачувані. Наприклад, час публікації економічних новин, розписаний на місяці вперед. Політичні кризи можна спрогнозувати, спостерігаючи за економічними показниками та політичними новинами країни, в якій вони можуть відбутися. Фундаментальний аналіз

розглядає ринок як частину того величезного світу, в якому ми живемо. І кожна частина цього світу може здійснити вплив на ціни.

У рамках фундаментального аналізу вивчаються повідомлення про події в світі, політичному і економічному житті окремих країн і світової спільноти в цілому. Важливою є інформація про роботу бірж і великих маркет-мейкерів, облікові ставки центральних банків, економічний курс уряду, змін в політичному житті країни, чутки і очікування суб'єктів господарювання.

Фундаментальний аналіз виділяє чотири групи факторів, що безпосередньо впливають на ринок:

- економічні;
- політичні;
- чутки і очікування;
- форс-мажор.

За ступенем раптовості, новини класифікуються наступним чином:

- випадкові і несподівані - новини політичного і природного походження, рідше економічного (політична нестабільність в країні, війни, стихійні лиха і тому подібне);
- плановані і очікувані - новини економічного, зрідка політичного характеру.

Після виходу новин, на динаміку цін впливають вже не конкретні цифри, а те, наскільки вони відрізняються від очікувань ринку (прогнозів аналітиків і експертів). Якщо різниця між новиною, що вийшла, і очікуваннями невелика, то сильної реакції не буде. Якщо ж різниця велика, то рухи цін можуть бути значними.

Найрізкіші і найнеприємніші рухи на ринку пов'язані з так званими форс-мажорними обставинами. Це ситуації, коли в світі трапляються дійсно непередбачувані і важко контрольовані речі. Урагани і повені, виверження вулканів і господарські лиха, епідемії і раптові взаємні агресії країн, війни і

терористичні акти належать до подібних випадків. Неможливо дати якісь загальні рекомендації для цього типу подій — кожен ситуацію необхідно розглядати окремо.

Економічна група факторів і її вплив на ринок валют ґрунтується на аксіомі, що будь-яка валюта залежить від економічного розвитку країни і її вартість можна регулювати за допомогою певних економічних заходів. Економічну групу факторів впливу на ринок можна поділити на наступні складові:

- показники економічного зростання (валовий національний продукт, обсяги промислового виробництва та ін.);
- стан торгового балансу, ступінь залежності від зовнішніх джерел сировини;
- зростання грошової маси на внутрішньому ринку;
- рівень інфляції і інфляційні очікування;
- рівень процентної ставки і грошово-кредитна політика держави;
- платоспроможність країни і довіра до валюти на світовому ринку;
- спекулятивні операції на валютному ринку;
- ступінь розвитку інших секторів світового фінансового ринку, наприклад ринку цінних паперів, що конкурує з валютним ринком.

Якщо фундаментальна новина суперечить діючому напрямку руху цін (тренду), то час її впливу на зміну курсів може обмежитися кількома годинами. Якщо ж фундаментальний фактор підтверджує тренд, то відбувається прискорення динаміки курсу із наступним можливим рухом у протилежному напрямку.

Фундаментальні фактори мають різні життєві цикли. Короткий цикл, із тривалістю не більше доби, характерний для всіх несподіваних новин. Довгий цикл, від декількох тижнів до декількох років, мають фактори, пов'язані із загальним станом національної і світової економіки: динаміка інфляції, безробіття, процентних ставок і т. п.

У групі економічних факторів провідну роль відіграють показники макроекономічного розвитку економіки країни.

Основні з них представлені в таблиці 3.3.

Таблиця 3.3

Стратегічні показники економічної політики

Економічний показник	Високе значення	Низьке значення	Оптимальне значення
Інфляція	Провокує високі процентні ставки і, як наслідок, зниження ефективності виробництва і перерозподіл капіталу від виробництва до посередників.	Провокує низькі процентні ставки і, як наслідок, застій в торгівлі і у фінансовій сфері.	При стабільно високій ефективності виробничого сектору залишаються можливості для прибуткового ведення справ у посередників.
Безробіття	Провокує соціальну напруженість, зменшення середнього класу, зниження реальних доходів населення.	Як наслідок, у працівників пропадають стимули до хорошої праці, а від цього страждають інтереси працедавців.	На перетині інтересів працедавців і працівників.
Бюджетний дефіцит	Провокує зростання державного боргу країни і, як наслідок, прискорення інфляції. Вирішення проблеми — зниження витрат або підвищення податків.	Провокує зниження інфляції.	Засновано на помірній інфляції при дотриманні інтересів всіх зацікавлених в бюджеті країни груп.
Обмінний курс	Невигідно експортерам і внутрішнім виробникам, провокує зниження експорту і вивіз капіталу за рубіж.	Невигідно імпортерам і внутрішнім споживачам - провокує підвищення цін на імпорт, посилення інфляції.	Величина, близька до ринкової, але відрізняється від неї через спекулятивні коливання.
Облікова ставка	Провокує дорожчання кредиту і економічний застій. Невигідно основній масі населення і виробництву.	Провокує відплив капіталу з країни, знецінення національної валюти. Суперечить інтересам фінансових посередників.	Знаходиться на перетині інтересів всіх зацікавлених груп.

Основним завданням центральних банків є регулювання внутрішнього економічного життя країни. Крім того, в їх обов'язки входить регулювання внутрішньої і зовнішньої вартості валюти. Тому будь-які засідання центрального банку, а точніше його робочого комітету, привертають пильну

увагу учасників ринку. Одним з основних заходів стимулювання або гальмування зростання економіки, залучення іноземного капіталу, привабливості державних облігацій, і, як наслідок, вартості валюти, є регулювання процентних ставок.

Відразу відзначимо, що зміни в грошово-кредитній політиці рідко робляться для регулювання вартості валют, найчастіше центральні банки або уряди віддають перевазі інші заходи дії на ринок.

Основною метою центрального банку, як правило, є контроль за інфляційними процесами в країні.

У розпорядженні центробанків є декілька інструментів впливу, різних за ступенем лібералізації і чутливості економіки від їх використання.

Найбільш типовими є наступні інструменти:

- 1) регулювання облікової ставки;
- 2) операції на відкритому ринку (операції репо);
- 3) управління нормою банківського резервування;
- 4) управління грошовою масою.

Технічний аналіз заснований на впевненості в тому, що «ринок враховує все», і, отже, в поведінці цін вже закладений вплив всіх істотних факторів. Якщо ринок дійсно є ринком, то його поведінка складається як результат рішень великого числа учасників, що мають в своєму розпорядженні всю доступну інформацію, яку вони використовують в ухваленні рішень про свої операції. Результат цих рішень - поведінка ціни, і спостерігач за ними одержує доступ до всієї ринкової інформації. Технічний аналіз дає величезну кількість інструментів, що дозволяють з графіків цін вивести корисні прогнози.

Можна виділити три напрями в розвитку технічного аналізу:

- 1) теорія ринкової рівноваги
 - індикатори;
 - теорія чисел – числа Фібоначчі, числа Ганна;

- розриви – між максимальною і мінімальною ціною, між ціною відкриття і закриття.

2) класичний технічний аналіз

- тренди – середні;
- графічні моделі – фігури розвороту, продовження тощо;
- цикли.

3) основи попиту і пропозиції;

- потік коштів – обсяги;
- сезонні коливання;
- оцінки – очікування в порівнянні з реальністю.

Шість основних принципів теорії Доу:

1. Середні ціни відображають все.
2. Ринок рухається трендами.
3. У великих трендів спостерігаються три фази.
4. Індекси повинні підтверджувати один одного.
5. Обсяг повинен підтверджувати тренд.
6. Тренд вважається діючим, поки не дає чіткий сигнал про свій розворот.

Прогнозування цін в технічному аналізі ґрунтується на показниках попередніх торгів. З цих показників торгів найбільший інтерес викликають два.

Перший – ціна на активи. Ціни зрозумілі, їх значення легко знайти трейдеру. Це робить показник ціни найбільш важливим для роботи.

Другий – обсяг торгів, тобто загальна кількість здійснених за період часу операцій, виражена в будь-якій валюті. Ці значення знайти складніше, але можливо.

На цих показниках – ціна, обсяг торгів – ґрунтується теорія технічного аналізу. Як будь-яка теорія, вона має свої постулати. Три основні представлені нижче:

1. Рух цін на активи враховує всі чинники. Це означає, що ціна реагує на всі зовнішні чинники, як-то заява американського президента, звіт про рівень інфляції в Мексиці або ураган в Каліфорнії. Згідно з теорією Доу, будь-який чинник, здатний вплинути на попит або пропозицію, незмінно знайде своє відображення в динаміці індексу (ціни). Зрозуміло, землетруси і цунамі непередбачувані, але і вони миттєво враховуються ринком і впливають на динаміку цін.

2. Ціни рухаються направлено. Це означає, що рух цін не хаотичні, а має певний напрямок. Напрямок цей називається тренд. Тренди бувають трьох видів: бичий (рух вгору), ведмежий (рух вниз) і боковий (немає ані пониження, ані підвищення курсу).

3. Історія повторюється. "Ключ до розуміння майбутнього ховається у вивченні минулого". Той факт, що певні конфігурації на графіках цін мають властивість з'являтися стійко і багато разів, причому на різних ринках і в різних масштабах часу, є наслідком дії певних стереотипів поведінки, властивих людській психіці.

На ринку існує три типи тенденцій. Визначення тенденцій, яке дає Доу, виглядає таким чином: при зростанні тенденції («бичий») кожен подальший пік і кожен подальший спад вище попереднього. Іншими словами, у тенденції зростання має бути конфігурація кривої з послідовно зростаючими списками і спадами. Відповідно, при низхідній тенденції («ведмежої») кожен подальший пік і спад буде нижчий, ніж попередній. До третього типу тенденцій відноситься, так зване горизонтальне положення – Range, коли подальші підйоми і спади знаходяться на одних рівнях. Таке визначення тенденції є основоположним і служить відправною точкою в аналізі тенденцій. Доу виділяв три категорії тенденцій: первинну, вторинну і малу.

Величезний кругозір технічного аналізу полягає в застосовності будь-яких його методик до цін і ринках всіх типів. На товарних ринках технічний аналіз настільки ж застосовуваний до цін на золото, нафту і природний газ,

наскільки до цін на каву і цукор. На фінансових ринках можна так само успішно працювати із курсами різних валют, як і з різними індексами.

Будь-який процес, на графіці якого є тренди, може бути проаналізований методами технічного аналізу. Наприклад, діаграма обсягів продажів комерційної фірми за виглядом нагадує цінові графіки. Методи технічного аналізу можна застосовувати для успішного прогнозу.

1. Лінійний графік (рис. 3.9). Значення курсу активу фіксуються через певні інтервали і з'єднуються лінією. На осі абсцис відбивається час, а на осі ординат – ціни. Часто разом з цінами показується і обсяг торгів. Тимчасові інтервали – від 1 хвилини до 1 місяця, 1 кварталу або 1 року, залежно від того, короткострокові або довгострокові тенденції досліджуються.

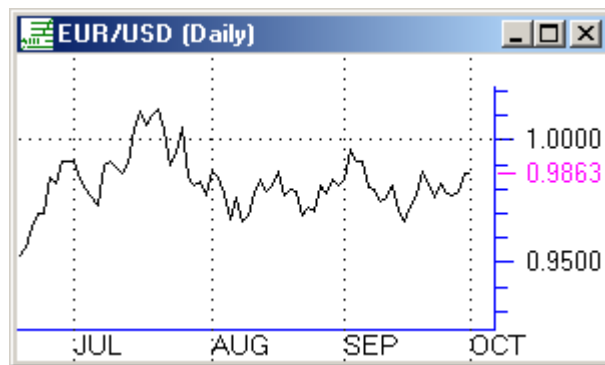


Рис. 3.9. Лінійний графік (Line chart)

2. Гістограма або бари (рис. 3.10). Гістограма представляє собою вертикальну лінію, верхнє закінчення якої характеризує максимальну ціну за торгову сесію, нижнє – мінімальну. Паросток справа фіксує ціну закриття, а паросток зліва – ціну відкриття (цей показник часто не фіксується).

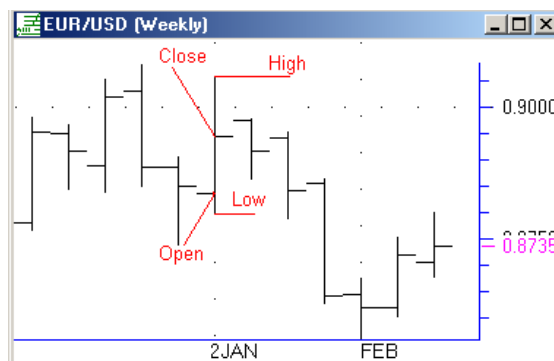


Рис. 3.10. Гістограма (Bar chart)

Іноді цей тип графіків також називають паличковим. Ціна відкриття не має особливого значення для технічного аналізу, окрім тих випадків, коли відкриття відбувається з «вікном». Під «вікном» розуміється ціновий розрив між екстремальними значеннями ціни поточної і попередньої торгової сесії, тобто коли ціна відкриття поточної сесії вище за ціну закриття попередньої при висхідному тренді і навпаки: ціна відкриття поточної сесії нижча – при низхідному тренді.

Очевидною перевагою гістограми є можливість бачити на ній всі ціни протягом даної одиниці часу. Найбільш популярною з них є одноденна гістограма, за нею слідує тижнева. Можна вибрати і будь-які інші тимчасові проміжки.

Проте, не дивлячись на те, що цей графік відображає всі чотири ціни, він не позбавлений одного недоліку. Протягом даного тимчасового періоду ціни могли змінитися в межах стовпця нерівномірно. У певних цінових проміжках обсяги торгів були значно більше, чим в інших. Тому товщина стовпця не має бути рівномірною. Але використання нерівномірного за товщиною стовпця зробить графік дуже важким для візуального аналізу. Крім того, зорове сприйняття стовпчикових графіків сильно залежить від щільності графіка і тривалості видимого періоду.

3. Японські свічки (рис. 3.11). Цей вид графіків є свідченням того, що технічний аналіз має історію, яка налічує не одне століття. Японці почали використовувати цей інструмент для аналізу руху цін при торгівлі рисом. По складу інформації графіки «японських свічок» є аналогом гістограм.

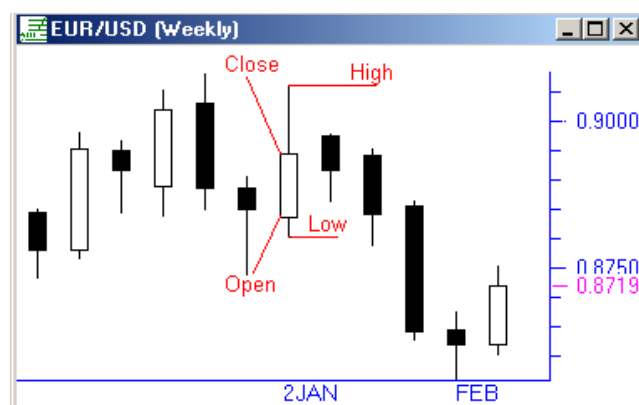


Рис. 3.11. Японські свічки (Japanese candles)

Японські свічки мають близьку схожість з гістограмами. Вони так само містять чотири основні ціни: high (максимум), low (мінімум), open (ціна відкриття) і close (ціна закриття). Окрім звичайної інформації, графік японських свічок піддається цілому ряду специфічних інтерпретацій. Останні можливі завдяки зручності візуального спостереження за цим графіком. Аналіз японських свічок є формою технічного аналізу. Існує думка, що графік ціни в ідеалі для візуального аналітика – це японські свічки.

Що пропонує графік свічок, чого немає на західному стовпчиковому графіку? Відносно відображення дійсних даних – нічого. Проте, що стосується візуальної привабливості і здатності легше спостерігати за співвідношеннями даних, свічки мають виняткову значущість.

«Японська свічка» є прямокутником, що називається тілом свічки, з двома паростками від нього, які називають тінями (рис. 3.12).

Верхня і нижня межі прямокутника фіксують ціну відкриття і ціну закриття, а межі тіней – максимальну і мінімальну ціну за торгову сесію. При цьому тіло свічки є білим якщо ціна закриття вище ціни відкриття, і чорним, якщо ціна закриття нижче за ціну відкриття.

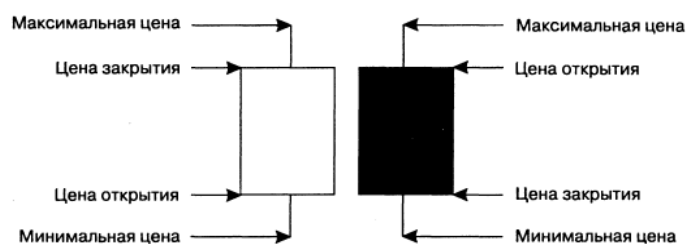


Рис. 3.12. Склад японської свічки

Товста частина лінії свічки називається тілом (джиттай). Воно представляє різницю між ціною відкриття і закриття дня. Коли тіло чорне, це означає, що ціна закриття сесії була нижча за ціну відкриття. Вважають, що чорний колір – це «ведмежачий» колір. Якщо тіло біле, це означає, що рівень

закриття був вищий за рівень відкриття. Вважають, що білий колір – це «бичачий» колір.

Тонкі лінії вище і нижче за тіло називаються тінями. Тіні представляють екстремуми сесій. Тінь вище за тіло називається верхньою тінню (увакаге) і представляє максимальну ціну за певний період; тінь нижче за тіло відома як нижня тінь (шитакаге) і представляє мінімальну ціну за період. Деякі японці називають верхню тінь волоссям, а нижню тінь — хвостом. Японці використовують червоний колір замість білого, щоб показати «порожнисту» свічку. Але, оскільки при ксерокопіюванні він зливається з чорним, то в західній практиці прижилося відображення порожнього тіла свічки – незакрашеним (білим).

4. «Хрестики-нулі» або пункто-цифрові графіки ілюструють локальну динаміку руху цін без прив'язки до часу.

5. Представлення Ренко дає можливість побачити великий обсяг даних на екрані за тривалий проміжок часу та ін.

Існує три різні підходи до аналізу графіків. Перший – поверхневий, суб'єктивний. Він ґрунтується, головним чином, на інтуїції. Він не вимагає ні чіткого аналізу, ні належного обґрунтування.

Другий підхід пов'язаний зі створенням ринкових індикаторів, які допомагають визначати стани перепроданості і перекупленості ринку.

Найефективнішим і ціннішим є третій підхід – розробка торгових систем, здатних генерувати сигнали до покупки і продажу.

Методика для всіх ринків практично однакова. Досліджується характер і закономірність руху ціни. Все різноманіття методів прогнозування укладається в певну схему. Методи, що використовуються для аналізу цін на біржові активи аналогічні для всіх типів ринків (фондовий, валютний, товарний тощо), діляться на три групи:

1) Графічні методи.

Під графічними методами розуміють ті методи, в яких для прогнозування використовуються наочні зображення рухів ринку. Ці методи

виникли раніше всіх інших через простоту в застосуванні. Для роботи потрібний лише олівець та лінійка. Проте ці методи обов'язкові для аналізу і дуже ефективні в комбінації з іншими методами.

2) Математичні методи.

Ці методи виникли і бурхливо розвиваються з появою комп'ютерної техніки. Все, що потрібно трейдеру – ввести початкові параметри і проаналізувати отримані результати. Методи такого типу подають сигнали про покупку і продаж механічно.

До основних математичних методів можна віднести: аналіз із застосуванням середніх, трендових індикаторів, осциляторів.

3) Теорія Циклів.

Теорії циклів більш розвинені на теоретичному, ніж на практичному рівні. Вони займаються вивченням закономірностей циклічних коливань різних процесів. Найбільш відомий з них метод, що застосовується в рамках технічного аналізу, – Хвилева Теорія Елліотта.

Одним з основних елементів технічного аналізу, від правильності використання якого залежать результати торгівлі – є рівні. Рівнями є певні цінові зони в рамках яких найбільш вірогідна зміна напрямку руху.

Принцип роботи рівнів ґрунтується на основному постулаті технічного аналізу – «все повторюється» і полягає в тому, що якщо колись у минулому ціна після досягнення деякого значення (рівня) кілька разів міняла свій напрям на протилежний, то ймовірність того, що вона і у нинішній момент змінить напрям саме цій зоні значно вище, ніж при іншому значенні ціни в деякому ціновому діапазоні.

Існує два типи рівнів – рівень підтримки і рівень опору.

Підтримка (Support) - це рівень цін, при якому позиції на покупку достатньо сильні для того, щоб зупинити або розвернути низхідний тренд в протилежному напрямку. Підтримка показується на графіку як горизонтальна або майже горизонтальна лінія, що сполучає декілька мінімумів.

Проведена через мінімуми лінія показує рівень підтримки, на якому покупці пересилують продавців. Проведена через максимуми лінія показує рівень опору, на якому продавці пересилують покупців. Області підтримки і опору часто міняються ролями.

Опір (Resistance) - це рівень цін, при якому позиції на продаж достатньо сильні для того, щоб зупинити або розвернути висхідний тренд в протилежному напрямку. Коли висхідний тренд досягає рівня опору, він зупиняється і падає вниз. Опір зображується на графіці як горизонтальна або майже горизонтальна лінія, що сполучає декілька максимумів.

Краще проводити лінії підтримки і опору по краях областей консолідації (Congestion Zones), а не через мінімальні або максимальні значення. Вони показують, де передумало більшість гравців, а мінімуми і максимуми відображають лише паніку серед слабких гравців.

Слабкі підтримка і опір примушують тренд припинитися, а сильні - повернути назад. Трейдери купують на рівні цін підтримки і продають на рівні цін опору.

Підтримка і опір існують тому, що у людей є пам'ять. Пам'ять підказує, при якому рівні цін потрібно продавати і купувати. Одночасні купівлі і продажі багатьма гравцями і створюють підтримку та опір. Коли гравці пам'ятають, що ціни перестали падати і почали підйом з певного рівня, вони з більшою вірогідністю купуватимуть, коли ціни досягнуть цього рівня знову. Коли гравці пам'ятають, що нещодавній висхідний тренд рушив назад, коли ціни досягли певного максимуму, то вони тяжітимуть продавати, коли ціни знов підійдуть до цього рівня.

Сила кожної області підтримки або опору визначається трьома чинниками: її тривалістю, висотою і обсягом операцій, який був в неї поміщений. Ці чинники можна уявити собі як довжину, ширину і глибину зони консолідації.

Чим триваліша зона консолідації, в часі або по числу спроб, які вона витримала, тим вона сильніша.

У міру старіння рівнів підтримки і опору, вони слабшають. Невдахи йдуть з ринку, і їх місце займають новачки, у яких немає емоційного зв'язку із старими рівнями цін.

Сила підтримки і опору посилюється кожного разу, коли ціни доходять до цього рівня. Коли гравці бачать, що ціни повертають назад на певному рівні, вони розраховуватимуть, що вони повернуть і на наступний раз.

Чим більший діапазон цін в області опору і підтримки, тим вона сильніша.

Чим більший обсяг операцій в зоні підтримки або опору, тим вона сильніша. Великий обсяг в області консолідації свідчить про залученість значної кількості гравців і говорить про сильні емоції. Незначний обсяг говорить про те, що гравцям не важливе, що вони перетинають цей рівень і служить ознакою слабкості підтримки або опору.

Основним положенням технічного аналізу виступає твердження про те, що ринок розвивається направлено: ціни або ростуть, або падають, або знаходяться в горизонтальному діапазоні. Тому виявлення тренду (trend), або превалюючого напрямку руху цін є базою технічного аналізу і запорукою успішної торгівлі.

Існує три види трендів:

1) висхідний, або бичачий, тренд (uptrend, upward, bullish trend) характеризується тим, що нижні ціни коливань ринку підвищуються.

Лінія, що обмежує такий тренд знизу і що проходить через мінімальні значення, називається лінією тренда.

При зростаючому тренді важливо мати межу саме знизу, оскільки в цьому випадку робиться ставка на підвищення ціни.

Перетин лінії тренда, яка обмежує ціни знизу, може сигналізувати про те, що загальний тренд на підйом ціни або слабшає, або взагалі міняє напрям.

2) низхідний або ведмежий, тренд (downtrend, downward, bearish trend) виникає тоді, коли максимальні ціни коливань ринку знижуються.

При існуванні ведмежого ринку ми ставимо на пониження ціни, тому тут важливе тільки обмеження цін зверху, оскільки, чим нижче опуститься ціна, тим краще для гравця. Перетин, або пробиття ліній опору, попереджає про можливість ослаблення тренда або навіть його зміни.

Особливий інтерес викликають канали (channel), коли для чітко вираженого тренду одночасно існують лінії підтримки і опору. Лінії опору і підтримки найчастіше не є паралельними лініями. При цьому тренд дає можливість прогнозувати як нижні, так і верхні їх рівні.

Верхні точки (списи) графіка лежать на рівні цін, при яких тиск з боку продавців на ринку перевершує тиск з боку покупців, через що ціна не може рости, інакше кажучи, створюється рівень опору зростанню цін. Так само нижні точки графіка представляють рівень, на якому тиск з боку продавців поступається тиску покупців, і ціна не може знизитися, тобто створюється рівень підтримки ціни. Чим довше графік ціни залишається в межах торгового каналу, стосуючись його меж, тим більше надійними є ці лінії. При цьому важливу роль грає також торговий об'єм, особливо, коли мова йде про подіях, ліній підтримки і опору, що відбуваються поблизу. Якщо ціна «відскакує» від цих ліній при великому обсязі торгів, надійність тренда зростає. Достовірність прориву перевіряється за правилом зміни ціни після прориву на 3% від попередньої ціни закриття.

Важливість ліній підтримки і опору виходить за межі їх первинних функцій. Міцна лінія підтримки, при її прориві на тлі великого обсягу, найімовірніше, перетвориться на міцну лінію опору.

І навпаки, міцна лінія опору, будучи пробитою, перетвориться на міцну лінію підтримки.

3) горизонтальний (бічний) тренд, коли ціни коливаються в горизонтальному діапазоні (sideways, flat market, trendless). Для нього теж існують лінії підтримки і опору, але відсутній явно виражений рух цін вгору або вниз.

Лінія тренда виникає як природний результат спостережень за трендом. Вона є прямою, що сполучає самі нижні або самі верхні точки зигзагів графіка ціни.

Щоб провести лінію тренду, досить мати дві точки, через яких вона проводиться, і ще одну точку «для підтвердження» тренда. В межах тренда підтримується напрям і швидкість руху (графік, що характеризується крутизною) ціни. Лінія тренда існує до моменту її прориву різким рухом ціни вгору або вниз. Проте, навіть після підтвердження прориву, за ним, найімовірніше, буде період консолідації. Різка зміна напрямку лінії тренда спостерігається відносно рідко. За відсутності консолідації, чим довше вона не настає, тим крутіше буває подальший розворот. Лінія тренда і приблизно паралельна їй лінія, проведена з протилежного боку графіка, утворюють торговий канал. Обидві згадані лінії називають межами, або лініями каналу.

Оскільки ринок рухається не за прямою лінією, а зигзагами, взаємне розташування верхніх і нижніх точок цих зигзагів створює тренд ринку. Окрім напрямку тренди класифікують за їх тривалістю, підрозділяючись на основний (major) або довготривалий, вторинний (secondary) або середній за тривалістю, і малий (minor) або короткочасний. В межах основного тренда може мати місце будь-яка кількість вторинних і малих трендів. Тривалість кожного з них міняється в широких межах. Згідно теорії Доу за основний вважається тренд, існуючий на ринку більш ніж 1 рік. Тривалість вторинного тренда може обчислюватися місяцями, а малого – тижнями.

Існують три типові точки можливого розвороту, що відзначаються на графіці у відсотках від попереднього руху (percentage retracements):

1. За Чарльзом Доу розворот відбувається після того, як ціна пройшла вниз $1/3$ (33%), $2/3$ (50%) або $2/3$ (66%) останнього підйому вгору. Розворот ціни після 66% вважається за коректування тренда.

2. Відповідно до коефіцієнтів Фібоначчі, розворот відбувається в крапках, відповідних 0.382 (38%), 0.5 (50%) і 0.618 (62%) попереднього підйому.

Аналізуючи динаміку цін, може виникнути ситуація, щодо одномоментності ринку і яка недостатньо відображає настрій учасників ринку за аналізований проміжок часу. Тому технічні аналітики вирішили розробити інструментарій, який би дозволив уникнути ринкових шумів в русі ціни і дозволив бачити не тільки поточну тенденцію, але і визначати точки найбільш ймовірного її розвороту. Ці й ряд інших завдань дозволяє вирішити такий інструмент, як середні. Проте, враховуючи те, що ціна змінюється постійно виникла необхідність в розробці специфічного вигляду середніх – «ковзні середні», тобто середня, яка змінюється разом із зміною ціни.

"Ковзні середні" — один із найстаріших і найпростіших, а тому найбільш часто використовуваних показників. Ковзне середнє (moving average) значення ціни – це середнє значення вибраного інтервалу цін за певну кількість днів (тижнів і тому подібне), що ділиться на число днів. Чим вище число днів, а яким обчислене середнє, тим більш згладженим є відповідний графік. Ковзне середнє значення ціни полегшує візуальне спостереження за активністю валюти за рахунок виключення статистичних шумів.

Відомо три види ковзних середніх (рис. 3.13):

1. Просте або арифметичне ковзне середнє;
2. Лінійно згладжене (зважене) ковзне середнє;
3. Експоненційно згладжене (зважене) ковзне середнє.



Рис. 3.13. Графічне відображення середніх

Спосіб побудови простих ковзних середніх зводиться до формули простої арифметичною середньою:

$$MA = (\text{Сума цін за період часу}) / \text{порядок середньої} \quad (3.1)$$

Це найпростіша формула середньої, яка дає приблизні сигнали, що як правило трохи запізнюються.

При розрахунку зважених ковзних середніх (Weighted Moving Average - WMA) кожній з цін аналізованого проміжку часу надаються "ваги", що збільшуються у напрямі до поточного дня. Формула для розрахунку виглядатиме так:

$$WMA = (\text{Сума додавань цін і ваг}) / (\text{Сума ваг}) \quad (3.2)$$

Вважається, що надання пізнішим значенням цін більшої ваги дає кращу, ніж у простій середній, інформативність для висновків. Слід зауважити, що для тривалих проміжків часу (день і тиждень) для аналізу

рекомендується застосовувати просту середню МА. При аналізі коротких проміжків часу (менше години) можливе застосування ЕМА або WMA. На середніх проміжках часу (година і три години) рекомендується застосування як МА, так і ЕМА і WMA.

Найбільш витонченим з відомих варіантів ковзного середнього є експоненційно згладжене (зважене) ковзне середнє. На додаток до застосування вагових коефіцієнтів при усередненні цін, при його обчисленні враховуються всі попередні ціни за час спостереження за динамікою цін, а не тільки ціни у вибраному робочому інтервалі.

При розрахунку експоненційної середньої (Exponentially Moving Average - ЕМА) також здійснюється привласнення ваг різним цінам, найбільша вага привласнюється при цьому останнім значенням ціни. Її відмінною особливістю від зваженої середньої є те, що вона включає всі ціни попереднього періоду, а не тільки відрізок, заданий при установці періоду. Формула виглядатиме так:

$$\text{ЕМА}(t) = \text{ЕМА}(t-1) + (do \cdot [\text{Ціна}(t) - \text{ЕМА}(t-1)]), \quad (3.3)$$

де індекс (t) – сьогоднішній, а (t-1) - вчорашній день;

- do = 2 / (n+1), де n - період середньої.

Таким чином, відбувається згладжування кривої ковзної середньої відносно графіка цін.

МА реагує на одну зміну курсу двічі. Перший раз при набутті нового значення і другий раз при вибутті цього значення з розрахунку середньої. В порівнянні з простою середньою, ЕМА реагує на зміну одного значення курсу один раз - при його отриманні. Тому ЕМА є більш оптимальною для застосування.

«Ковзні середні» є поширеним засобом технічного аналізу і застосовується або само по собі, або для створення осцилятора. Їх основний недолік — систематичне запізнювання сигналу. Перевага — легкість

визначення напрямку тренду. «Ковзні середні» також можна використовувати як лінію підтримки і опору.

Зазвичай використовують дві лінії середніх з різними періодами: одну швидшу з коротким періодом, а іншу повільнішу з довгим періодом, але можна використовувати і більше двох.

Графік ковзного середнього – більш згладжений, ніж графік ціни. Графіки ковзних середніх будують зазвичай на основі цін закриття. В принципі, ковзні середні можуть обчислюватися для середньої за день ціни або для середніх значень high, low і цін закриття. Необхідно відзначити, що сигнали від ковзної середньої виникають після того, як відповідна торгова ситуація відбилася на графіці ціни, не раніше того.

Поки палички графіка чітко розташовані вище або нижче середніх, сила тренда підтверджується.

Торкання або перетин цінами ліній середніх сигналізує про можливий розворот тренду, особливо, коли і ціна закриття теж перетинає середні. Знаходження цін між середніми говорить про невизначеність руху. Перетин цінами лінії швидкої середньої може свідчити про короткочасний розворот, тоді як, перетин цінами все більш повільних ліній середніх говорить про сильний і довготривалий розворот.

Важливим параметром при аналізі середніх є їх порядок (період). Як правило, в основі вибору параметра середньою лежать числа Фібоначчі – 1, 2, 3, 5, 8, 13 і тощо.

Математичною основою для багатьох теорій технічного аналізу стала послідовність чисел, яку відкрив (або, щоб бути точніше, знов відкрив) Фібоначчі в XIII столітті. У його честь відкрити ним послідовність почали називати "числами Фібоначчі".

Роботи Фібоначчі мали величезне значення для подальшого розвитку математики, фізики, астрономії і техніки. У "Liber Abaci" Фібоначчі приводить свою послідовність чисел як рішення математичної задачі -

знаходження формули розмноження кроликів. Числова послідовність така: 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144 (далі до безкінечності).

Послідовність Фібоначчі має вельми цікаві особливості, не остання з яких - майже постійний взаємозв'язок між числами.

Сума будь-яких двох сусідніх чисел дорівнює наступному числу в послідовності. Наприклад: $3 + 5 = 8$; $5 + 8 = 13$ і так далі

Відношення будь-якого числа послідовності до наступного наближається до 0,618 (після перших чотирьох чисел). Наприклад: $1: 1 = 1$; $1: 2 = 0,5$; $2: 3 = 0,67$; $3: 5 = 0,6$; $5: 8 = 0,625$; $8: 13 = 0,615$; $13: 21 = 0,619$ і так далі

Відношення будь-якого числа до попереднього приблизно дорівнює 1,618 (величина зворотна 0,618). Наприклад: $13: 8 = 1,625$; $21: 13 = 1,615$; $34: 21 = 1,619$. Чим більші числа послідовності Фібоначчі, тим ближче їх співвідношення наближаються до величини 0,618 і 1,618.

Таким чином, при виборі порядку середньою, рекомендується брати число з послідовності Фібоначчі +/-1.

При побудові середньою важливо мати на увазі декілька істотних правил:

- чим довше період часу, на якому ви будете середню, тим менший порядок самою середньою вам слід вибирати (наприклад, для періоду часу в день не рекомендується застосовувати середні з порядком більше 89, для тижневого графіка - не більше 21). Тобто, чим більше період часу, тим менше порядок середньої. Хоча короткі середні можна застосовувати без обмежень;

- чим довше середня, тим менше буде її чутливість на зміни цін;

- середня дуже маленького порядку даватиме багато помилкових сигналів;

- середня дуже великого порядку постійно спізнюватиметься;

- при бічному тренді застосовуйте середні з більшим, ніж зазвичай, порядком.

Одним з головних правил роботи на біржі є робота в тенденції – «trend is your friend».

Звичайно, жодне з правил не можна застосовувати безоглядно і основне обмеження для вищезгаданого правила полягає в тому, що при застосуванні його в кінці життєвого циклу тренда, ризик розвороту тренда зростає, а відповідно росте і вірогідність неправильного прогнозу.

Тому виникає необхідність не тільки у визначенні наявності і напрямку тенденції, але також стадії її розвитку.

Тобто основним завданням при аналізі трендових моделей є не тільки виявлення спрямованості тренда, але і стадії його життєвого циклу. Відповідно і правила роботи декілька коректуються:

- для сильного тренду підтвердження для входу в позицію необов'язково;
- для тренду середньої сили обов'язково отримати додаткове підтвердження;
- для слабкого тренду потрібно декілька підтверджуючих сигналів.

Проаналізувати тренд допомагає клас індикаторів, які умовно можна назвати трендові. Найбільш поширені з них – індикатор MACD, ADX і Параболік.

Як показує практика, тенденція панує на ринку не більше 1/3 всього часу, решта часу – флет, коли ціни рухаються в межах вузького торгового коридору. З метою охоплення плоского ринку і для успішної роботи на ньому, був розроблений цілий клас індикаторів, які назвали осциляторами, що добре прогнозують поведінку ціни на флетовому ринку і погано працюють під час тренду (генерують багато помилкових сигналів), особливо в початковій його стадії. В кінці тренду достовірність їх сигналів знову підвищується.

Для розуміння сенсу осциляторів можна звернутися до деяких фізичних прийомів, якими користуються в спектральному аналізі або аналізі Фур'є. Якщо, наприклад, ми маємо деяку функцію, що слабо змінюється, то для фіксації її невеликих змін цю функцію пропускають через

диференціальний підсилювач, а потім, за допомогою фазового детектора витягують потрібний сигнал. Іншими словами, необхідно ціну під час існування флету продиференціювати, а потім, за допомогою підбору різних коефіцієнтів нормувань фазового зрушення (у часі) надати отриманій кривій індикативному вигляду. Саме у цьому і полягає сенс осциляторів: це похідна ціни за часом, з певним часовим зрушенням. Звідси ясно, що осцилятори на фінансовому ринку за своєю суттю вторинні. Отже, будь-який їх сигнал вимагає декількох підтверджень, причому, не інших осциляторів, а незалежних від них індикаторів з трендових моделей.

До теперішнього часу створено декілька десятків видів осциляторів. Найважливішими з них є RSI, Stochastic.

Геній Р.Н. Елліотта складався з чудовим чином дисциплінованого інтелектуального процесу, налаштованого на вивчення графіків промислового індексу Доу-джонса (DJIA) і його попередників з такою скрупульозністю і точністю, що він зміг створити взаємозв'язані принципи, які описали всі рухи ринку, відомі йому до середини 1940-х. У той період, із значенням Доу в районі 100, Елліотт передбачив значний підйом протягом наступних декількох десятиліть, який перевищить всі очікування, в той час, коли більшість інвесторів вважали за неможливе навіть те, що Доу перевищить своє значення 1929 року.

«Закон хвиль» - це відкриття Ральфа Н. Елліотта (Ralph Nelson Elliott) про те, що поведінка суспільства або натовпу розвивається і змінюється у вигляді розпізнаваних моделей. Використовуючи дані фондового ринку як свій головний інструмент, Р. Елліотт відкрив, що постійно змінна траєкторія цін фондового ринку виписує деякий структурований малюнок, який, у свою чергу, відображає основну гармонію, знайдену в природі. На основі цього відкриття він розробив раціональну систему ринкового аналізу. Р. Елліотт виділив тринадцять моделей руху або «хвиль», які знову і знову виникають в потоці ринкових цін і повторюються формою, але не обов'язково за часом або амплітуді. Він дав назви, визначення і проілюстрував ці моделі. Далі він

описав, як ці структури поєднуються разом, щоб утворити укрупнену версію цих же моделей, як поєднуються для утворення ідентичних моделей наступного більшого розміру тощо. Якщо коротко, то «Закон хвиль» – це каталог моделей зміни цін і пояснень того, де подібні фігури найімовірніше повинні виявитися на шляху розвитку ринку. Описи Р. Елліотта є набором емпірично виведених правил і вказівок для пояснення поведінки ринку.

Таким чином, «Закон хвиль» - це детальний опис того, як поведуться ринки. Проте, цей опис наділяє знаннями про точку знаходження ринку усередині поведінкової моделі і, отже, про його ймовірний подальший рух. Головна цінність «Закону хвиль» полягає в тому, що він дає середовище для ринкового аналізу. Це середовище надає і основу для дисциплінованого мислення, і вигляд загального стану ринку, і перспективу. За цим законом кожне ринкове рішення є і наслідком значущої інформації, і породжує значущу інформацію. Кожна транзакція входить в структуру ринку, будучи одночасно і наслідком, і, через передачу транзакційних даних інвесторам, однією з причин поведінки інших. Цей зворотній зв'язок обумовлений суспільною природою людини і, оскільки він має таку природу, цей процес породжує фігури (forms). Оскільки фігури повторюються, вони мають прогностичне значення.

ВИСНОВКИ

Похідні фінансові інструменти на сьогодні визнані одними з кращих хеджувальних і спекулятивних інструментів на світових фінансових ринках. Саме вони найчастіше використовуються у різноманітних стратегіях ризик-менеджменту, виступають індикаторами ринкової кон'юнктури, тісно корелюють з основними макроекономічними показниками.

Сегмент ПФІ – строковий сегмент є невід'ємною складовою частиною фінансових ринків різного масштабу; зростання мобільності і ризиковості, ускладнення їх структурної побудови зумовлене розвитком цього сегменту. Починаючи з часів Стародавнього Світу, пройшовши етапи розвитку ярмаркової, біржової торгівлі, ПФІ видозмінилися, набули значної кількості нових форм. Проте, попри багатолітню еволюцію видів і форм цих інструментів: від простих угод з відстрочкою платежу, що уклалися в Стародавній Греції та Римі до сучасних гібридних і структурованих інструментів, що обертаються на найбільших фондових біржах світу в Чикаго, Нью-Йорку, Токіо, Лондоні, до сьогодні в науковій літературі не існує єдиного загальноприйнятого трактування категорії ПФІ, а також їх класифікації. Відповідно під ПФІ (деривативами) у найбільш загальному вигляді без врахування класифікаційних особливостей, розуміють фінансові інструменти, вартість яких є похідною від вартості базових активів, що лежать в їх основі, а виконання їх заздалегідь визначених умов відбудеться на певну дату в майбутньому.

У той же час попри значний науковий інтерес до проблем функціонування ПФІ, рівень державного регулювання на світовому рівні цих процесів послаблюється, що може призвести до негативних наслідків у вигляді фінансових криз у світовому масштабі. В Україні прослідковується перевага державних органів у регулюванні ринку ПФІ, а саме ДКЦПФР над саморегульованими організаціями. Однак у вітчизняній нормотворчій практиці поки що не створене раціональне законодавче поле щодо операцій з

ПФІ: прийняті нормативні акти відрізняються несистематичністю, суперечливістю, і не сприяють повній регламентації ні діяльності учасників ринку ПФІ, ні облікових аспектів цих операцій.

Проблема недостатнього регулювання разом з проблемами відсутності організаційної інфраструктури та єдиної методології обліку ПФІ в Україні є тими стримувальними чинниками, які пояснюють низький рівень розвитку їх ринку в Україні на фоні феноменальних обсягів аналогічних світових.

Основні позитивні якості ПФІ зумовлені їх функціональною роллю як інструмента управління ризиком і як інструмента підвищення інформаційної прозорості та однорідності економічного простору, його інноваційної складової. Серед них можна назвати наступні:

1. 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) завжди завершується офсетною угодою, що пов'язує позиції на ринку базових активів та ринку відповідних похідних.
2. Використання механізму ПФІ призводить до загального зменшення волатильності на фінансовому ринку (ринках базових активів).
3. Належне використання ПФІ сприяє згладжуванню кризових явищ у довгостроковій перспективі через покращення механізмів управління ними сукупністю економічних агентів.

Поряд з позитивними можливостями ПФІ у разі їх неналежного застосування можуть проявитися їх негативні риси, що проявляються 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. При цьому ринок ПФІ дає можливість для здійснення значних

обсягів спекуляцій, які поглиблюють розрив між потребами реального сектору економіки в капіталі і фіктивного спекулятивного капіталу;

- забалансовий характер операцій з ПФІ – за відсутності належної системи обліку і внутрішнього контролю та не застосування кращої методології обліку спотворюється реальний фінансовий стан учасника ринку і неадекватно оцінюються ризики, пов'язані з ним.
- при втраті фінансової стабільності економічних агентів, що здійснюють операції з ПФІ вони можуть стати джерелом системного ризику, який за методологією Банку міжнародних розрахунків визначається як нестабільність і призводить до труднощів в інших компаніях, сегментах чи фінансовій системі в цілому.

Зазначимо, що 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 існуючих та перспективних 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. Крім того, аналіз положень вітчизняних джерел 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:

– зростання вимог щодо підзвітності та підконтрольності ринку ПФІ – зближення біржового та позабіржового ринків ПФІ, створення централізованих клірингових установ, зниження системного ризику та асиметричності інформації;

- посилення регулятивних вимог до нормативів ліквідності, достатності капіталу, систем ризик менеджменту і нагляду установ, що функціонують на ринку ПФІ;

- удосконалення облікової методології, рейтингування та стандартів розкриття інформації стосовно операцій з ПФІ, що носять характер хеджування і особливо спекуляції.

У контексті цих вимог 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 низько ризикових інструментів фінансового інжинірингу (;

- уніфікація, стандартизація та ліцензування ПФІ, створення єдиних правових норм, що регламентують їх випуск, форму, порядок обігу, оцінки, погашення.

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.

На сьогодні інформаційне забезпечення має важливе значення. В Україні існує нагальна проблема введення та застосування сучасних технологій та новацій у даній сфері. В результаті комплексного дослідження процесів функціонування фондових ринків виявлено глобальні тенденції розвитку їх інформаційного забезпечення, а саме:

- кардинальні зміни у біржовій інфраструктурі (перехід до електронних торгів, консолідація та злиття бірж, створення панєвропейського торговельного строкового майданчика, відхід від статусу бірж як некомерційних організацій, уніфікація клірингових систем);

- переважаючий розвиток особливо ризикового позабіржового сегменту;
- створення як незалежних електронних систем з Internet-доступом для акумулювання замовлень та їх сортування, так і електронних бірж;
- зближення біржового та позабіржового ринку через використання системи біржового клірингу.

Щодо методичних підходів до прогнозування цін на біржові інструменти існує декілька підходів до аналізу біржових ринків і прогнозування розвитку ситуації.

В цілому виділяють три антагоністичні за своєю суттю підходи і відповідно три головні методи аналізу фінансових і товарних ринків:

- 1) фундаментальний аналіз;
- 2) технічний аналіз;
- 3) інтуїтивний підхід до аналізу.

Найбільш масовими на сьогоднішній день є перші два методи, інтуїтивний підхід, як правило, не здатний привести до довготривалого успіху, тому використовується швидше як доповнення до фундаментального і технічного аналізу.

Технічний аналіз заснований на впевненості в тому, що «ринок враховує все», і, отже, в поведінці цін вже закладений вплив всіх істотних чинників. Якщо ринок дійсно є ринком, то його поведінка складається як результат рішень великого числа учасників, що мають в своєму розпорядженні всю доступну інформацію, яку вони використовують в ухваленні рішень про свої операції. Результат цих рішень - поведінка ціни, і спостерігач за ними одержує доступ до всієї ринкової інформації. Технічний аналіз дає величезну кількість інструментів, що дозволяють вивести корисні прогнози з графіків цін.

Фундаментальний аналіз, на відміну від технічного, розглядає ринок з протилежного боку. Зміни в економіці країн, політичні вибори, регулюючі дії влади, природні катаклізми - все це позначається на цінах на фінансові

активи. І якщо деякі з цих подій неможливо передбачити, то інші є цілком плановими (наприклад, час публікації економічних новин розписаний на місяці вперед) або цілком прогнозованими. Отже, якщо будувати розумні і своєчасні прогнози, то можна передбачати і майбутні рухи цін на активи.

Таким чином, однією з головних умов забезпечення стабільності 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.