

СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ В УКРАИНЕ

Данилина С.А., к.э.н., доцент

Украина, Одесса, Одесский национальный экономический университет

В статье рассматривается становление, современное состояние и трудности, возникающие на рынке производных финансовых инструментов в Украине.

Ключевые слова: производные финансовые инструменты, деривативы, срочный рынок.

Постановка проблемы. Трансформация финансового сектора Украины на протяжении последних лет и переход к свободному курсообразованию способствовали расширению использования производных инструментов как с целью хеджирования рисков, преимущественно валютных, так и с целью получения дополнительного дохода. Однако стремительное развитие финансового сектора и необходимость внедрения новых инструментов с целью стимулирования рынка капиталов и предотвращения финансовых рисков требуют дальнейшего совершенствования использования производных инструментов и методов регулирования этого сегмента рынка.

Анализ последних исследований и публикаций. Изучением проблемы развития деривативов занимаются такие отечественные ученые, как: В. Гордон, В. Гофф, Н. Иващук, В. Мищенко, Л. Примостка, А. Сохацкая и другие.

Целью статьи является анализ современного состояния отечественного рынка деривативов и выявление основных факторов, препятствующих развитию этого рынка и его полноценному функционированию.

Основные результаты исследования. Мировой рынок производных финансовых инструментов (ПФИ) на сегодняшний день по объемам торгов превышает объем рынков основных финансовых инструментов и имеет довольно динамичные темпы развития. Эта тенденция не изменилась, несмотря на их отрицательную «славу» после начала мирового финансового кризиса. Причины популярности срочного рынка – широкие возможности рынка производных инструментов для инвесторов, преследующих совершенно разные цели на финансовом рынке. Кроме того, операции на срочном рынке являются более выгодными по сравнению с операциями на рынке базового актива. Это связано не только с «эффектом рычага», но и с отсутствием транзакционных издержек, возникающих при проведении

операций на рынке базового актива. Благодаря процессу глобализации мировой экономики, ПФИ появляются во все большем количестве на региональных и национальных финансовых рынках развивающихся стран и стран с переходной экономикой.

Но, в то же время, во многих странах, и Украина не является исключением, в опыте внедрения ПФИ имеет место недостаточная последовательность и отсутствие системного подхода как в попытках формирования рынков производных ценных бумаг, так и в попытках внедрять отдельные виды деривативов.

Деривативы – это инструменты, механизм выпуска и обращения которых связан с правом на приобретение или продажу в течение срока, установленного договором, ценных бумаг, других финансовых и/или товарных ресурсов. Кроме того, их можно определить как контракты, заключаемые с целью перераспределения финансовых рисков.

К основным свойствам производных инструментов относятся: зависимость цены дериватива от цены на базовый актив; получение прибыли при минимальных инвестиционных вложениях; срочный характер.

Биржевые деривативы являются высоколиквидными, стандартизированными по количеству базового актива, даты поставки и позволяют в любой момент прекратить хеджирование путем заключения обратной (оффсетной) сделки.

Деривативы выполняют следующие функции:

- Инвестиционная функция – увеличение инвестиционного потенциала экономики;
- Перераспределительная функция – перемещение капитала в те отрасли и сферы хозяйства, где он используется с наибольшей доходностью;
- Гарантийная функция – выпуск производных ценных бумаг с целью гарантированного получения базисного актива в будущем
- Социальная функция – характерная только для прав (упрощенного варианта опциона на покупку акций), или для опционов на покупку, если опционы используются с аналогичной целью;
- Мобилизационная функция – с помощью некоторых деривативов эмитентами мобилизуется дополнительный капитал;
- Спекулятивная функция;
- Функция обеспечения ликвидности и информации;
- Функция хеджирования (управление рисками) [1, с. 9].

В международной практике деривативы является важным элементом функционирования финансовых, денежных и товарных рынков. Однако из-за их комплексности и связи с другими активами и финансовыми инструментами использования деривативов является сложной сферой деятельности финансовых институтов, которая требует особых форм регулирования и надзора со стороны регуляторов. Несмотря на распространение практики использования деривативов, этот сегмент рынка еще остается недостаточно урегулированным, что способствует развитию

«теневое банкинга» и может подвергать финансовые учреждения на значительные риски.

Первые торги фьючерсами происходили еще в 1730 г. в период Эдо (1600-1867 гг.) в Японии. В это время феодалы создавали склады для хранения и продажи риса, которым им платили земельный налог. Первой организованной биржей был Рисовый Рынок Доджма, который основали феодалы для своей защиты от ценовых флуктуаций между урожаями. В 1848 году в США были основаны современные биржи товарных фьючерсов и опционов путем создания Чикагской торговой биржи. Ее основала группа из 82 человек, представляющих широкие бизнес-интересы, для облегчения торговли зерном. На ней были разработаны стандартизированные договора, которые называли фьючерсными контрактами, и создана маргинальная система для элиминирования рисков покупателей и продавцов. Финансовые фьючерсы и опционы впервые котировались в 1970-х гг., когда коллапс Бреттон-Вудской системы привел к беспрецедентному росту волатильности финансовых рынков. Наиболее активно производные инструменты начали применяться в мировой практике в 1980-х годах после либерализации финансовых рынков. Со временем эти инструменты получили самостоятельную форму и используются в основном уже не как инструменты хеджирования, а как инструменты финансового и денежного рынков.

В отечественной практике финансовые деривативы, в частности форвардные сделки и фьючерсы, впервые начали использоваться в конце 1990-х годов на денежном рынке по инициативе НБУ как инструменты хеджирования валютных рисков. Однако, из-за наличия в это время фактически фиксированного валютного курса и отсутствия потребности в хеджировании валютных рисков они не получили распространения. В конце 2000-х и в начале 2010-х годов проблемы использования производных инструментов, особенно финансовых, снова актуализировались, однако из-за отсутствия законодательной и нормативной базы эти процессы также не получили распространения. Несмотря на это, отечественные банки активно поддерживали использование финансовых деривативов и в 2015 г. их объем в банковском секторе превысил 400 млн. грн. [2, с. 289]

Возможность хеджирования позиций в процентных ставках, ценных бумагах, валютах и сырьевых товарах в значительной численности участников мировой финансовой системы способствует постепенному росту рынка деривативов в современных условиях. Деривативы позволяют торговать базовыми активами даже при высоком уровне рыночных рисков. Корпоративные и финансовые инвесторы используют ПФИ для защиты от изменений на цены комплектующих, материалов, валютных курсов, процентных ставок и тому подобное. Согласно данным Международной Ассоциации свопов и деривативов 92% из числа 500 крупнейших компаний в мире используют производные финансовые инструменты в системе финансового менеджмента [3].

В мировой практике рынок ПФИ делится на два основных сегмента: сделки, которые совершаются на биржах и регулируются международными

стандартами; внебиржевые деривативы. В странах с развитой рыночной экономикой соотношение объемов сделок на биржевом и внебиржевом рынках составляет не менее 30%. Так, в США доля биржевого сектора составляет около 70%, в Японии – 99%, в Канаде и Франции – 96-97%. Основными ПФИ сегмента биржевых деривативов являются фьючерсы и опционы, среди которых важное значение играют индексные опционы и фьючерсы. Контракты на индексы связаны с конкретными инструментами и могут включать вторичные характеристики, такие как волатильность или дивиденды. Представленные деривативы стандартизируются по срокам выполнения и размерами контрактов, а также возможными изменениями на рынке.

Ключевыми игроками на рынке биржевых ПФИ являются страны Северной Америки (59,5%), Европы (31,9%) и Азии (7,1%). [4, с. 24]

Развитие инновационных технологий в современных условиях способствовало появлению инновационных ПФИ на биржевом рынке. Среди представленных инструментов стоит выделить биткоины, распространение которых привело к появлению бирж, специализирующихся на торговле производными инструментами указанной криптовалюты.

Другим сегментом рынка деривативов является внебиржевой сектор, который, по оценкам экспертов, составляет примерно 95% ПФИ (рис. 1).

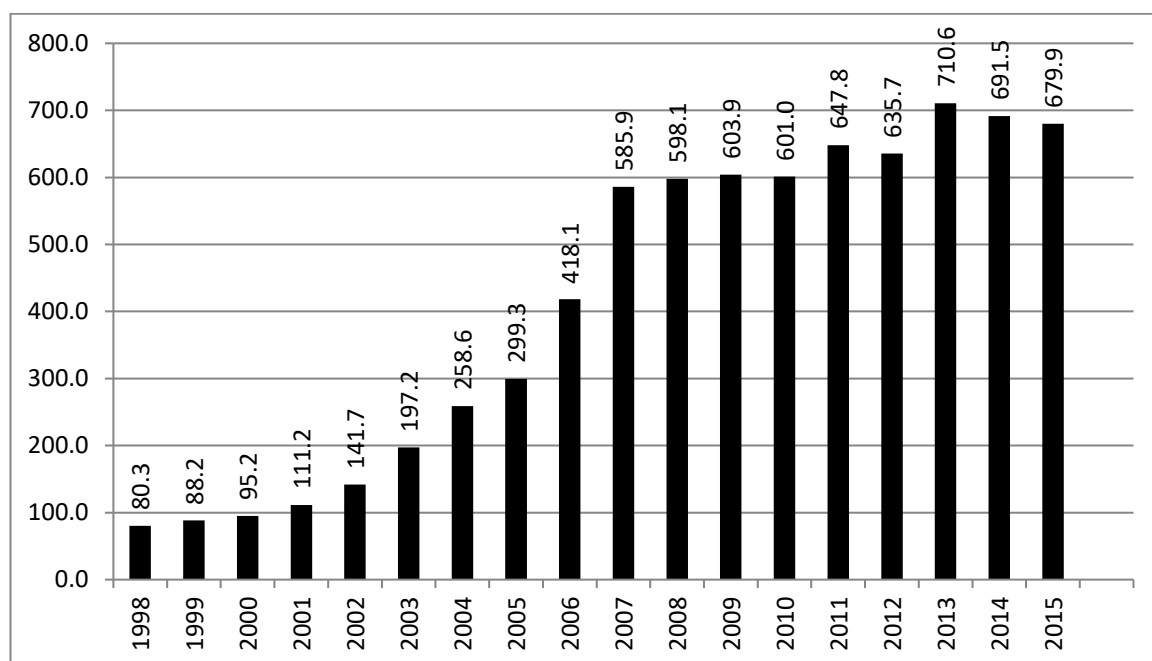


Рис. 1 – Динамика мирового рынка деривативов за 2008-2015 гг., млрд. дол.

Источник: составлено по данным [5]

Стоит отметить, что указанный сектор является более прибыльным, а значительное количество операций находится вне надзора официальных регуляторов. Для указанного финансового инструмента отсутствует стандартизация параметров сделок, что уменьшает ликвидность рынка. Однако система управления ПФИ в пределах официальных банковских

учреждений также может быть очень сложной и непрозрачной. В Украине только 0,11% контрактов осуществляются на внебиржевом рынке.

В течение последних десятилетий доля внебиржевого рынка выросла с 60% до 90%. Объемы же рынка в абсолютном измерении выросли за это время в 133 раза с 5740 до 762908 млрд. долл. При этом объемы биржевого рынка выросли примерно в 30 раз, внебиржевого – в 200.

Развитие финансового инжиниринга на рынке внебиржевых финансовых инструментов привело к появлению кредитных деривативов, экзотических производных финансовых инструментов, к которым относятся азиатские, барьерные, бинарные, сложные опционы. Среди представленных контрактов особого внимания заслуживает такой инновационный продукт, как бинарный опцион, представляющий собой ПФИ, который в зависимости от выполнения указанного условия по росту или уменьшению стоимости базового актива в установленный момент времени приносит заранее определенный размер прибыли или убытка.

Набор различных продуктов одного вида деривативов называют продуктовой линией. Сегодня на мировых биржах котируются 14 продуктовых линий. Среднее количество продуктовых линий, котирующихся на одной бирже, составляет примерно пять. Наибольшее количество продуктовых линий (13) имеет фондовая биржа Йоханнесбурга. На семи из 52 бирж находится в обращении только один вид биржевых продуктов. Большинство Азиатских бирж предлагают товарные фьючерсы. Крупнейшим рынком деривативов является Североамериканский (54%), на втором месте достаточно близок по объемам Европейский (38,71%), наименьшую долю составляют Азиатский и другие рынки [6, с. 84].

Начиная с 1995 года и до сих пор, рынок капитала в Украине развивается периодами и не последовательно. Рынок ценных бумаг Украины относится к группе предельных, незначительных рынков, в число которых, кроме Украины, по разным классификациям входят еще около двадцати таких стран, как Румыния, Словения, Словакия, Хорватия, Болгария, Эстония, Сербия и другие, и где Украина занимает видное место, как по темпам роста, так и по объемам капитализации. Однако качественные характеристики отечественного фондового рынка находятся на низком уровне, что препятствует ему эффективно выполнять функции, связанные с привлечением и перераспределением инвестиционных ресурсов для обеспечения стабильного экономического развития. В последние годы отечественный фондовый рынок функционирует в условиях адаптации к новым правилам игры, поиска новых технологий, подходов, финансовых инструментов. Однако все положительные достижения фондового рынка в целом еще не в полной мере отразились на рынке деривативов. Если уровень капитализации рынка акций вполне можно сравнить с рынками Польши и Чехии, то похвастаться особыми достижениями перед другими странами в сфере развития рынка деривативов пока трудно.

Основными проблемами, сдерживающими использование деривативов в Украине, является низкий уровень развития финансового рынка,

финансовая нестабильность и несовершенство законодательной и нормативной базы. Специфика использования производных инструментов заключается в том, что они могут комбинироваться между собой, образуя чрезвычайно сложные структурированные продукты, регулирование обращения которых часто выходит за пределы регуляторного поля.

Украинский рынок производных ценных бумаг (табл. 1) является достаточно молодым и в значительной степени отличается от аналогичных рынков стран, которые имеют развитую финансовую систему, и количественно, и качественно. Так, объем мирового рынка деривативов достиг уровня 710 трлн. долл. Доля ВВП Украины в Мировом ВВП составляет 0,24%. В противоположность этому доля украинского рынка деривативов в мировом объеме составляет лишь 0,0003% [7, с. 784].

Таблица 1

Объем торгов производными финансовыми инструментами в Украине 2008-2015 гг., млрд. грн.

| Объем торгов | По состоянию на конец года | | | | | | |
|-------------------|----------------------------|------|-------|-------|-------|------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Всего, в т.ч.: | 0,1 | 3,75 | 23,98 | 24,91 | 18,01 | 9,6 | 5,87 |
| Биржевой рынок | 0,05 | 3,73 | 23,82 | 24,77 | 18,01 | 9,59 | 5,83 |
| Внебиржевой рынок | 0,05 | 0,02 | 0,16 | 0,14 | 0,0 | 0,01 | 0,05 |

Источник: составлено по данным [8]

По данным последнего годового отчета Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, объемы рынка производных финансовых инструментов в Украине сократились в 2015 г. на 67,4% по сравнению с показателями 2013 г. и в абсолютном измерении составляют 5,87 млрд. грн. (рис. 2).



Рис. 2 – Объем торгов деривативами на рынке ценных бумаг в 2011-2015 гг., млрд. грн.

Источник: составлено по данным [8]

В общей структуре объемов торгов на рынке ценных бумаг доля объема торгов деривативами составила 0,27% от совокупного объема торгов (рис. 3).

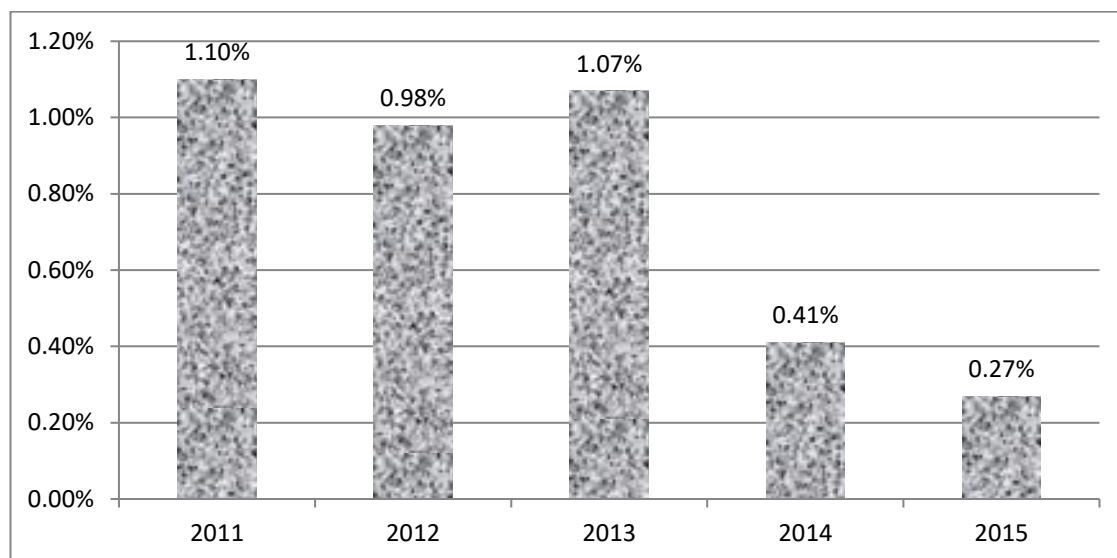


Рис. 3 – Доля объема торгов деривативами на рынке ценных бумаг в 2011-2015 гг.

Источник: составлено по данным [8]

Как и мировой, отечественный рынок ПФИ представлен организованным и неорганизованным сегментами. Но структура отечественного сильно отличается от структуры мирового рынка. В отличие от мирового рынка деривативов, где ведущую роль играет внебиржевой сегмент, в структуре отечественного рынка последний составляет лишь 0,1% всего рынка производных, что фактически свидетельствует о его начальном развитии.

Первой существенной особенностью украинских деривативов является отличие от зарубежных деривативов по базисным активам. В Украине существуют многочисленные ограничения количества базисных активов. Наше законодательство позволяет только три вида базовых активов: ценные бумаги, товары или средства, соответственно выделяется три вида деривативов: фондовые, товарные и валютные. Однако следует отметить, что в нормативных актах упоминаются и другие активы, такие, например, как «характеристики» названных базисных активов, которые также могут быть базисными активами, но только при определенных условиях. Второй важной особенностью деривативов, разрешенных к выпуску в Украине, является ограничение по эмитентам. Это касается всех видов деривативов. Третьей особенностью деривативов в Украине является наличие ограничений по месту торговли этими ценными бумагами.

Следующая особенность деривативов в Украине заключается в полном отсутствии непокрытых (необеспеченных) деривативов. В мировой практике возможно существование как покрытых деривативов, так и непокрытых.

Украинское законодательство запрещает непокрытые (необеспеченные активом) деривативы.

В отличие от мирового рынка, где основное количество операций осуществляется на внебиржевом рынке, в Украине практически все операции с деривативами осуществляются на биржевом рынке. Причиной этого, безусловно, является нестабильная политическая и экономическая ситуация в стране, которая побуждает участников рынка торговать на более надежных биржевых площадках, надеясь таким образом защитить себя от возможных рисков. К сожалению, хотя рынок деривативов и характеризуется постоянным ростом объемов операций, все же можно констатировать низкую заинтересованность субъектов хозяйствования в их использовании в собственной деятельности, что свидетельствует о наличии многих препятствий их эффективному применению. С одной стороны, операции с производными ценными бумагами позволяют минимизировать риски, позволяет повышать эффективность финансовой и производственно-хозяйственной деятельности участников финансового рынка. С другой стороны, операции с деривативами в странах с переходной экономикой достаточно рискованные для всех субъектов рынка ценных бумаг.

Вывод. Развитие отечественного рынка деривативов тормозит и препятствует его функционированию: политическая и финансово-экономическая нестабильность в Украине и низкий уровень диверсификации национального фондового рынка; низкий уровень систематизированности и согласованности норм права, регламентирующих использование деривативов в Украине; отсутствие дееспособной системы государственного регулирования отношений на рынке производных ценных бумаг; недостаточный уровень развития соответствующей инфраструктуры организованных рынков; низкий уровень развития рынков базовых финансовых инструментов; низкая ликвидность и высокая рискованность выполнения операций с деривативами; низкий уровень осведомленности субъектов хозяйствования об операциях с производными ценными бумагами и отсутствие должного уровня их информационного обеспечения; незначительное количество отечественных компаний, которые обладают достаточным объемом собственного капитала, капитализации активов и запасом финансовой устойчивости для реализации финансовых операций на международных финансовых рынках; отсутствие опыта и традиций у участников рынка по реализации операций с производными ценными бумагами; отсутствие квалифицированных специалистов, имеющих достаточный уровень знаний для осуществления операций с деривативами и др.

Список литературы

1. Артамонова А.А. Біржовий ринок деривативів: світовий досвід та українські реалії // Молодий вчений. – 2016. – № 4(31). – С. 8-11.
2. Міщенко В.І. Використання похідних фінансових інструментів в практиці українських банків / В. І. Міщенко // Modern Transformation of

Economics and Management in the Era of Globalization. – 2016. – №. 7. – С. 283-286.

3. International Swaps and Derivatives Association [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www2.isda.org/>

4. Пономаренко І.В. Глобальний ринок деривативів: сучасний стан та перспективи розвитку / І. В. Пономаренко, І. І. Віннікова // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2015. – Вип. 14. – Ч. 3. – С. 22-26.

5. Amounts outstanding of over-the-counter (OTC) derivatives [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/statistics/derdetailed.htm>

6. Шелудько В. Сучасні тенденції розвитку світового ринку деривативів / В. Шелудько, В. Вірченко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2015. – №. 10 (163). – С. 81-87.

7. Забоєнко В. О. Перспективи розвитку ринку деривативів в Україні / В. О. Забоєнко, М. Є. Трудова // Вісник Миколаївського національного університету імені В. О. Сухомлинського. – 2016. – №. 10. – С. 783-786.

8. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/>

MODERN CONDITION AND PROBLEMS OF FUNCTIONING OF THE DERIVATIVES MARKET IN UKRAINE

Danilina S., Ph.D., Associate Professor

Ukraine, Odessa, Odessa National Economic University

The article deals with the formation, current state and difficulties arising in the market of derivative financial instruments in Ukraine.

Keywords: derivative financial instruments, derivatives, derivatives market.