

УДК 336.763

*І. М. Бурденко, канд. екон. наук, доц.,  
ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”*

## **ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ФУНКЦІОНУВАННЯ СИСТЕМИ РОЗКРИТТЯ ІНФОРМАЦІЇ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ УКРАЇНИ**

*У статті підкреслено необхідність наявності транспарентної інформації для ефективного функціонування ринку похідних фінансових інструментів. Автором формалізовано сучасний стан системи розкриття інформації, яка створює основу транспарентності українського ринку похідних фінансових інструментів, виокремлено її переваги і недоліки та проведено аналіз причин і наслідків низького рівня розкриття інформації. Проведене дослідження дозволило запропонувати певні заходи щодо підвищення рівня транспарентності ринку похідних фінансових інструментів.*

*Ключові слова: ринок похідних фінансових інструментів, транспарентність, система розкриття інформації, організатори торгів.*

**Постановка проблеми.** Для сучасної світової економіки залежність поведінки ринку від інформації особливо актуальна, оскільки дозволяє задіяти у віртуальних фінансових операціях значні фінансові потоки і тим самим впливати на поведінку ринку. Тому на сьогодні транспарентність інформації, тобто забезпечення її доступності та зрозумілості для учасників ринку, стає умовою стабільності.

Транспарентність інформації сприяє підвищенню передбачуваності поведінки економічних суб'єктів на фінансових і товарних ринках країн регіону, передбачуваності коливань ринків і, таким чином, зниженню ризику здійснення операцій на цих ринках. У результаті гармонізації всі учасники ринку теоретично потрапляють в однакові умови, в умови досконалої конкуренції [14].

Транспарентність є сферою, у яку повинні втручатися регулятори з метою, яка співпадає із загальними інтересами учасників ринку, щодо створення умов достатнього рівня транспарентності, щоб зменшити прогалини в інформації і забезпечити рівні умови функціонування для всіх учасників. Проте на сьогодні існує проблема транспарентності на українському ринку похідних фінансових інструментів (далі – ПФІ) через наявність об'єктивних і суб'єктивних причин, зокрема неузгодженість нормативно-правової бази, яка регулює розкриття інформації на ринку ПФІ; нерівний доступ до інформації для різних груп учасників ринку; використання інсайдерської інформації; небажання самих

учасників розкривати інформацію, а в окремих випадках необізнаність учасників щодо вимог розкриття інформації; низький рівень відповідальності учасників за недотримання вимог розкриття інформації тощо.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблеми функціонування ринку ПФІ довгий час досліджують західні економісти Дж. Кейнс, Р. Колб, Р. Мертон, Дж. Халл, Дж. Хікс, В. Шарп та інші. Питання транспарентності окремих галузей людської діяльності, зокрема банків і банківської системи, грошово-кредитної політики, ринку цінних паперів, розкривають у своїх працях російські та вітчизняні науковці С. Моїсеєв, О. Радущкий, І. Івасів, Я. Міркін, О. Мозговий, О. Слуцька, Ж. Довгань.

Проте маловивченою залишається проблема транспарентності на ринку ПФІ, що негативно впливає як на його функціонування, так і на функціонування фондового ринку в цілому. Учасники ринку недоотримують інформаційні сигнали, що ускладнює прийняття ними рішень. Тому виникає потреба в дослідженні причин низької транспарентності як фондового ринку, так і ринку ПФІ зокрема.

**Метою статті** є аналіз сучасного стану системи розкриття інформації на ринку ПФІ, виявлення позитивних і негативних сторін її функціонування на інформаційну транспарентність.

**Виклад основного матеріалу.** Функціонування ринку ПФІ саме по собі є позитивним явищем для фінансового ринку, оскільки він усуває асиметричність інформації, надає об'єктивні дані про процеси ціноутворення, робить їх більш прогнозованими, сприяє зменшенню вартості капіталу і транзакційних витрат, цим самим підвищуючи однорідність глобального економічного простору [17].

Та для того, щоб ринок ПФІ міг виконувати свої функції (хеджувальну, інформаційну, прогнозну тощо), потрібні належне інформаційне середовище та система розкриття інформації на ринку ПФІ, а інформація, яка надається суб'єктами ринку ПФІ, повинна відповідати необхідним її якісним характеристикам, зокрема транспарентності.

Значними є й обмеження щодо якості інформаційних сигналів, які подає фінансовий ринок через особливості, притаманні виключно йому: непрозорість ведення бізнесу в Україні, невідповідність ринкової (курсової) вартості акцій показникам фінансово-господарської діяльності емітентів, стихійність і непрогнозованість руху цін, що формуються зарубіжними спекулянтами (хедж-фондами, іноземними банками та дилерами) [1].

Диспропорції, викликані, зокрема, інформаційними бар'єрами, підміняють ринковий механізм ціноутворення на принципах вільної конкуренції спекулятивною грою інформованих учасників. У результаті

підвищується невизначеність функціонування ринку ПФІ, рівень ринкових ризиків і обмежується розмір реального попиту та пропозиції на фінансові інструменти.

На сьогодні “законодавчий” фактор у вітчизняній практиці фондового ринку України реалізується через систему розкриття інформації відповідно до 30 нормативно-правових актів, які регулюють надання та розкриття інформації професійними учасниками фондового ринку України, та до 20, які регулюють розкриття інформації емітентами цінних паперів.

У таблиці 1 проведено узагальнення етапів формування вітчизняної системи розкриття інформації на ринку ПФІ. Зауважимо, що даний процес почався в 1998 р., позитивні зміни щодо транспарентності та розкриття інформації головним чином припадають на 2011 рік. Більшою мірою ці зміни стосуються безпосередньо транспарентності інформації щодо емітентів цінних паперів і ринку цінних паперів (фондового ринку).

**Таблиця 1 – Етапи формування системи розкриття інформації на ринку похідних фінансових інструментів України**

Рік	Позитивне	Негативне
1998	З метою всебічного розвитку та адаптації інфраструктури фондового ринку України до вимог глобальних фінансових ринків створено Державну установу “Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України”	Кожна друга українська компанія взагалі не знає про обов’язкове розкриття інформації [16]. Внутрішні проблеми існування Агентства (організаційні, фінансові та технічні)
2001	Формування системи розкриття інформації через визначення переліку інформації, що оприлюднюється, і порядок її оприлюднення	Відсутність нормативних документів, що формують зміст інформації та порядок її оприлюднення щодо операцій з ПФІ і регулюють систему розкриття інформації в даному секторі фінансового ринку, неузгодженість між наявними нормативно-правовими актами, а також невиконання тих нормативних положень, які все ж таки певним чином регулюють використання інсайдерської інформації та маніпулювання цінами на ринку ПФІ
2003	Створено Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів Агентством з розвитку інфраструктури фондового ринку України (АРІФРУ) у вигляді архіву масиву даних	Відсутність рівного доступу учасників (вітчизняних та іноземних) до інформації про суб’єкти й об’єкти ринку, що призводить до інформаційної асиметрії, через існування часового лагу між надходженням інформації до інформантства та до АРІФРУ

Продовження таблиці 1

Рік	Позитивне	Негативне
2006	Прийняття Концепції розкриття інформації на фондовому ринку України, яка визначає основні принципи, аналіз чинної нормативної бази щодо розкриття інформації та пропозиції щодо вдосконалення системи оприлюднення інформації на фондовому ринку [2].	Відсутність Концепції прозорості ринку ПФІ, що впливає на прозорість ринку та стримує розвиток ринку ПФІ.
2012	Прийнято Концептуальні засади функціонування загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів [3]	Відсутність єдиного тлумачення термінів: “система розкриття інформації” та основних її складових; “прозорість інформації” та змістовних її складових і їх характеристики, що не дозволяє чітко визначити концептуальні напрямки розвитку системи розкриття інформації на ринку ПФІ
2006	Встановлено процедуру надання та порядок розміщення інформації у стрічці новин і в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР. Детальне розкриття складу, порядку та строків розкриття на фондовому ринку як регулярної квартальної та річної інформації, так і особливої інформації та подання її до НКЦПФР	Різні терміни подання інформації до різних загальнодоступних інформаційних баз даних, що ускладнює процедуру подання й унеможлиблює прийняття об’єктивних рішень учасниками ринку
2007	Розпочала функціонування загальнодоступна інформаційна база даних НКЦПФР про ринок цінних паперів.	У регулятора велика частина даних, необхідних для регулятивної діяльності, залишається в первинних масивах.
2007	АРІФРУ стає уповноваженою особою з розкриття інформації емітентів цінних паперів у загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).	Все це негативно впливає на глибину ринку ПФІ
2011	Початок діяльності інформаційного ресурсу загальнодоступної інформаційної бази даних НКЦПФР – електронна система комплексного розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться в лістингу організатора торгівлі (ЕСКРІН)	
2010	Єдиний порядок заповнення форм розкриття інформації та змін до них емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться в лістингу організатора торгівлі	Стосується виключно емітентів цінних паперів, які знаходяться в лістингу організатора торгівлі
2011	Установлено відповідальність за правопорушення на ринку цінних паперів через запровадження і вдосконалення адміністративної та кримінальної відповідальності за використання інсайдерської інформації та маніпулювання цінами під час здійснення операцій з цінними паперами, за створення перешкод у доступі до інформації про емітентів цінних паперів та/або спотворення такої інформації	Системи обробки інформації в цілях моніторингу маніпулювання й інсайдерської торгівлі не враховують особливостей українського ринку ПФІ. В Україні не зафіксовано жодного факту встановлення адміністративної чи кримінальної відповідальності за використання інсайдерської інформації

Продовження таблиці 1

Рік	Позитивне	Негативне
2011	Урегулювання питань щодо розкриття інформації на фондовому ринку, де визначаються вимоги до розкриття інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР про ринок цінних паперів в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або НКЦПФР; розкриття регулярної та особливої інформації про емітента	Не всі форми звітів, які складаються відповідно до норм законодавства, є зрозумілими та об'єктивними для всіх користувачів. Причиною такої ситуації є невідповідність певних форм звітів міжнародним стандартам, наприклад, фінансової звітності
2011	Встановлено перелік обов'язкової та додаткової інформації, необхідної для розкриття всіма фінансовими установами	Інформація, яку розкривають учасники ринку про свою діяльність, зокрема на ринку ПФІ, не завжди є актуальною, що пояснюється відсутністю спеціальних стандартів розкриття інформації на ринку ПФІ, а також тим, що не всі учасники мають сучасні технічні засоби поширення цієї інформації, що не забезпечує швидкий доступ до неї всіх зацікавлених осіб
2011	Зміни до подання інформації професійними учасниками фондового ринку, зокрема необхідність оприлюднювати річну фінансову звітність і річну консолідовану фінансову звітність разом з аудиторським висновком шляхом розміщення на власній веб-сторінці з опублікуванням у періодичних або неперіодичних виданнях	Звітність професійних учасників ринку ПФІ не орієнтована на потреби мікро- та макропруденційного нагляду
2012	Частково сформовано законодавче підґрунтя для оприлюднення інформації професійними учасниками ринку ПФІ та подання відповідних документів до НКЦПФР – організаторами торгівлі та торговцями цінними паперами	Нормативні документи не містять положень, що стосуються звільнення учасника ринку ПФІ від обов'язку здійснювати розкриття інформації про ПФІ; не передбачено вимог щодо розкриття інформації про котирування або про торгові операції з великими обсягами одного виду ПФІ тощо

*Джерело:* складено автором.

Державна політика у сфері функціонування ринку ПФІ спрямована на створення умов для підвищення забезпечення транспарентності ринку ПФІ. Проте цей процес є досить повільним і має ряд як позитивних, так і негативних наслідків, що викликано фрагментарністю створення системи розкриття інформації учасниками ринку ПФІ.

Основні переваги та недоліки сучасної системи розкриття інформації учасниками ринку ПФІ, які створюють умови забезпечення транспарентності, узагальнено на рисунку 1.



**Рисунок 1 – Переваги та недоліки сучасної системи розкриття інформації як основи транспарентності**

Безумовно, позитивною стороною сучасної системи розкриття інформації є детальне розкриття складу, порядку та строків розкриття на фондовому ринку як регулярної квартальної та річної інформації,

інформації про випуск і викуп акцій, іпотечні цінні папери та інформації в повідомленні про проведення загальних зборів емітентами цінних паперів, так і особливої інформації всіма фінансовими установами. Крім того, встановлено норму, яка передбачає обов'язковість розкриття інформації всіма фінансовими установами як емітента, якщо вони створені у формі акціонерних товариств [11].

Частково сформовано законодавче підґрунтя для оприлюднення інформації професійними учасниками ринку ПФІ – торговцями цінними паперами. Позитивним зрушенням у системі розкриття інформації є введення положень до закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” про розкриття та оприлюднення інформації фондовою біржею (ст. 23 Вимоги до фондової біржі) [13], які повинні бути визначеними в правилах фондової біржі.

Зауважимо, що відсутність рівного доступу учасників (вітчизняних та іноземних) до інформації про суб'єкти й об'єкти ринку та її синхронність, призводять до інформаційної асиметрії. Недоступність інформації для іноземних учасників пов'язана з наданням її лише російською мовою, що значно впливає на зменшення пропозиції та оперативність здійснення операцій з ПФІ від іноземних інституційних і роздрібних інвесторів. Така ситуація суттєво впливає на індикатори ліквідності ринку ПФІ – знижує глибину ринку та щільність. Крім того, нерівний доступ до інформації для різних груп учасників ринку сприяє здійсненню інсайдерських угод, ціни яких не відображають реальну вартість фінансових інструментів.

Сучасні правила, які існують у міжнародній практиці і запроваджені українським законодавством, передбачають адміністративну та кримінальну відповідальність за використання інсайдерської інформації під час здійснення операцій та порушення системи розкриття інформації. Зокрема зазначимо, що в нормативних документах більшості вітчизняних фондових бірж визначено, що у випадку порушення встановлених правил (у т. ч. несвоєчасного розкриття інформації емітентом) організатори торгівлі мають право здійснити процедуру делістингу або припинити обіг цінних паперів на біржі. На розвинутих фондових ринках це мало б для емітентів надзвичайно негативні наслідки у вигляді зниження репутації компанії, падіння вартості цінних паперів і підвищення вартості залученого капіталу [15].

Проте в Україні не зафіксовано жодного факту встановлення адміністративної чи кримінальної відповідальності за використання інсайдерської інформації або за перешкоджання в доступі до інформації про емітентів цінних паперів, професійних учасників фондового ринку та/або викривлення такої інформації. Більше того, дана ситуація не

дозволяє вирішити проблему асиметрії інформації та маніпулювання цінами на ринку ПФІ та базових активів, а системи обробки інформації з метою моніторингу маніпулювання та інсайдерської торгівлі не враховують особливостей українського ринку ПФІ.

Розвиток ринку ПФІ України характеризується незначним рівнем. Основною причиною є непопулярність даних фінансових інструментів в економіці та недоліки в системах і стратегіях ризик-менеджменту суб'єктів господарювання. Проте загальновідомо, що ПФІ дозволяють переносити фінансові кризи від одного учасника до іншого. За тісної кореляції між спотовою та строковою позиціями застосовувані стратегії хеджування можуть бути досить ефективними, особливо з урахуванням того, що хеджуванню підлягають ризики, пов'язані з коливанням валютних курсів, процентних ставок, біржових індексів, навіть статистичних макроекономічних індикаторів [5]. Сучасні стратегії хеджування передбачають застосування новітніх ПФІ різних рівнів – складних (структурованих) ПФІ. Розвиток цих видів ПФІ потребує контролю під час їх випуску, що передбачає запровадження ліцензування, декларування інформації про випуски таких ПФІ, створення додаткових гарантій покриття.

**Висновки.** Аналіз сучасного стану системи розкриття інформації та забезпечення транспарентності дозволив виявити позитивні та негативні сторони її функціонування. Основною причиною низького рівня транспарентності на ринку ПФІ є відсутність нормативних документів, що формують зміст інформації та порядок її оприлюднення щодо операцій з ПФІ, як передторгової, так і постторгової, і регулюють систему розкриття інформації в даному секторі фінансового ринку або неузгодженість між наявними нормативно-правовими актами, а також невиконання тих нормативних положень, які все ж таки певним чином регулюють використання інсайдерської інформації та маніпулювання цінами на ринку ПФІ. Проте, незважаючи на перевагу недоліків і недосконалість функціонування системи розкриття інформації ринку ПФІ, можна вважати систему фрагментарно створеною.

Враховуючи це, на нашу думку, буде доцільним у контексті розвитку вітчизняного ринку ПФІ встановлення регулятором єдиних вимог щодо розкриття інформації учасниками ринку ПФІ, зокрема спеціальних стандартів розкриття інформації та дотримання рівня транспарентності шляхом прийняття Концепції транспарентності ринку ПФІ й імплементації відповідних міжнародних вимог і стандартів в Україні та їх впровадження в інформаційно-аналітичні системи учасників ринку. Саме національні органи регулювання працюють з учасниками ринку



і відповідають як за імплементацію, так і за успіх заходів щодо виконання вимог транспарентності інформації. Це важливо для українського ринку ПФІ, і реалізація цих заходів матиме важливе значення як для ринку ПФІ, так і для фінансового ринку загалом.

### *Список літератури*

1. Журавка Ф. О. Забезпечення стійкого розвитку ринку похідних фінансових інструментів України / Ф. О. Журавка, І. М. Бурденко, І. О. Макаренко. – Суми : Папірус, 2012. – 166 с.
2. Концептуальні засади функціонування загальнодоступної бази даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] : рішення НКЦПФР від 04.08.2006 № 677. – Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1007.5060.0>.
3. Концептуальні засади функціонування загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів [Електронний ресурс] : рішення НКЦПФР від 25.12.2012 № 1857. – Режим доступу : <http://www.nau.kiev.ua/druk.php?name=423053-25122012-0.htm>.
4. Основні напрямки розвитку фондового ринку України на 2005–2010 [Електронний ресурс] : указ Президента України від 26 березня 2001 року № 198/2001. – Режим доступу : [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/U198\\_01.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/U198_01.html).
5. Остапенко І. О. [Макаренко І. О.] Переваги та недоліки похідних фінансових інструментів в контексті світової фінансової кризи / І. О. Остапенко // Актуальні проблеми сталого розвитку національного господарства України: інтеграційний контекст : тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції студентів, аспірантів і молодих учених (23–24 квітня 2010 року, Харків). – Харків : ХНУ імені В. Н. Каразіна, 2010. – С. 128–131.
6. Положення про порядок складання адміністративних даних щодо здійснення діяльності організаторами торгівлі, оприлюднення інформації та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] : рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 25.09.2012 № 1284. – Режим доступу : [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/RE22050.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/RE22050.html).
7. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів [Електронний ресурс] : рішення НКЦПФР від 19.12.2006 № 1591. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0097-07>.
8. Принципи корпоративного управління [Електронний ресурс] : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 грудня 2003 року № 571. – Режим доступу : [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/KML03645.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KML03645.html).
9. Про впровадження системи оприлюднення інформації на фондовому ринку України [Електронний ресурс] : рішення НКЦПФР від 24.05.2001 № 173 із змінами та доповненнями. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0568-01>.
10. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні [Електронний ресурс] : Закон України від 30.10.96 № 448/96-ВР із змінами та доповненнями. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/448/96-80>.
11. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] : Закон України від 12.07.2001 № 2664-III. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=2&nreg=2664-14>.

12. Про формування єдиного інформаційного масиву даних про емітентів цінних паперів [Електронний ресурс] : рішення НКЦПФР від 27.05.2003 № 23. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0516-03>.
13. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV із змінами та доповненнями. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
14. Радуцкий А. Прозрачная финансовая информация как фактор экономической стабильности и интенсивного роста [Электронный ресурс] / А. Радуцкий // Информационный бюллетень. – 2005. – Режим доступа : <http://gaap.ru/articles/56354/>.
15. Слущка О. В. Особливості функціонування ринку корпоративних облігацій України [Електронний ресурс] / О. В. Слущка. – Режим доступу : [http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc\\_gum/Vdnuet/econ/2011\\_4/Slucka.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Vdnuet/econ/2011_4/Slucka.pdf).
16. Шапран Н. Раскрытие информации на фондовом рынке – путь к совершенству [Электронный ресурс] / Н. Шапран, В. Шапран // Финансовый Директор. – 2007. – Режим доступа : [http://gaap.ru/articles/raskrytie\\_informatsii\\_na\\_fondovom\\_rynke\\_nbsp\\_ndash\\_nbsp\\_put\\_k\\_overshenstvu/](http://gaap.ru/articles/raskrytie_informatsii_na_fondovom_rynke_nbsp_ndash_nbsp_put_k_overshenstvu/).
17. Singh R. Derivatives Market in Emerging Economies: Economic Benefits and Challenges / Rahul Singh. – Foundation International Conference of Asian Association of Derivatives Seoul, Korea, 2004. – 20 p.

Отримано 30.10.2013

#### *Summary*

The paper stresses the need for transparent information for the effective functioning of the derivatives market. The author formalizes the current state of information disclosure system which ensures the transparency of Ukrainian market of derivative financial instruments and analyses the causes and effects of low levels of disclosure. The research allows making proposals to improve the transparency of the derivatives market.