

Samets S.M., Ikonnikov O.V. Place and role of the securities market in a modern Ukraine economy

The author analyzes specifics in the development of securities market in Ukraine. Theoretical and practical aspects of functioning the market of securities are investigated. Foreign experience of issue and circulation of securities is considered. Proposals that may enhance market of securities in Ukraine are developed.

Keywords: securities, securities market, financial market, stock market, stock exchange, issuers of securities, financial instruments, stocks, bonds, institute of collective investment.

УДК 330.837

Доц. О.Р. Саніна, канд. екон. наук; доц. Н.Б. Бідник,
канд. екон. наук – НУ "Львівська політехніка"

**ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ У СТРАТЕГІЧНИХ
РІШЕННЯХ МІЖНАРОДНОГО МЕНЕДЖЕРА**

Розглянуто похідні фінансові інструменти строкового ринку та висвітлено питання вдосконалення їхнього використання менеджерами в Україні.

Ключові слова: похідний фінансовий інструмент (ПФІ), фінансова інженерія.

Однією з основних характеристик міжнародної економіки на сучасному етапі розвитку є фінансова криза. Відповідно, завдання фінансового менеджера полягає в управлінні формуванням, розподілом і використаннім фінансових ресурсів суб'єктів господарювання та оптимізації обігу їх грошових коштів на світовому ринку. Одним з інструментаріїв фінансового управління можна вважати використання похідних фінансових інструментів. Значною проблемою на мікрорівні для фінансових менеджерів українських фірм, банків та інших інституцій є відсутність системних знань щодо фінансових інструментів, використовуючи які можна ефективно управляти грошовими потоками та фінансовими ризиками. Найбільше це стосується строкових ПФІ, які належать до найскладніших інновацій. Натомість, на зарубіжних фінансових ринках відбувається потужний інноваційний прорив у розвитку фінансової теорії та практики. Зауважимо, що десять років тому європейського ринку ПФІ не існувало, а сьогодні за своїми обсягами він переважає аналогічний ринок США, який функціонує понад 150 років.

Поведінка фінансових менеджерів, прийняття ними рішень, а отже, і розвиток самого ринку ПФІ зумовлені безліччю чинників, що умовно можна поділити на дві групи. По-перше, це зовнішні (стосовно окремого фінансового менеджера), чинники – чинники оточення, над якими він не має контролю, але які безпосередньо впливають на показники діяльності, по-друге – внутрішні (стосовно фінансового менеджера) чинники [1, с. 49].

Під дією цих груп чинників важливого значення набуває самостійна галузь фінансової діяльності зі створення нових фінансових продуктів та інноваційних фінансових інструментів, спроможних зробити ринок більш стабільним та прогнозованим. Цю галузь називають фінансовою інженерією (*financial engineering*).

Одним із перших дослідників цієї сфери на зарубіжних фінансових ринках був Дж. Фіннерті [2]. Особливої уваги заслуговують фундаментальні робо-

ти В. Бансала і Дж. Маршала [1] та Л. Галіца [3]. У вітчизняній науці цю галузь ще недостатньо вивчено, оскільки вона є відносно новою. Термін "фінансова інженерія" вперше з'явився у фінансовій літературі наприкінці 80-х роках ХХ ст. Досі на міжнародному фінансовому ринку вже утвердились ПФІ, а також отримали широке застосування різні інноваційні види цих інструментів.

Фінансові інженери (фінансові менеджери) мають на меті знизити ризик для отримання більшого прибутку. Інноваційні фінансові інструменти використовують як для управління грошовими потоками, так і для управління фінансовими ризиками, які істотно виросли в умовах цінової нестабільності на сучасних фінансових ринках. Фінансова інженерія передбачає вивчення процесу проектування, вироблення та реалізації інноваційних фінансових інструментів та технологій для вирішення складних проблем управління фінансами.

Зауважимо, що сьогодні немає єдиної концепції щодо відмінності між "фінансовою інновацією" та "фінансовою інженерією". Будемо вважати, що фінансова інженерія – це процес створення фінансових інновацій. Останні виникають шляхом удосконалення фінансових продуктів або впровадження абсолютно нових, які повністю змінюють управлінські технології на фінансових ринках. Фінансові інновації – це процес, який проявляється через розвиток фінансового ринку загалом. Сутність ПФІ виявляється через виконання ними важливих функцій. Загальною економічною функцією є створення і забезпечення руху фіктивного капіталу [4].

Ринок ПФІ підвищує ефективність функціонування всього фінансового ринку. Зокрема, по-перше, ПФІ відкривають фінансовим менеджерам нові можливості для управління ризиком економічної діяльності. По-друге, фінансові менеджери можуть використовувати ПФІ з метою спекуляції. Спекулянт бере на себе всі ризики, прагнучи отримати максимальний прибуток. По-третє, ринок ПФІ відкриває нові можливості для арбітражу. По-четверте, ПФІ відкривають інвестиційні можливості, які не можна здійснити будь-яким іншим способом. По-п'яте, ПФІ дають змогу легко і за відносно низьку вартість використовувати ефект фінансового важеля (*leverage*). По-шосте, інструменти ф'ючерсного ринку знижують трансакційні витрати. По-сьоме, ф'ючерсний ринок виконує інформаційну функцію. Більшість інструментів задіяні в аналізі чи здійсненні грошової політики, постійно аналізується інформація, закладена у цінах фінансових активів.

Фінансові продукти на світових ринках прийнято називати фінансовими інструментами. Наведемо окремі визначення цього поняття. Фінансовий інструмент – це будь-який договір, унаслідок якого одночасно виникає фінансовий актив у одної компанії та фінансові зобов'язання в іншій [5, с. 7]. Фінансові інструменти – це товари та послуги фінансових інститутів, що стають доступними для клієнтів завдяки супутнім та підтримуючим товарам. У 90-х роках ХХ ст. фінансові інструменти стали об'єктами біржової торгівлі. Причому настільки широко застосовуються, що для їх обігу були створені спеціалізовані біржі [6, с. 65].

Отже, ПФІ – це інструмент, по-перше, вартість якого змінюється внаслідок зміни відсоткової ставки, ціни товару чи цінного паперу, обмінного курсу, індексу цін чи ставок, кредитного рейтингу чи кредитного індексу та інших

змінних; по-друге, для придбання якого необхідні невеликі початкові інвестиції порівняно з іншими інструментами, ціни на які аналогічним чином реагують на зміни ринкової кон'юнктури; по-третє, розрахунки за якими відбуваються у майбутньому.

Свою чергою, В.А. Галанов виокремлює специфічні властивості ПФІ [7, с. 30]: інструменти використовують не з метою купівлі/продажу базового активу, а з метою отримання прибутку через різницю в цінах, використовуючи незначні інвестиції; інструменти є результатом свідомого, цілеспрямованого конструювання на основі високорозвиненої економічної теорії.

На особливу увагу заслуговують дослідження професора Московського державного університету А. Фельдмана, який слушно наголосив, що "ПФІ базуються на фундаментальних фінансових відносинах (кредит, позика, акція тощо), доповнюють та розвивають їх, використовують нові за змістом угоди. На сьогодні конструювання, запуск та організація обігу похідних інструментів є самостійною галуззю фінансової діяльності" [4, с. 45]. Одним із перших А. Фельдман звернув увагу на те, що і в країнах розвинутого ринку, де строковий ринок функціонує особливо успішно, зберігається невизначеність у виявленні суті та понятійному апараті цих ринкових явищ.

Повністю погоджуючись із цією думкою, слушно наголосити на тому, що більшість відомих зарубіжних учених-теоретиків фінансових ринків та ф'ючерсних зокрема, зазвичай, не дають визначення цим поняттям, сприймаючи їх як давно відомі, або такі, сутність яких не потребує пояснень. Це може бути виправданим для підручників та монографій зарубіжних авторів, де уже впродовж багатьох десятиліть формується та удосконалюється законодавча база, і зовсім не прийнятним для наших умов, коли основні ринкові відносини лише починають втілюватися у законах [8, с. 22].

Як похідні інструменти у зарубіжних джерелах використовують термін "деривативи" (з англ. *derivatives*, з нім. *derivate*) та "похідні цінні папери" (з англ. *derivate securities*) [9, с. 1]. Зазвичай, ці поняття вживають як синоніми. Звідси і походять україномовні кальки "деривативи" та переклад цього терміна "похідні цінні папери". У своїй монографії Джон Халл уточнює визначення і наголошує, що "дериватив чи похідний цінний папір – це фінансовий інструмент, вартість якого залежить від вартості інших, більш первісних базових змінних" [9, с. 1].

У вітчизняній нормативно-правовій базі також немає єдності у використанні поняття "ПФІ". Частково у Законі "Про оподаткування прибутків підприємств" використовують термін "дериватив". На думку авторів Закону, "дериватив" – 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 [10].

Фінансові інструменти можна класифікувати, беручи ціноутворення на фінансовий інструмент і термін виконання контрактів. Виходячи із першої ознаки, фінансові інструменти класифікують на реальні (основні, базові) ціни або курси, на які визначаються на ринку через взаємодію попиту й пропозиції, та похідні, ціни на які є похідними від цін базового активу.

За формою реалізації розрізняють поставку (*delivery*) та розрахунок грошовими засобами (*cash settlement*). У першому випадку йдеться про похідні інструменти поставки, а у другому – розрахункові. Під поставкою розуміють зміну власника базового активу шляхом передачі чи виконання процедури перереєстрації прав власності. У випадку розрахункових похідних інструментів виконання зводиться до перерахунку однією стороною грошової суми іншій. Отже, за способом виконання контракту розрізняють такі ПФІ:

- з фізичним постачанням базового активу (*physical delivery*);
- розрахункові інструменти (*cash settlement*).

ПФІ залежно від базового активу поділяють на [8]: товарні – ПФІ на сільськогосподарську і лісову продукцію, електрику, нафту і нафтопродукти, натуральний газ, метали й інші товарні активи; фондові – ПФІ на акції, облігації, інші цінні папери, а також на фондові індекси; валютні – ПФІ на валютні цінності; процентні – ПФІ, що мають у своїй основі відсоткові ставки за корпоративними або державними борговими зобов'язаннями, депозитами, міжбанківськими кредитами.

Утім, цієї класифікації не відкидає і Закон України "Про оподаткування прибутків підприємств" [10], де:

- фондовий дериватив* – стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити цінний папір на обумовлених засадах у майбутньому. Правила випуску та обігу фондових деривативів встановлює державний орган, на який покладаються функції регулювання ринку цінних паперів;
- валютний дериватив* – стандартний документ, який засвідчує право продати та/або купити валютну цінність на обумовлених засадах у майбутньому;
- товарний дериватив* – стандартний документ, який засвідчує право продати, та/або купити біржовий товар (крім цінних паперів) на обумовлених стандартних засадах у майбутньому. Правила випуску та обігу товарних деривативів установлює орган, на який покладаються функції регулювання товарного біржового ринку.

Таку класифікацію більшість фахівців та науковців вважають основною. Залежно від ринків функціонування ПФІ, розрізняють: біржові інструменти (*exchange traded instruments*) – переважно ф'ючерси і біржові опціони; позабіржові (*over-the-counter instruments*) – форварди, позабіржова частина опціонів, свопи. Підсумовуючи викладене, зведемо види ПФІ у табл.

Табл. Класифікація похідних фінансових інструментів

Ознака класифікації	Похідні фінансові інструменти
<i>За формою</i>	форварди, ф'ючерси, свопи, опціони
<i>За базовим активом</i>	товарні, фондові, валютні, відсоткові
<i>За способом виконання контракту</i>	з фізичним постачанням базового активу, розрахункові інструменти
<i>За сферою функціонування</i>	біржові, позабіржові

Фельдман А. звертає увагу на дві важливих характеристики, на основі яких можна здійснити змістовну класифікацію інструментів цього ринку. До них належать строковість та похідність [4, с. 46]. Обидві ці характеристики є самостійними. Строковість ґрунтується на зсуві строків укладання угоди та

розрахунків за нею. Саме ця характеристика, як вже зазначалося, є основою поділу ринку на ринок з негайною поставкою (*spot, cash*) та строковий (*future*) ринок [8, с. 23].

Похідність, вторинність ґрунтується на залежності цін цих інструментів безпосередньо або опосередковано від ціни або зміни ціни базового активу, який лежить в основі похідного. Отже, терміни "деривативи" та ПФІ" є тотожними [8, с. 24]. На наш погляд, у вітчизняній теорії фінансів доцільно застосовувати термін "ПФІ", а не "дериватив", незважаючи на їхню тотожність. Основною класифікаційною ознакою, яка дає змогу виділити ПФІ із строкових, є наявність в умовах угоди факту фіксації вартості активу, за якою в певний момент у майбутньому вона буде виконуватися. Понад це, не всі строкові фінансові інструменти є похідними, але, своєю чергою, є ПФІ, які не належать до строкових [8, с. 27].

Більшість ПФІ, або деривативів є строковими контрактами, але не кожна строкова угода є деривативом (наприклад, продаж товарів у кредит, строкова угода без фіксації ціни, відзивні та конвертовані облігації тощо), водночас депозитарна розписка ADR є похідним інструментом, але не належить до строкових угод [8, с. 27].

Для уточнення цих понять правильно вживати термін "строкові ПФІ" стосовно тих інструментів, які характеризуються двома визначеними вище ознаками, а саме – строковістю та похідністю. Для інструментів, які характеризуються однією з названих ознак, потрібно застосовувати відповідний термін: "строкові фінансові інструменти", або "ПФІ" [8, с. 28]. Отже, строковий ПФІ – це строкова угода, за якою вартісна оцінка величини зобов'язання одного контрагента зафіксована, а іншого визначається залежно від величини базового активу [8, с. 28].

Особливої актуальності набуває вивчення проблеми використання фінансовими менеджерами інструментів ф'ючерсних ринків у перехідних економіках. Оскільки більшість вітчизняних фінансових менеджерів відмовляються від використання ПФІ з причини недовіри до нових невідомих фінансових інструментів, а також з причини побоювання використання їх незвичних форм. Адже природним є небажання наштовхнутись на нові труднощі. Ринки основних активів є неліквідними, рівень концентрації капіталу незначним, інструменти прогнозування майбутніх цін та страхування ризиків відсутні. Державні програми реформування економіки України не передбачають становлення ф'ючерсних ринків. Також до основних причин відмови фінансових менеджерів від похідних фінансових інструментів, на нашу думку, є відсутність обґрунтованої законодавчої бази України.

Для розвитку ринків ПФІ необхідно, по-перше, усунути ті перешкоди, які заважають розвитку цих секторів, і, по-друге, стимулювати розвиток тих секторів, які на цей час відсутні на українському ринку, або розвиваються вкрай повільно. Для усунення чинників, що є перешкодою для розвитку всіх ринків ПФІ, необхідно розробити й прийняти законодавчі основи операцій з похідними фінансовими інструментами.

Для того щоб підвищити якість торгівлі ПФІ, перше, що потрібно зробити самим біржам, – це зайнятися стандартизацією угод. Щоб учасники біржових торгів точно знали, які саме стандарти мають на увазі під тим чи іншим

ф'ючерсом або іншим деривативом, що продається/купується за ту чи іншу ціну: який товар, якої якості, а яких кількостях, за якою ціною і в які терміни передбачається його поставка.

На законодавчому рівні необхідно: визначити права та обов'язки сторін за угодами з похідними фінансовими інструментами; створити механізми захисту інтересів учасників ринку (фінансових менеджерів); визначити вимоги до активів, які можуть бути основою для похідних інструментів; визначити вимоги до учасників ринку похідних фінансових інструментів, а також до керування ризиками операцій з похідними фінансовими інструментами й за обліком похідних фінансових інструментів.

Література

1. Маршал Дж.Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям : пер. с англ. / Дж.Ф. Маршал, К. Випул Бансал. – М. : Изд-во ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
2. Finnerty J.D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview / J.D. Finnerty // Financial Management, Winter. – 1988.
3. Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском / Л. Галиц. – М. : Вид-во ТВП, 1998. – XVI, 576 с.
4. Фельдман А.Б. О производных финансовых инструментах / А.Б. Фельдман // Финансы. – 1998. – № 11. – С. 45-48.
5. Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты : учебник / А.Б. Фельдман. – М. : Изд-во "Финансы и статистика", 2003.
6. Сохацька О.М. Біржова справа : підручник / О.М. Сохацька. – Тернопіль : Вид-во "Карт-бланш", 2003. – 602 с.
7. Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы : учебник / В.А. Галанов. – М. : Изд-во "Финансы и статистика", 2002. – 464 с.
8. Сохацька О.М. Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти : монографія / О.М. Сохацька. – Тернопіль : Вид-во "Карт-бланш", 2002. – 454 с.
9. Hull J.C. Options, Futures and Other derivatives: Fourth Editor, Prentice Hall Inc. / J.C. Hull, 2000. – 698 p.
10. Закон України "Про оподаткування прибутків підприємств" від 28.12.1994 № 334/94-ВР. [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.rada.kiev.ua>.
11. Соловьев Д. Производная ценная бумага в законодательстве США и России / Д. Соловьев, И. Фролова // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 6. – С. 44-47.

Санина О.Р., Бидный Н.Б. Производные финансовые инструменты в стратегических решениях международного менеджера

Рассмотрены производные финансовые инструменты срочного рынка и освещены вопросы использования их менеджерами в Украине.

Ключевые слова: производный финансовый инструмент, финансовая инженерия.

Sanina O.R., Bidnyk N.B. The derivative finance instruments in strategically decision of international manager

The article analyses the derivative finance instruments of future market. The author investigates peculiarities of derivative instruments in Ukraine.

Keywords: derivative finance instruments, financial engineering.

УДК 332.72

Аспір. Ю.А. Семеряк – Львівська КА; асист. М.Г. Москва, канд. екон. наук – Львівський НУ ветеринарної медицини та біотехнологій ім. С.З. Гжицького

РИНОК ЗЕМЛІ В УКРАЇНІ: СУТЬ, ЗАВДАННЯ, ФУНКЦІЇ

Проаналізовано різноманітні теоретичні підходи до суті ринку землі. Подано визначення поняття "ринок землі". Зазначено функції ринку землі й основні умови